

SOPHIE NACHEMSON-EKWALL

FIENTLIGA

BUD

TEORIerna

MAKTSPELET

KORTSIKTIGHETEN

SNS FÖRLAG

Fientliga bud

SOPHIE NACHEMSON-EKWALL

Fientliga bud

– teorierna, maktspelet, kortsiktigheten

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
SE-114 86 Stockholm
Tel: +46 8-507 025 00
info@sns.se
www.sns.se

SNS är en politiskt oberoende ideell förening som genom forskning, möten och bokutgivning bidrar till att beslutsfattare i politik, offentlig förvaltning och näringsliv kan fatta välgrundade beslut baserade på vetenskap och saklig analys.

Fientliga bud – teorierna, maktspelet, kortsiktigheten

Sophie Nachemson-Ekwall

Första upplagan

Första tryckningen

© 2014 Författaren och SNS Förlag

Grafisk form: Allan Seppa

Omslag: Patrik Sundström

Tryck: ScandBook AB, Falun 2014

ISBN 978-91-86949-53-2

INNEHÅLL

Förord 7

Kapitel 1. Inledning 9

Del 1. Teorierna

Kapitel 2. Bolagsstyrning 23

Kapitel 3. Några olika styrmodeller 33

Kapitel 4. Finanskapitalism med pensions- och fondsparande 44

Kapitel 5. Marknaden för företagskontroll 58

Kapitel 6. En europeisk marknad för bolagsstyrning och förvärv 67

Del 2. Praktikfallet Sverige

Kapitel 7. Svensk ägarstyrning 85

Kapitel 8. Svenska uppköpsregler 101

Kapitel 9. Old Mutuals bud på Skandia 111

Kapitel 10. VW, MAN och Scania 126

Del 3. Vägen framåt

Kapitel 11. Uppköpsregler efter finanskrisen 149

Kapitel 12. Budplikt och andra frågor 163

Kapitel 13. Europas agerande i spåren av finanskrisen 175

Kapitel 14. Vägen framåt och en ny syn på uppköp 185

Appendix 197

Noter 201

Referenser 217

Förord

Den här boken är resultatet av min forskning kring fientliga bud som gjorts under mina år som knuten till Centret för Governance and Management Studies vid Handelshögskolan i Stockholm. Den bygger på min doktorsavhandling från 2012: *An institutional analysis of cross-border hostile takeovers. Shareholder value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*. Jag har dessutom skrivit två nya slutkapitel med utblick och förslag på förändringar.

SNS har varit till ovärderlig hjälp när jag utvecklat forskningen till vad som förhoppningsvis blivit en läsvärd produkt. För det arbetet vill jag framför allt tacka Pernilla Klein. Barbro Andersson har granskat språket och Emma Spånberg har bistått med diagram. Jag är tacksam för värdefulla kommentarer från professor Sven-Erik Sjöstrand, professor Daniel Stattin, forskningskollegorna Mikael Ehne och Lars Grönberg samt Leif Vindevåg, Lars Milberg och Charlotte Bergwall Nilsson. Eventuella sakfel står jag dock själv för.

PricewaterhouseCoopers och Skandia har båda bidragit med finansiellt stöd för att möjliggöra bokens tillblivelse, liksom Torsten Söderbergs stiftelse inom ramen för forskningsprojektet Långsiktigt institutionellt ägande.

Ett extra tack går till Johan, Josephine och Sarah, familjen som gett mig vänliga blickar när jag suttit vid köksbordet och skrivit på ytterligare en bok som aldrig tycktes bli klar.

Stockholm i februari 2014

Sophie Nachemson-Ekwall

Kapitel 1

Inledning

Stockholmsbörsen har under lång tid varit en av de mer aktiva marknaderna för företagskontroll i Europa, med förvärv och ägarskiften där olika aktörer utmanar varandra om makten. Många av de medelstora och stora svenska företagen har köpts upp, bland andra Astra, Stora, Asea, Aga, WM-data, Volvo PV, Pharmacia, Perstorp, Lindex, Capió, Esab, Uddeholm, Gant, Skandia, Telelogic, Sydkraft, Academedia och Höganäs. Utanför börsen ägs allt fler bolag av utländska aktörer och private equity-aktörer (PE) – det senare en riskkapitalstruktur som blivit populär i Sverige. Samtidigt har ägandet på börsen på några årtionden förskjutits från hushållen i form av privatpersoner och förmögna familjer till institutionella investerare som pensionsbolag, aktiefonder och utländska placerare.

Förändringen har sammanfallit med den avreglering av kredit- och valutamarknaderna som följde på liberaliseringen av västvärldens ekonomier på 1970- och 1980-talen.¹ Den tiden beskrivs ofta som *den finanskapitalistiska eran*. Den har präglats av en tro på att vissa finansiella beräkningsmodeller fungerar som effektiva verktyg för att fördela kapital till olika verksamheter. Institutionella investerare har förlitat sig på de modellerna och gjort placeringar i linje med deras rekommendationer.

Antagandet i såväl Sverige som Europa har varit att en marknad för företagskontroll, som möjliggör både vänligt sinnade och fientliga bud, är av godo. Detta möjliggör en strukturomvandling och en effektivisering av näringslivet, som då kan växa och förmera välfärd. För det behövs även gemensamma spelregler för bolagen i Europa – ett så kallat *level*

playing field – som innefattar en harmonisering av olika modeller för bolagsstyrning och regelverk kring uppköp. Ett arbete i den riktningen har också pågått sedan början av 1990-talet. Arbetet har modellerats efter den angloamerikanska idén om *aktieägarvärde* (*shareholder value*) som uttryck för den ”bästa” bolagsstyrningen snarare än den europeiska *intressentvärdesidén* som haft stöd i en kombination av kontrollägare och olika samhällsintressen (*stakeholder value*). Uppköpsreglerna har följt samma utveckling och fokuserat på aktieägarintresset.

Framgången för fientliga bud över nationsgränserna har fått utgöra den yttersta värdemätaren på hur bra marknaden för företagskontroll fungerar. Sverige har med den måttstocken varit mycket framgångsrikt. Under högkonjunkturen 2004–2008 genomfördes ett antal uppmärksammade internationella, fientliga budstrider (tabell 1.1).

Den här utvecklingen har visat sig ha brister. Egentligen borde det inte spela någon roll om ett bolag har svenska eller utländska ägare, om det är dotterbolag till en internationell koncern eller om det ägs av en private equity-fond. Många teorier om hur ett bolag skapar värde skiljer inte på hur ägandet ser ut. I praktiken är bilden tydligare. Ett huvudkontors geografiska läge har betydelse för var styrelse och företagsledning väljer att göra investeringar i fabriker, forskning och utveckling. Det har även betydelse för *var* kvalificerade tjänster upphandlas.² Ett större företag köper dessutom ofta tjänster och produkter från andra bolag och bidrar då till att utveckla kluster av växande små- och medelstora företag.³

För Stockholmsbörsen tillkommer att det blivit svårt att locka nya bolag, stora såväl som medelstora, när noteringar uteblivit under långa perioder. Deras andel av den svenska ekonomin har varit vikande under en längre period.⁴ För de bolag som ändå når börsen, eller lyckas hålla sig kvar, tvingar fokus på nuvarande aktieägarvärde styrelser och ledningar att driva upp aktiekurserna i närtid, genom omedelbara vinstökningar, aktieåterköp och utdelningar. Detta åtföljs av lägre investeringar, mindre risktagande och sämre förmåga till vinstgenerering på sikt. Tendensen har förstärkts av de institutionella investerarnas placeringsfilosofi, där deras agerande styrs av att de utvärderas mot olika index, vilket bland annat medfört en lätttrörlig investeringsstil och försäljningar i samband med bud.

Tabell 1.1. Fientliga bud på Stockholmsbörsen, 2004–2008.

År	Målbolag	Budgivare	Land	Kommentar
2008	Q-Med	EQT och största ägaren Ågrup	Offshore PE och familjen	Misslyckande, aktieägarna sade nej
2008	Telia	France Telecom	Frankrike	Misslyckande, sondering om bud
2008	Securitas Direct	EQT	Offshore PE	Framgångsrik, budhöjning, kontrollaktieägare sålde
2007–2008	IBS	Deccan	USA	Kringgående av budplikt
2007–2008	Telelogic	IBM	USA	Framgångsrik, budhöjning och stay-on-paket till ledningen
2007	Gant	Maus Frères	Schweiz	Framgångsrik, budhöjning
2007	Invik	Milestone	Island	Framgångsrik, budstrid om premie på A-aktien
2007	Lindex	Milestone	Island	Framgångsrik, budhöjning och strid
2007	Cision	Triton	Offshore PE	Misslyckande, aktieägarna sade nej
2006–2008	Scania	MAN, involverade även VW och Investor	Tyskland	Misslyckande, Investor sålde till VW, kringgående av budplikt
2006–2007	Trade-doubler	AOL	USA	Misslyckande, Alecta tog 10 procent och blockerade budet, förlängdes inte
2006	OMX	Nasdaq och Borsa Dubai/ Qatar Holding	USA/Dubai	Framgångsrik, budbråk och höjning, stay-on-paket till ledningen
2006	Capio	Nordic Capital och Apax	Offshore PE	Framgångsrik, budhöjning och hot om avnotering
2006	Gambro	EQT och Investor	Sverige/ Offshore PE	Framgångsrik, budhöjning och hot om tvångsfusion
2005	Skandia	Old Mutual	Storbritannien	Framgångsrik, hot om tvångsfusion
2004	Song Networks	TDC och Tele2	Danmark	Framgångsrik, budstrid, budhöjning och brott mot due diligence, förköp av aktier
2004–2007	VLT	Mediaintressenter/Stampen	Sverige	Framgångsrik, budhöjning, avnotering och tvångsfusion
2006	Mekonomen	Ax:son Johnson	Sverige	Framgångsrik, kringgående av budplikt

Källa: SIS Ägarservice (2004–2008).

De svenska uppköpsreglerna har visat sig vara mer orienterade mot aktieägarnas intressen än motsvarande regler i andra länder, så till vida att nuvarande aktieägare i allmänhet haft mer att säga till om än andra intressenter. Det svenska regelverket har anpassats för att underlätta möjligheterna att genomföra företagsaffärer. Ett uttryck för detta är att minoritetsägarnas reella möjlighet att stå emot ett bud successivt urholkats. Den långsiktiga och stabiliserande roll som minoritetsägarna historiskt haft i Sverige har därmed gått förlorad. Sammantaget har detta medfört att svenska bolag varit mer sårbara för uppköp än bolag i andra länder.

Skillnaderna mellan svenska uppköpsregler och de i övriga europeiska länder har ökat genom revideringen av uppköpsreglerna 2009 och 2012. Jag hävdar att detta har ökat drivkrafterna för kortsiktighet i börsägda bolag. Denna utveckling går stick i stäv mot allt tal om att skapa förutsättningar för innovationskraft och hållbart värdeskapande i svenska företag. Min slutsats är att nuvarande situation med dominans av aktörer som är fokuserade på affärer och handel inte är långsiktigt hållbar. För att vända den här trenden behöver den svenska bolagsrättens funktion i relation till det publika aktiebolaget förändras.

Den roll som de svenska institutionella investerarna kommit att spela som ägare på Stockholmsbörsen måste ses över, liksom uppköpsreglerna, så att de tar hänsyn till fler av bolagets intressenter än de nuvarande aktieägarna. Ett led i en sådan process är att analysera hur den svenska uppköpsmarknaden fungerar i ett internationellt perspektiv. Därför har jag skrivit den här boken. Den bygger på min avhandling om utländska fientliga bud på Stockholmsbörsen som lades fram vid Handelshögskolan i Stockholm i december 2012.

Att utmana makten över bolaget

Den här boken handlar om hur börsbolag ska styras för att makten ska hamna hos den aktör som är bäst skickad att öka dess värde. Ofta beskrivs ägarnas roll som central för bolagets värdeskapande. Vem som har den yttersta makten över bolaget har då en avgörande betydelse för styrningen av bolagets resurser. Det är betydligt viktigare än hur ersättningsprogram

till ledande befattningshavare utformas, något som ofta diskuteras i den offentliga debatten. Inte heller antalet oberoende ledamöter eller könsfördelningen i styrelserummet kan utmana ägarnas särskilda betydelse för exempelvis företagets utveckling. Därför är det viktigt att förvärv kan genomföras – och kontrollen utmanas – på sätt som tillvaratar bolagets intresse. Det finns dock inget enkelt svar på hur det ska gå till. I det publika aktiebolaget, där ägandet och företagsledandet separerats, finns det många sätt att lösa kontrollproblemet. Det är då inte enbart en ideologisk fråga, det vore att förenkla frågeställningen. Även utpräglat marknadsliberala länder som Storbritannien och USA har sinsemellan olika synsätt på ägarnas, styrelsens och företagsledningens roller, vilket påverkat både tillämpningen av finansteorin och framväxten av regelverken.

Det finns historiska förklaringar till hur ägarmakten utvecklats i olika länder. Sverige skiljer ut sig genom ett tydligt fokus på aktieägarintresset. Ägarna tillsätter inte bara styrelsen utan är även direkt involverade i nomineringen av ledamöterna. En viss grad av aktieägarorientering är en förutsättning för att det ska gå att genomföra uppköp, vänliga samgåenden och fientliga bud. De svenska uppköpsreglerna går däremot rakt emot vad moderna teorier om värdeskapande föreskriver. Enligt min åsikt beror det på att Sverige genom sitt fokus på *ägarstyrning* snarare än *bolagsstyrning* är ovanligt känsligt för kortsiktigheten på den moderna kapitalmarknaden så som den kommit att fungera under finanskapitalismen.

Detta i sin tur beror på att Sverige importerat regler, exempelvis EU:s uppköpsdirektiv, som är illa anpassade till den svenska ägar- och bolagsstyrningsmiljön. Dessutom är de främst inriktade på att underlätta aktiehandel och främja likviditet på börsen. Importen har påverkat reglerna om styrelseneutralitet, vilka styr relationen mellan ägare och styrelse i samband med bud, och reglerna om budplikt, vilka styr relationen mellan majoritets- och minoritetsägare. Här har det enskilda bolagets förmåga att överleva och utvecklas hamnat i skymundan. För aktörer på kapitalmarknaden som agerar som mellanhänder – investmentbanker, jurister, kortsiktiga investerare och aktivistfonder – har det däremot skapat goda möjligheter till arbitrage mellan olika länders styrmodeller, lagar och normer.

Fientliga bud över nationsgränserna

Till affärer som väl beskriver den här utvecklingen hör budstriderna kring spar- och livförsäkringsbolaget Skandia och lastbilstillverkaren Scania. Båda bolagen blev uppmärksammade måltavlor för fientliga bud med internationella förtecken åren innan finansbubblan sprack hösten 2008. Dessa presenteras som fallstudier längre fram i boken. Sydafrikansk-brittiska Old Mutuals förvärv av Skandia är ett exempel på hur enkelt det blivit för institutionella investerare med fokus på portföljförvaltning och kortsiktigt aktieägarvärde att ta makten i ett bolag med spritt ägande och därmed försvåra styrelsens långsiktiga värdeskapande. Scania-fallet exemplifierar hur det svenska regelverket kan kringgås i ett bolag som styrs i enlighet med den klassiska svenska kontrollägarmodellen (rösträtts-differentiering mellan A- och B-aktier och ask-i-ask-ägande). Budgivarna själva, tyska MAN och Volkswagen, är i den modellen skyddade från att utsättas för ett fientligt bud.

Fallstudierna beskriver hur svårt det är att förklara fientliga internationella bud utifrån teorin om företagskontroll på en effektiv marknad, det vill säga en marknad där ”bra” företagsledare kan vinna över ”dåliga”, med det övergripande målet att skapa långsiktigt värde i samhällets intresse. De mest framgångsrika aktörerna på marknaden för företagskontroll är i stället de som bäst förstår den marknadens maktdynamik. Det gäller både hur man kan använda sig av regelarbitrage mellan olika nationella regleringar och av moralarbitrage genom att bryta mot lokala normer. Vinnare blir även de aktörer med bäst förmåga att utnyttja kortsiktigheten hos många institutionella investerare.

Budstriderna i fallen Skandia och Scania används här för att beskriva en internationell miljö där visa aktörer själva är skyddade från uppköp men har möjlighet att fritt agera och köpa över nationsgränser. I en sådan miljö riskerar sämre skyddade objekt att bli uppköpta av mer skyddade aktörer samtidigt som det till slut blir färre objekt att konkurrera om. Den ”fria marknaden” krymper. Utfallet blir då inte värdeskapande för samhället i stort, alltså tvärt emot vad den dominerande finansiella teorin kring fientliga bud förespeglar.

Mot en hållbar kapitalism

Utvecklingen på den svenska uppköpsmarknaden har inte skett i ett tomrum. Budstrider har även pågått utomlands och frågan om att göra rätt avvägning mellan marknadseffektivitet, nationalism och protektionism har ofta ställts på sin spets. Exempel på detta är amerikanska PepsiCos planer på att lägga ett fientligt bud på den franska yoghurttillverkaren Danone 2005, betraktad som en fransk nationalklenod. Detta fick den dåvarande franske presidenten Jacques Chirac att gå ut offentligt och fördöma eventuella försök i den riktningen. I april 2005 gjorde den tyske SPD-politikern Franz Münterfering ett utfall mot hedgefondernas frammarsch på Frankfurtbörsen, där denna grupp ”anonyma investerare” jämfördes med en aggressiv svärm av gräshoppor.⁵ I Storbritannien genomfördes 2009 en uppmärksamman affär då den amerikanska livsmedelsjätten Kraft lyckades köpa konfektyrtillverkaren Cadbury. Trots att Cadburys styrelse såg budet som fientligt valde brittiska institutionella investerare att sälja av på samma sätt som skedde i fallet Old Mutual–Skandia.

I många länder i Europa sker nu en omvärdering av de senaste årtiondenas aktieägarorientering. Ledande företrädare i Europa och Storbritannien har börjat ifrågasätta nyttan av ett ekonomiskt system byggt på finanskapitalism, där bolagsstyrningen enbart kretsar kring värdet för aktieägarna. På flera håll ifrågasätts den underordnade roll som övriga intressenter fått i de europeiska uppköpsreglerna. I stället för åtgärder som förbättrar likviditet och handel över nationsgränserna, något som framför allt underlättar för institutionella placerare, betonar allt fler bolagsstyrningens betydelse för byggandet av konkurrenskraftiga bolag. Med mer långsiktigt värdeskapande i bolagen uppstår en mer hållbar kapitalism med utrymme för ökat hänsynstagande också till andra aktörers behov och önskemål, som anställda, underleverantörer och samhällsintressen.

I EU utformas många av de nya regler på bolagsstyrningsområdet som sedan infogas i nationella regelverk. I spåren av finanskrisen tvingas bankerna anamma en styrning som mer än tidigare utgår från att de representerar ett bredare samhällsintresse än aktieägarna. Därtill pågår en diskussion om huruvida regelverket för det publika aktiebolaget med

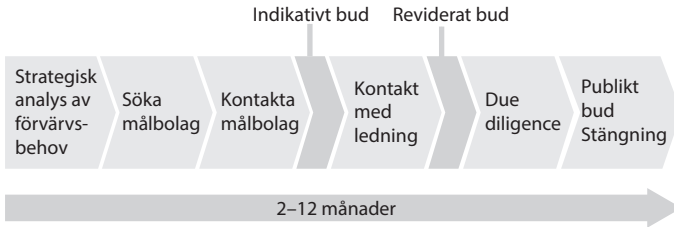
dess ensidiga fokus på vinst behöver ses över. I Storbritannien har aktiebolagslagen skrivits om för att skapa större utrymme för styrelsen att väga in andra intressen än aktieägarnas i sitt beslutsfattande. Blicken har också riktats mot andra organisationsformer som alternativa vägar för värdeskapande. Inte minst i forskarkretsar diskuteras dessutom olika modeller för att få institutionella investerare att ta ett långsiktigt ansvar för bolagsstyrningen.

Även från svenskt håll erkänns problemen med kapitalmarknadens kortsiktighet. Hösten 2013 presenterade Nasdaq OMX Nordic Stockholm en lista med förslag på hur intresset att vara noterad på Stockholmsbörsen kan stärkas. Bland annat föreslogs att kvartalsrapporteringen skulle förenklas för att minska trycket från kortsiktiga investerare. Det pågår också ett ökat arbete med frågor om hållbarhet och företags samhällsansvar (Corporate Social Responsibility, CSR) för miljö, mänskliga rättigheter och antikorruption. I denna bok hävdar jag att även den svenska aktiebolagslagen behöver diskuteras liksom reglerna på kapitalmarknaden, problematiken med arbitrage mellan olika bolagsstyrningsregimer och den ökade kortsiktigheten på börsen. Framför allt ifrågasätter jag om Sverige nästan ensamt kan fortsätta att inta ett utpräglat aktieägarvänligt förhållningssätt på marknaden för företagskontroll.

Bokens ambition och avgränsningar

Det finns många böcker och fallstudier rörande förvärv och fusioner. Finansekonomer fokuserar på teorier kring kapitalbindning och riskspridning, jurister på lagar och regler samt företagsekonomer på strategier och ledningsfrågor. Förvärv beskrivs ofta som en process (figur 1.1) där varje moment genomförs stegvis inom en viss tidsram och utifrån en förutbestämd plan. Jag har i figur 1.2 kopplat ihop de olika teoriområdena för att beskriva begrepp som bolagsstyrning och finanskapitalism med institutionella investerare och uppköp. Med detta hoppas jag bidra till en djupare förståelse för det publika aktiebolagets roll som värdeskapare och hur en *ensidig* aktieägarfokusering hämmar styrelsen i det arbetet.

Som socioekonom arbetar jag tvärvetenskapligt. Från sociologin häm-

Figur 1.1. Budprocessen.**Figur 1.2.** Centrala begrepp, vetenskapliga teorier och regleringar.

tar jag främst företeelser som historik, kulturella förhållanden, intuition och människors socialitet. Jag tonar ner finansteorins idealiserande teorbildning kring perfekta kapitalmarknader och rationellt nyttomaximerande aktörer etc. I stället stöder jag mig mot teorin att människors rationalitet både är begränsad och sammansatt. Dessutom utgår jag från ekonomen, politikern och psykologen Herbert Simons idéer om att beslut och handlingar aldrig bygger på komplett och perfekt information utan på mindre stabila grunder.⁶

Människor fattar beslut utifrån tillräcklig kunskap (*satisficing*) och är avgränsat rationella (*bounded rationality*). De påverkas av normer, kultur, pengar, tid etc. Hur aktörer agerar beror också på det institutionella ramverket, det vill säga hur lagar och regler är utformade, hur kapitalmarknaden i ett enskilt land är organiserad och hur utbildningssystemet ser ut. I boken används denna teoretiska plattform för att studera olika modeller för bolagsstyrning – *comparative corporate governance*. Fältet är stort internationellt men fortfarande mindre etablerat i Sverige. Jag beskriver speciellt de svenska, brittiska, amerikanska samt tyska bolagsstyrningssystemen, som skiljer sig åt på flera sätt och därför också skapar olika möjligheter för aktörer att utmana makten i ett börsbolag.

För att förstå hur marknaden för företagskontroll och fientliga bud fungerar på den svenska börsen behövs även insikt om vad det innebär att vara ägare på den svenska aktiemarknaden och vilka mekanismer för bolagsstyrning som står till buds. I boken försöker jag därför ge en helhetssyn på 1) ägarorienteringen i den svenska bolagsstyrningsmodellen, 2) det institutionella kapitalets placeringsfilosofi och 3) uppköpsreglerna på börsen.

Svensk bolagsstyrning, och då särskilt styrelsens roll som bolagets företrädare och gällande uppköpsregler, sätts här in i ett internationellt sammanhang. Jag pekar både på de vägval som står till buds och som måste göras för att Nasdaq OMX Stockholmsbörsen lättare ska kunna behålla de svenska medelstora och stora bolag som för närvarande är noterade och även få en central roll på den svenska kapitalmarknaden i framtiden. Detta kräver en modell som tar oss bort från fokus på *ägarstyrning* till en modell som fokuserar mer på *bolagsstyrning*. Då blir det möjligt att bygga in en del av det bredare intressentfokus som finns i andra europeiska styrmodeller. Till detta kan läggas behovet av ett förändrat synsätt kring uppköpsregler där det skulle rymma mer av jämvikt mellan de olika organen för bolagsstyrning och bli lättare att ta hänsyn till bolagens förmåga att utvecklas långsiktigt. Dessutom hävdar jag att det finns behov av revidering av regler för svenska pensionsfonder, vilket skulle göra det lättare för dem att agera långsiktigt.

Här diskuteras inte kortsiktighet när det gäller vinstnivåer. Inte heller

framförs någon allmän kritik mot finanskapitalismen eller av globaliserings risker. För mycket av långsiktighet kan också vara värdeförstörande. Jag hävdar i stället att den svenska kapitalmarknaden måste öppna för olika bolagsstyrningsmodeller eftersom styrelser i bolag med och utan kontrollägare behöver arbeta med värdeskapandet på skilda sätt.

Bokens upplägg

Boken består av tre delar. Den *första delen* behandlar de olika teorier som påverkat framväxten och organiseringen av uppköpsmarknaden. *Kapitel 2* beskriver vad bolagsstyrning är och tar avstamp i företagsekonomis syn på bolaget och dess värdeskapande process och introducerar två ledande styrmodeller: intressentmodellen och aktieägarmodellen. *Kapitel 3* jämför bolagsstyrningsmodeller i olika länder med fokus på USA, Storbritannien, Tyskland och Sverige.

Finanskapitalismen och aktörerna på den moderna kapitalmarknaden diskuteras i *kapitel 4*. Här förklaras även betydelsen av olika regleringar och idéer kring portföljförvaltning och varför dessa lett till kortsiktighet hos en stor del av aktiemarknadens aktörer, speciellt de institutionella investerarna. *Kapitel 5* går igenom hur marknaden för företagskontroll fungerar. Betydelsen av fientliga bud som mekanism för bolagsstyrning utvecklas, liksom skillnaden i funktionssätt mellan bolag med kontrollägare och bolag med spritt ägande. I *kapitel 6* beskrivs EU:s uppköpsregler och skillnaderna i tillämpning i några länder. Därefter följer en granskning av EU:s arbete med att harmonisera bolagsstyrningen, särskilt uppköpsreglerna.

I bokens *andra del* får Sverige fungera som praktikfall för fientliga bud över nationsgränserna. I *kapitel 7* och *8*, som behandlar den svenska ägarmiljön och uppköpsmarknaden, beskrivs hur import av enskilda uppköpsregler anpassats till det svenska sammanhanget med dess speciella ägarstyrningstradition. I *kapitel 9* och *10* återges två uppmärksammade transnationella fientliga bud som lades under högkonjunkturåren 2004–2008. Det första gäller det sydafrikansk-brittiska Old Mutuals bud 2005 på spar- och livförsäkringsbolaget Skandia. Det andra behandlar

den utdragna kampen om lastbilsföretaget Scania, där två fordonsjättar, MAN och Volkswagen, vid olika tidpunkter agerade fientligt både mot bolaget och mot olika aktieägargrupper.

Den *tredje delen* av boken blickar framåt. *Kapitel 11* och *12* beskriver hur uppköpsreglerna förändrats efter högkonjunkturåren 2004–2008. Speciellt fokuseras de förändringar i de svenska reglerna som gjordes 2009 och 2012 i spåren av de två fientliga buden som beskrevs i bokens andra del. I *kapitel 11* fokuseras främst på styrelsens roll och olika konflikter mellan intressenter. *Kapitel 12* handlar om budplikt.

I *kapitel 13* gör jag en utblick över vad som hänt på bolagsstyrningsområdet och uppköpsmarknaden efter finanskrisen 2008. I *kapitel 14* sammanfattar jag boken. Jag avslutar med att ge förslag på hur den svenska aktiemarknaden skulle kunna utvecklas för att återskapa sin roll som motor i en hållbar och långsiktig utveckling av svenskt näringsliv till gagn för den svenska samhällsutvecklingen.

DEL 1

Teorierna

Kapitel 2

Bolagsstyrning

Här beskrivs bolagsstyrning (*corporate governance*), den reglering och praktik som måste vara på plats för att en marknad för företagskontroll ska utvecklas. Detta kapitel tar avstamp i teorin om bolaget som organisation, dess värdeskapande process och den roll styrelsen spelar i det arbetet. Därefter beskrivs de två ledande styrmodellerna i världen: intressentmodellen och aktieägarmodellen. Här beskrivs också de bägge modellernas inbyggda konflikter: 1) i bolag med spritt ägande finns ofta en konflikt mellan aktieägarna och företagsledningen/styrelsen och 2) i bolag med koncentrerat ägande finns ofta en konflikt mellan kontrollägaren och minoritetsägarna. Kapitlet mynnar ut i slutsatsen att det inte finns någon ”bästa” modell utan att varje styrmodell är beroende av länders specifika miljö i form av historik, kultur, lagstiftning och praxis.

Bolagsstyrning som begrepp

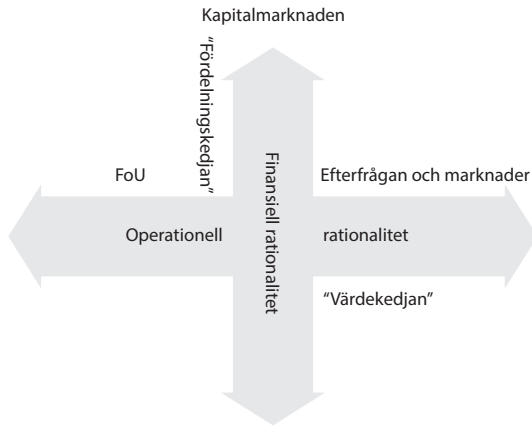
För att förstå begreppet bolagsstyrning måste man börja med själva aktiebolaget. Det är en produkt av normer, lagar och regler.¹ Målet med aktiebolaget är att skapa samhällelig välfärd genom att möjliggöra ökat risktagande i bolagen. Detta sker genom att det ekonomiska ansvaret flyttas över från individer till bolag.² Ett populärt sätt att beskriva den här kopplingen mellan lagstiftning och värdeskapande är att ett aktiebolag med uppgift att skapa värde måste förtjäna sitt existensberättigande, eller sin så kallade *license to operate*.

Aktiebolaget som konstruktion är gjort för att kapsla in aktieägarnas kapital så att den värdeskapande processen kan fullföljas. För detta kräver aktieägarna ersättning. Aktieägarna är dock de som premieras sist när övriga bolagsintressenter (exempelvis anställda, kunder och stat) fått sitt, det vill säga de får det som blir över – eller residualen. Eftersom ägarna inte garanteras ersättning har de satts att styra över bolaget.

Investerare i aktiebolag äger aktier med två rättigheter: rätt till utdelning och rätt att rösta på bolagsstämman. Aktieägarna har sedan att fatta fyra olika beslut: köpa aktier, sälja aktier, fortsätta att passivt äga eller aktivt äga genom att påverka styrelsen och då rösta på stämman.³

Det kapital som aktieägarna skjuter till kan förmeras på två sätt. Antingen erhålls ersättningen över längre tid, där de vinster som skapas delvis eller i sin helhet återinvesteras i verksamheten, eller så ges ersättningen på kort sikt, där de vinster som skapas delas ut omedelbart. Styrelsen gör denna avvägning i sitt förslag till årsstämman. Det här förloppet beskriver Sven-Erik Sjöstrand och Lars Östman, professorer i företagsekonomi och redovisning och verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm, som två värdeskapande processer eller rationaliteter (figur 2.1).⁴ Den horisontella axeln illustrerar den verksamhetsbaserade *operationella rationaliteten*. Här agerar främst företagsledning, chefer, anställda och leverantörer. Den vertikala axeln illustrerar den *finansiella rationaliteten*. Här agerar främst finansiella aktörer och långivare men även bolagens styrelser, som bland annat har att föreslå utdelningar och besluta om förvärv. Även företagsledningen, som fördelar finansiella resurser mellan olika dotterbolag och divisioner, verkar i det finansiella flödet.

De två processerna är ständigt pågående och den relativa kraften i respektive process varierar mellan företagen. Kraften i respektive styrprocess avgör om det är kapitalmarknadens krav på resursallokering till företaget eller fördelningen av resurser inom företaget till olika delar av den värdeskapande processen som driver företaget. Båda processerna måste fungera och konfronteras med varandra för att styrningen ska fungera effektivt. Det är styrelsens ansvar att se till att dessa konkurrerande processer resulterar i uthålliga strukturer, där resurser förädlas på ett värdeskapande sätt.

Figur 2.1. Två bolagsstyrningsprocesser.

Källa: Efter Kallifatides m.fl. (2010).

Bolagsstyrning i teorin

Forskare har utifrån olika vetenskapliga traditioner utvecklat idéer kring hur ett aktiebolag ska styras. Det hävdas i flera studier att den bästa styrningen, mätt som avkastning på investerat kapital, ofta uppnås i bolag med en tydlig ägare (till exempel där en ägare kontrollerar mer än hälften av både kapital och röster). Differentierad rösträtt, som i den svenska modellen där kontrollmakten ibland cementeras med hjälp av röststarka A-aktier, utgör inte ett sådant tydligt ägande.⁵ Faktum är dock att de flesta större företag ägs av en större krets personer. Till de klassiska forskarna på bolagsstyrning hör amerikanerna Adolf Berle och Gardiner Means som 1932 beskrev innebörden av en separation mellan ägare och företagsledning i boken *The modern corporation and private property*. Denna uppdelning medför att kontrollmakten ofta fördelas mellan många små och anonyma aktieägare, och att makten stegvis förskjuts till företagsledningen. I amerikanska bolag är ledningen traditionellt densamma som styrelsen. Enligt Berle och Means leder detta till en intressekonflikt mellan ägare och ledning, då de båda grupperna inte alltid har samma mål.

Nationalekonomen Ronald Coase försökte även han på 1930-talet förklara förekomsten av företagshierarki.⁶ Han använder begreppet *transaktionskostnader* för att förklara hur en hierarki kan vara effektiv i att skapa resurser och möjliggöra byggandet av stora verksamheter. Nationalekonomen Oliver Williamson utvecklade Coases teorier genom att diskutera kontraktsrelationer, där styruppgiften som en följd av bolagets storlek delats upp på olika aktörskategorier.⁷ Arbetsfördelningen mellan styrelse och företagsledning antogs då styras genom olika kontrakt.

Duon Michael Jensen och William Meckling presenterade 1976 sin så kallade *agentteori* för att analysera kontraktsrelationen mellan aktieägarna (principalerna) och företagsledningen (agenten). Det som de benämner agentkostnader utgörs av de värden som aktieägarna förlorar när företagsledningen agerar utan aktieägarnas bästa för ögonen.⁸ Bland de verktyg som föreslås för att minimera agentkostnaderna märks tillsättandet av en väl fungerande styrelse med oberoende ledamöter, en uppdelning av makten mellan vd och ordförande, ersättningsprogram i form av aktier och optioner samt en väl fungerande produktmarknadskonkurrens. Här spelar även aktiemarknaden och marknaden för företagskontroll in som påtryckare för att få företagsledningen att agera i önskad riktning.

Den här synen på bolaget, där aktieägarnas möjlighet att få del av ett bolags finansiella överskott ställs mot företagsledningens försvar av värden som är dolda för aktieägarna, har alltsedan 1970-talet kommit att dominera både forskning och utveckling av regelverk på bolagsstyrningsområdet.

Olika modeller för bolagsstyrning

Synen på begreppet bolagsstyrning skiljer sig åt mellan olika länder. I de flesta av dem har det skett en arbetsfördelning mellan ägare och företagsledning i de stora företagen, vilket återspeglas i utvecklingen av lagar, regler och koder. Men det finns ändå stora olikheter i synen på styrelsens roll, dels gentemot bolaget och dess verkställande ledning, dels gentemot ägarna och övriga intressenter. Detta beskrivs främst i institutionellt orienterad forskningslitteratur.⁹ En serie artiklar från slutet av 1990-talet skrivna av en grupp forskare kring Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes,

Andrei Shleifer och Robert Vishny – verksamma på Harvarduniversitetet i slutet av 1990-talet – har varit betydelsefull. Där hävdades att det verkar finnas ett samband mellan juridiskt system, system för ägarkontroll och ett bolags finansieringsmöjligheter. Gruppen skiljer mellan rättssystem som bygger på rättspraxis (så kallad *case law* eller *common law*) och rättssystem som utgår från kodifierade regler där domstolarna har att tolka lagtexten (så kallad *civil law*).

Liberala marknadsekonomier som USA och Storbritannien, som tidigt förlitade sig på kapitalmarknaden för bolagens kapitalförsörjning, stödde sig på rättspraxis och byggde parallellt upp ett starkt minoritetsskydd för mindre aktieägare. Koordinerade marknadsekonomier som Tyskland, Japan och Frankrike stödde sig i stället på lagtexter och ett system med kontrollägare, där bolagen i huvudsak förlitat sig på intern kapitalförsörjning eller på medel via banksystemen. La Porta-studierna beskrev den angloamerikanska traditionen med rättsfall som tolkas i domstol (*common law*) som ett bättre system för bolagsstyrning. På senare år har dessa studier kritiserats för att ge en alltför förenklad bild, där de inte fångar upp att det finns koordinerade marknadsekonomier som haft välutvecklade aktiemarknader, exempelvis Sverige. La Porta-studierna har trots det haft stor betydelse både för forskningen kring bolagsstyrning och utvecklingen av regler.

Styrning enligt intressentmodellen

I börsbolag finns två tydliga modeller för bolagsstyrning: intressentmodellen och aktieägarmodellen (tabell 2.1). *Intressentmodellen* (*stakeholder model*) drar nytta av olika intressentgruppers behov och kompetenser.

Hit hör hela spektrumet av anställda, underleverantörer, samhället i stort, kunder, intressegrupper och investerare. Styrelsens och vd:ns uppgift blir att väga behoven hos dessa olika grupper för att fatta det bästa beslutet. I den miljön finns även en ansvarsfördelning mellan styrelse och företagsledning, där vd är ansvarig för den löpande skötseln av bolaget. Intressentmodellen är vägledande i större delen av världen. Olika intressentgrupper utgör ”bolaget”, där dock aktieägarna i regel ses som den

Tabell 2.1. Två idealtyper för bolagsstyrning.

	Intressentmodellen	Aktieägarmodellen
Syn på bolag	Företaget ses som en självständig organisation där styrelsen har att hantera olika intressenters önskemål: aktieägare, anställda, leverantörer	Företaget fokuserar på att generera vinst till aktieägarna och styrelsen har därför ett överordnat mål – vinst
Finansiering	Ofta via banker vilkas tjänstemän kan ta ägarroll	Via kapitalmarknaden
Styrelsesystem	En eller flera nivåer	En nivå – ibland blandad ledning och styrelse
Ägarkoncentration	Hög – ofta kontrollägare	Låg/spridd
Fientliga bud	Nej	Ja
Styrka	Ger stabilitet och möjlighet till långsiktiga beslut	Tydlig målfunktion, vilket underlättar uppföljning av ledningens arbete
Svaghet	Otydligt mål och svårt för stämman att utkräva ansvar av styrelse och ledning	Informationsgap mellan styrelse och ägare – stor risk för kortsiktiga vinster

viktigaste intressenten, eftersom bolag måste skapa vinst för att överleva.¹⁰ Världshandelsorganisationen OECD:s riktlinjer för bolagsstyrning från 2004 stöder sig på intressentmodellen i sin syn på bolagsstyrning och bolagets roll i samhället. OECD tar fasta på att bolaget ska styras så att det ger transparens, likvärdig behandling av olika aktieägargrupper och även verka i samklang med både nationella regelverk och internationella konventioner kring miljö, mänskliga rättigheter och antikorruption. Men OECD förespråkar inte någon speciell styrmodell.

I Kontinentaleuropa ses styrelsen som lika ansvarig inför bolagets alla intressenter. Modellen förekommer oftast i en miljö med stora kontrollägare, bestående av familjer, banker, stiftelser eller försäkringsbolag. I den

statsorienterade franska modellen ges stor makt till företagsledningen, som ofta har nära band med staten och där det är vanligt med en statlig tjänstemannakarriär för många chefer. Det är en modell som har stora likheter med japansk bolagsstyrning, där bolag grupperade i olika stora konglomerat skapat interna karriärvägar för chefer. I tysk bolagsstyrning har fackföreningar ett stort inflytande. I intressentmodellen finns ofta en tydlig gräns för äganderätten i det publika aktiebolaget och det återspeglas i skrivningar i en rad nationella konstitutioner, exempelvis den franska, spanska och tyska.¹¹

Styrning enligt aktieägarmodellen

Den andra modellen är *aktieägarmodellen*. Den kommer från USA och England och är utvecklad i spåren av en aktiv kapitalmarknad, spritt ägande och företagsledarmakt (*managerial capitalism*), beskrivet av Berle och Means (1932). På 1960- och 1970-talen förde företagsledarmakten med sig en hel del ägarirritation när relativt autonoma vd:ar ägnade sig åt sådant som imperiebyggande, genom konglomerat och allsköns investeringar, som inte alltid gynnade aktieägarna lika mycket som vd:n. Motreaktionen kom med kraft när kapitalmarknaderna avreglerades under 1980-talet och företagsmarknaden öppnades för lånefinansierade uppköp, fientliga bud och så kallade företagspirater.

Milton Friedman skrev i sin bok *Capitalism and Freedom* (1970) att bolagets samhälleliga ansvar är att öka vinsten. Med det menade han samtidigt att statens uppgift är att fastställa ramar för bolagens verksamhet, erbjuda utbildning etc. Bolagen bidrar då till välfärden genom både vinster och skatter. Själva begreppet aktieägarvärde myntades på 1980-talet av finansekonomer som pekade på att fokus på bolagens kapitalkostnad säkerställer att knappa resurser fördelas mellan de verksamheter som har bäst förutsättningar att leverera avkastning, givet samma risk.¹² Hit hör bland annat satsning på en effektiv kapitalstruktur genom exempelvis aktieåterköp och omstruktureringar.¹³

För att en bolagsstyrning baserad på aktieägarmodellen ska fungera behövs likvida kapitalmarknader. För att säkerställa att bolaget drivs i

aktieägarnas intresse finns ofta ledamöter som är oberoende gentemot bolaget och som har till uppgift att övervaka att företagsledningen sköter sitt uppdrag (*monitoring*). I ett försök att säkerställa att vd har fokus på aktieägarnas intresse finns även ersättningsprogram kopplade till resultat och aktiekurs (*bonding*). Även en aktiv marknad för företagskontroll (inklusive fientliga bud) ingår som rekvisita för aktieägarstyrningen. Parallellt med framväxten av aktieägarmodellen utvecklades idéer om att det skulle kunna finnas en ”bästa modell” i linje med La Porta-studiernas tro på liberala marknadsekonomiers förmåga till effektiv kapitalallokering (med *common law* som rättstradition).

Inom juridikforskningen förutsåg Henry Hansmann och Reinier Kraakman att konkurrens mellan olika bolagsstyrningsregimer skulle utvecklas till förmån för en angloamerikansk aktieägarorienterad bolagsstyrning med spritt ägande via kapitalmarknaden.¹⁴ För europeiskt vidkommande skulle därför bolag, om de fick möjlighet, reinkorporeras i länder med en fri kapitalmarknad och aktieägarvänlig extern bolagsstyrning. För att underlätta en sådan utveckling skapade EU 2004 *Europa-bolag* där företag från olika länder efter ett samgående kunde forma en holdingbolagsstruktur, så kallade *Societas Europaeae*.¹⁵

Kontrollmakt i teorin

I Kontinentaleuropa såväl som Sverige är det vanligt med kontrollägare, där enskilda aktieägare både har stora aktieposter och är engagerade i styrelsearbetet. I sådana miljöer byter agentkonflikten karaktär och blir i stället en intressekonflikt mellan ägarna, det vill säga mellan kontrollägare och minoritetsägare. Hur bolagets värde ska fördelas mellan dessa ägargrupper i samband med ett kontrollägarskifte har diskuterats både inom finansiell ekonomi och juridik. Kontrollägaren tillskrivs ofta en annan roll än övriga aktieägare. En styrning som drivs på av en engagerad ägare kan visa sig vara effektiv om ägaren har en tydlig ambition och förmåga att förmå företagsledningen att göra ett bra arbete. Bra ägarstyrning ger då en positiv extern effekt, som gagnar samtliga parter, även de aktieägare som är passiva (fripassagerare eller *free riders*).

Men kontrollägaren har inte bara makten att tillsätta en stor del av styrelsen utan kan också styra bolaget i en riktning som gynnar det egna intresset och därmed skaffa sig fördelar på minoritetsaktieägarnas bekostnad. En stor kontrollägare kan dessutom svälta ut minoriteten om kontrollägaren är stor nog att ha tillgång till kassaflödet och därmed kan styra internprissättningen så att minoriteten missgynnas. Minoritetens verkliga valmöjlighet består då i att kunna antingen sälja sina aktier eller stödja en kontrollägare, där det senare valet görs så länge som minoriteten tror att värdet av ett tydligt ägande överstiger kostnaderna för kontrollägarrens privata fördelar. Hur stor makt som kan utövas av en kontrollägare beror på styrningsmodellens utformning. Värdet av kontroll kan även återspeglas i mjuka värden, där möjligheten att utöva makt exempelvis hänger ihop med social status. Till detta kan läggas att det helt enkelt kan vara lönsamt för en enskild kontrollägare att aktivt bidra till att förädla värdet av ett företag, även om andra också får ta del av vinsten.

Ingen "bästa" modell för bolagsstyrning

Det finns inga vetenskapliga belägg för att en viss modell för bolagsstyrning generellt skulle vara effektivare än någon annan. Det som visar sig fungera i ett land fungerar inte per automatik i ett annat. Det som fungerar i ett bolag fungerar inte självklart i ett annat. Det som fungerar under en tidsepok fungerar inte nödvändigtvis lika väl under en annan.

I miljöer där en alltför långtgående tillämpning av respektive bolagsstyrningsmodell sker uppstår ofta nya och oförutsedda problem. Överdriven aktieägarorientering leder till en bolagsstyrning som enbart beaktar intresset hos nuvarande aktieägare, vilket i ytterlighetsfallet kan leda till vinstmaximering på kort sikt, likvidering av bolagets tillgångar eller försäljning av hela verksamheten till första hugade spekulant. Specifik intressentstyrning skapar i stället ett oklart ledarskap där styrelsen tvingas balansera många olika intressen mot varandra. Detta begränsar aktieägarnas inflytande och kan även leda till att det blir svårt för dem att utkräva ansvar av styrelsen på bolagsstämman.

Sammanfattning

Idén med ett aktiebolag är att möjliggöra samhällelig välfärd genom att underlätta långsiktigt värdeskapande. För det behövs både risktagande och ekonomiska resurser. Bolagsstyrning handlar i grunden om hur denna process ska stödjas, utvecklas och bevakas. Historiskt formade ägarstrukturer, nationella aktiebolagsrätter såväl som val och utveckling av bolagsstyrningsmodeller har stor betydelse för hur styrelser formas och utövar makt. I grunden finns två idealtypiska modeller: intressentmodellen och aktieägarmodellen. I intressentmodellen antas företagsledning och styrelse styra olika intressenters utbyte med bolaget. Aktieägarmodellen ser exklusivt till ett intresse: aktieägarnas. Alltså har de båda idealtypiska modellerna att samtidigt hantera maktbalansen mellan såväl företagsledning och aktieägare som mellan kontrollägare och minoritetsägare. I finanskapitalismen dominerar modellen med aktieägarorientering. Något vetenskapligt belägg för att den modellen är mer värdeskapande finns dock inte.

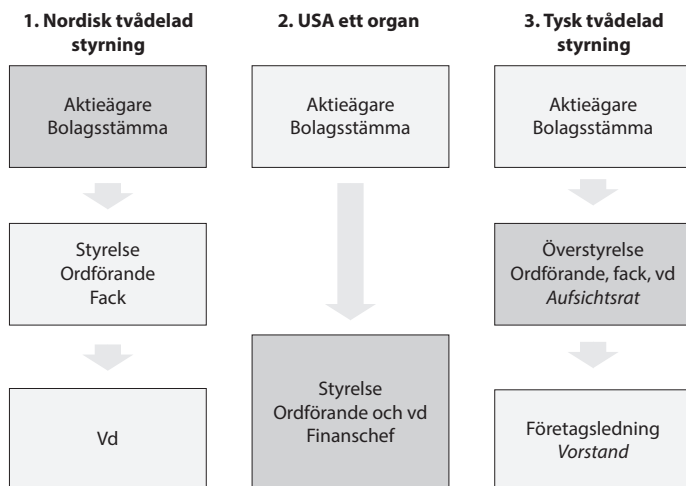
Kapitel 3

Några olika styrmodeller

Generellt kan sägas att de flesta nationella bolagsstyrningsmodeller innehåller avvägningar mellan värdet för aktieägarna och värdet för andra intressentgrupper. Oavsett val av bolagsstyrningsmodell innebär aktiebolagsrätten i olika länder att det är styrelsen som helhet som är ansvarig för bolagets skötsel. I det här kapitlet beskrivs hur nationell bolagsrätt och styrmodell slår igenom i formuleringen av styrelsens uppdrag. Här pekas på hur den svenska modellen skiljer sig både från de modeller som finns i Storbritannien och USA, ofta beskrivna som externa och marknadsorienterade, och Tyskland, ofta beskriven som intern och intressentorienterad (figur 3.1). Kapitlet avslutas med en diskussion om svårigheten att importera och blanda regler från olika länder. Detta beror på att bolagsstyrning ingår i ett kulturellt, institutionellt och socialt sammanhang.

Den tyska intressentmodellen

I den tyska konstitutionen från 1949, § 14.2, står att äganderätten medför skyldigheter. I den officiella engelska översättningen står: *Property entails obligations. Its use shall also serve the public good.* Den tyska koden, Der Deutsche Corporate Governance Kodex, som därtill är reglerad i aktiebolagslagen, inkluderar ett tydligt intressentperspektiv. Den talar om att ”styrelsen ska säkerställa att bolaget finns kvar och att arbetet med det hållbart värdeskapande drivs i samklang med en social marknadsekonomi (i bolagets intresse)”. Den tyska intressentmodellen delar upp styrelsen i två organ, varav ett är överstyrelse (*Aufsichtsrat*) med 20 externt tillsatta

Figur 3.1. Tre styrmodeller.

Anm.: De mörkgrå fälten illustrerar maktcentra.

ledamöter och ett utgör verkställande styrelse (*Vorstand*), där det egentliga ansvaret för den löpande verksamheten ligger. I tyska bolag med över 200 anställda har även arbetstagarna ett tydligt inflytande genom att de utser hälften av ledamöterna i överstyrelsen (*Mitbestimmung*). Den här tudelningen har sin upprinnelse i den tyska efterkrigstidens önskan att förhindra att en enskild aktörsgrupp får möjlighet att ta makten över bolaget. I kombination med engagerade banker, som tog ett stort ansvar för kapitalanskaffningen, skapade denna styrmodell en väv av korsäggande inom det tyska näringslivet (ofta beskrivet som ett Deutschland AG).

Tyska styrelseledamöter väljs på fyra eller fem år. De kan inte röstas bort med mindre än att 75 procent av aktieägarna röstar emot, vilket i praktiken är svårt eftersom bankerna av hävd kontrollerar och röstar för aktieägarna genom fullmakter.

Historiskt har tysk bolagsstyrning beundrats för den stabilitet och långsiktighet den erbjuder tyskt näringsliv. Men den gav också möjlig-

het för tyska företagsledare att fjärma sig från aktieägarnas intresse för avkastning. Styrmодellen och systemet med Deutschland AG började luckras upp kring millennieskiftet. Det sammanföll med en omvandling av det tyska näringslivet, bland annat som en följd av att tysk industri behövde attrahera utländskt kapital för att finansiera integrationen med det forna DDR.

Angloamerikansk aktieägarstyrning

I såväl USA som Storbritannien har företagsledarna makten. Bolagsstyrning handlar då om att hitta den rätta avvägningen mellan aktieägare och företagsledning, där styrelsen består av en blandning av oberoende (externa) ledamöter och personer från ledningsgruppen. I den här miljön handlar det för aktieägarna om att minimera agentkostnaden och det är därför som aktieägarvärde som styrvariabel blivit så attraktivt. Det brukar beskrivas som att angloamerikansk bolagsstyrning är uppbyggd kring *ett* styrorgan. Styrelsen består av en blandning av interna ledamöter, ofta vd och finanschef, och externa ledamöter som är fristående från både företagsledning och större aktieägare. Ofta innehar vd:n ordförandeposten, men även när det finns en uppdelning förblir vd:n stark i relation till ordföranden. Styrelseledamöter väljs ofta på fleråriga mandat med överlappande valperioder, vilket gör att det kan ta lång tid att förnya en styrelse, även om systemet efter millennieskiftet börjat luckras upp. Men ägarnas möjlighet att utöva inflytande skiljer sig åt mellan USA och Storbritannien. Medan Storbritannien haft självreglering har USA förlitat sig på lagstiftning där juridiska efterspel är vanliga. Mer om detta nedan.

Storbritannien utvecklade redan på 1960-talet ett intresse för självreglering, generella bolagsstyrningskoder och enhetliga uppköpsregler med budplikt och krav på styrelseneutralitet i samband med bud. Britisk självreglering sköts av marknadens aktörer, där både institutionella investerare och investmentbanker spelar en viktig roll. Storbritannien var tidigt ute med att institutionalisera pensions- och fondsparande. Dessa institutioner, tillsammans med investmentbankerna, fick ett stort inflytande på Londonbörsen.¹ Samtidigt var företagsledningarna dåligt

organiserade och beroende av rådgivarna i Londons finanscentrum för att få tillgång till investerare.²

I brittisk bolagsstyrning är det styrelsen själv som föreslår styrelseledamöter och även om aktieägarna har rätt att föreslå egna kandidater är det ovanligt att så sker. Den övergripande utgångspunkten för bolagsstyrningen beskrivs av det brittiska organet för självreglering, Financial Reporting Council, som ett verktyg för att förbättra styrelsens förmåga att förvalta bolaget på ett effektivt sätt och säkerställa att den kan hållas ansvarig inför aktieägarna. Bolagsstyrning har enligt detta brittiska synsätt två tydliga uppdrag: 1) att övervaka hur väl bolaget skapar värde och utvecklar sin verksamhet samt 2) att övervaka hur väl det svarar upp mot sina åtaganden. I Storbritannien är större aktieägare i regel förhindrade att engagera sig i styrelsearbete, eftersom de bedöms ha svårt att agera i samtliga aktieägars intresse.

Amerikanska företagsledare har ofta mer makt än brittiska. I USA, där finanssektorn vid förra sekelskiftet låg bakom en del skandaler, samtidigt som framväxten av stora bolag tidigt spädde ut kontrollmakten, övergick makten till företagsledningen för att skydda bolaget mot enskilda intressenters maktmissbruk. Därefter lämnade 1930-talets ekonomiska kollaps och depression efter sig regleringar som förhindrade New Yorks finansinstitutioner att organisera sig. I modern tid håller företagsledarkollektivet i taktpinnen via intresseorganisationen Business Round Table som sedan 1972 organiserar de amerikanska storbolagscheferna. Graden av företagsledarmakt avgörs sedan av hur lätt det är för aktieägarna att utöva sin rösträtt eller påverka vilka ledamöter som ska föreslås ingå i styrelsen.

I USA är det styrelsen som utgör nomineringskommitté, och även om endast oberoende ledamöter, det vill säga oberoende från både företagsledning och större ägare, är valbara har företagsledarmakten förblivit stor. Aktieägarna har haft rätt att rösta emot förslag på ledamöter, men det har visat sig vara svårt i praktiken (eftersom styrelsen kontrollerar insamlingen av fullmaktsröster). Enligt nya regler från 2012 kan dock en part som representerar aktieägare som ägt en större aktiepost i minst två år föreslå två nya ledamöter. I USA är det viktigt att minoriteten inte upplever en försämring i samband med ett kontrollägarskifte. För

att skydda minoriteten måste en ny ägare som kontrollerar fem procent av kapitalet anmäla sig hos den amerikanska finansinspektionen och där deklarerar sina avsikter.

Svensk ägarstyrning

Svensk bolagsstyrning har hämtat idéer från både intressentmodellen och den aktieägarorienterade styrmodellen, även om den har en tydlig slagsida mot aktieägarvärde. Hur det blev så beskrivs i kapitel 7. Här räcker det med att peka på att den svenska ägarorienteringen historiskt har släktgemenskap med de nordiska ländernas: den utgår tydligt från ägare som delar kulturell gemenskap med det svenska samhället. Den svenska föreningstraditionen, där facket, staten och ägarna historiskt haft ett nära samarbete, slår igenom. Ofta cementeras ägarmakten genom rösträttsdifferentiering med A- och B-aktier, pyramider och korsäggande. Bolagsstämman har stor frihet att ge direktiv till styrelsen, och förslag kan läggas fram under pågående möte, även rörande val av ledamöter. Därför är stämmonärvaro viktigt. Poströstning, där aktieägare skickar in sina röster i förväg, fungerar dåligt eftersom förslag kan ändras in i det sista.

Av den svenska aktiebolagslagen framgår att syftet med ett aktiebolags verksamhet är att bereda aktieägarna vinst (ABL 3 kap. 3 §). Aktieägarna utgör därmed den viktigaste intressentgruppen, även om långivarnas intresse inte får äventyras. Anställdas intresse regleras i särskild lag. Att definiera aktieägarintresset är ändå inte helt enkelt. Aktiebolaget drivs så att säga av ett hypotetiskt och gemensamt intresse, eftersom det ofta är ganska svårt att ta reda på vad de enskilda aktieägarna vill, speciellt om de är flera, passiva och kanske inte fattar beslut annat än på stämman och därtill ofta har olika intressen.³ Även vinstbegreppet är svårtolkat. Bolagsrätten ger inte någon vägledning till hur stor vinst som ska genereras, hur den ska uppstå eller inom vilken tidsram. Bolagsrätten skiljer inte mellan kort och lång sikt.

Styrelseledamöterna agerar som *bolagets* förtroendemän – där bolaget antas företräda samtliga aktieägars kollektiva intressen. Även om ledamöter endast utsetts av de aktieägare som företrätt en majoritet av närvarande

röster på bolagsstämman, så har de vid fullgörandet av sitt uppdrag att med omsorg ta tillvara *bolagets* intressen och enligt bästa förmåga förhindra att skada uppkommer för detta. Varje enskild styrelseledamot ska alltså iaktta vårdnadsplikt, lojalitetsplikt och sekretess angående bolagets affärsmässiga förhållanden. Var och en av styrelseledamöterna har därför ett självständigt ansvar för hur de fullgör sitt uppdrag.

Den svenska bolagsstyrningskoden talar däremot tydligt om ”ägarstyrning” där styrelsens uppgift i stället är att ”driva bolaget i *aktieägarnas* intresse”. Enligt svensk kod för bolagsstyrning är syftet (1 §):

God bolagsstyrning handlar om att säkerställa att bolag sköts på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt. Förtroendet hos befintliga och potentiella investerare för att så sker är avgörande för deras intresse av att investera i bolagen. Därigenom tryggas näringslivets riskkapitalförsörjning.

Kodens formulering av styrelsens uppdrag är med andra ord den motsatta till gängse internationell beskrivning. Den svenska koden för bolagsstyrning talar om hur bolag ska styras för att uppfylla ägarnas krav på avkastning på investerat kapital och därigenom bidra till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt, inte att utveckla bolaget i sig. Lika centralt för den svenska ägarmodellen är aktiebolagslagens tydliga ansvarsuppdelning mellan de tre styrorganen: bolagsstämman, styrelse och företagsledning.

Enligt den svenska styrmodellen är det aktieägarna som föreslår styrelseledamöter, som tillsätts genom majoritetsbeslut på bolagsstämman. Denna procedur formaliserades 2003 då det blev norm att stämman utser en valberedning med externa representanter. När en ledamot väl sitter i styrelsen ska denna agera som representant för samtliga aktieägare och får inte agera i den egna huvudmannens intresse.

Vd är nästan alltid närvarande på styrelsens möten som föredragande, men i ungefär hälften av bolagen är vd inte formellt styrelsemedlem. Ledamöterna väljs för ett år i taget. I Sverige används oberoendebegreppet främst för att särskilja de ledamöter som föreslagits av en kontrollägargrupp från de ledamöter som är oberoende av någon större ägare. Dock kan en aktör som kontrollerar över 50 procent av rösterna på bolagsstämman i praktiken tillsätta hela styrelsen, eftersom det räcker med att 50 procent av

de på stämman registrerade rösterna stöder en kandidat. Svenska börsbolag har enligt lag facklig representation i styrelsen. Detta är ett uttryck för ett intressentperspektiv, men styrningen är ändå uttalat aktieägarorienterad. Samtidigt har Sverige historiskt haft en stark minoritetslagstiftning som säkerställt att huvudaktieägaren inte missgynnar minoriteten.

Den svenska modellen för ägarstyrning uppvisar många likheter med den i Finland och Norge, även om det finns skillnader. I Finland utgörs valberedningen, precis som i den angloamerikanska modellen och intressentmodellen, av en nomineringskommitté med styrelseledamöter som tar fram förslag. I Norge, som är det enda land som kopierat den svenska modellen med externa valberedningar, har de största aktieägarna ett mer begränsat inflytande.⁴

Svårt att ändra bolagsstyrningssystem

Socioekonomer beskriver varje lands bolagsstyrningsmodell som en del av en historisk, kulturell, social och institutionell miljö. Aktörers handlande styrs av tidigare erfarenheter och är därför spårberoende. Det gäller givetvis styrelseledamöter också. Institutionella skillnader kan vara en källa till konkurrens mellan länder och företag. Det finns dock inget perfekt system – alla har sina fördelar och nackdelar.⁵

I studier från Japan gjorda av Masahiko Aoki, med bred bakgrund som forskare på olika system för bolagsstyrning, kopplas japanernas effektiva och högkvalitativa tillverkningsindustri tydligt samman med japansk bolagsstyrning.⁶ Där har de japanska bankerna haft rollen som husbanker och med hjälp av korsägande skött övervakning av bolagssektorn och stått som garant för de anställdas utlovade livstidsanställningar genom att dels skydda anställda och chefer från aktieägarnas (kortsiktiga) krav, dels agera som disciplinerande kraft mot båda grupperna i händelse av ett dåligt resultat.

Institutionsforskarna Ruth Aguilera och Gregory Jackson använder sig av en ”aktörcentrerad” institutionell modell för att förklara hur bolagsstyrningsmodeller skiljer sig åt mellan länder.⁷ Här delas bolagsstyrningsmekanismer upp i tre kategorier – kapital, företagsledning och anställda – där flera aktörskategorier samverkar på olika sätt och bildar

ett sammanhållet system. De tre kategorierna finns inte med i den anglo-amerikanska agentteorin och som en konsekvens av detta har teorin svårt att beskriva hur bolagsstyrningssystem är integrerade delar av olika institutionella miljöer. För att förstå detta måste ett lands reglering av äganderätten beaktas, liksom det finansiella systemet och kapitalbildningen. Även fackföreningarnas roll, skolsystemet och karriärvägar för den välutbildade eliten måste beaktas. Någon harmonisering blir då inte möjlig hävdar Aguilera och Jackson. I stället blir resultatet olika former av bolagsstyrningsmodeller som koalitioner av makteliter inom respektive land anpassar sig till.

Aguilera och Jackson uppmärksammar att varken aktörer eller deras mål kan ses som givna; de existerar i ett sammanhang där de är beroende av den roll de kommit att spela i samhället liksom av utformningen av lagar och regler. Konceptet reglerade fält (*regulatory space*) har växt fram för att man ska kunna förstå mekanismen bakom amerikanernas benägenhet att reglera mycket (eftersom staten ses som den svaga parten) – då i kontrast till de europeiska regleringarna som bygger på förhandlingar mellan olika intressentgrupper.⁸

Den amerikanske sociologen W. Richard Scott använder denna idé om reglerade fält för att utveckla ett ramverk för hur bolagsstyrningssystem förändras.⁹ Scott tittar bland annat på hur mellanhänder eller grindvakter (*gatekeepers*) regleras och fungerar. Det gäller exempelvis revisorer, kreditanalytiker och finansanalytiker. Synsättet underlättar förståelsen av hur EU:s regelverk på bolagsstyrningsområdet utformats och hur uppköpsmarknaden vuxit fram i spåren av aktörer som varit engagerade i förhandlingar, lobbying och andra former av påverkan. De stora företagen verkar ha varit speciellt väl skickade att påverka dessa regleringsprocesser, inklusive utformningen av EU:s självreglering på bolagsstyrningsområdet. Att göra rätt avvägning mellan lagstiftning och självreglering har varit en viktig pusselbit i forandet av EU:s inre marknad och förklarar mycket av svårigheterna med att harmonisera olika kapitalistiska system i Europa.

Ett institutionellt synsätt utgår ifrån att aktörer och deras handlingar inte är givna utan påverkas av den position de har i samhället. Institutionella förändringar kan då få oförutsedda effekter.¹⁰ Det har betydelse för

hur exempelvis uppköpsregler eller bolagsstyrningsmodeller fungerar när de importeras från ett land till ett annat. Det här har sociologerna Neil Fligstein och Jennifer Choo tagit fasta på när de skriver:

Importen av ett annat lands institutionella system för bolagsstyrning kommer inte att fungera om inte landets bolagsstyrningsmodell importeras i sin helhet eller om den valda mekanismen fungerar speciellt bra i det nya samhällssystemet.¹¹

En motsatt uppfattning förs fram av Mark Roe, förespråkare för det anglo-amerikanska aktieägaridealet, som hävdar att olikheterna i exempelvis ägarkoncentration i Europa främst kan förklaras av politiska beslut.¹² Följaktligen skulle ett skifte i Europa mot mer marknadsliberala kapitalmarknader skapa ett tryck i riktning mot spritt ägande och pressa normsättare att ta fram inhemska regler som stöttar detta. Det skulle tvinga europeiska politiker att väga för- och nackdelar med sina redan etablerade system.

Ägarmiljön som institution

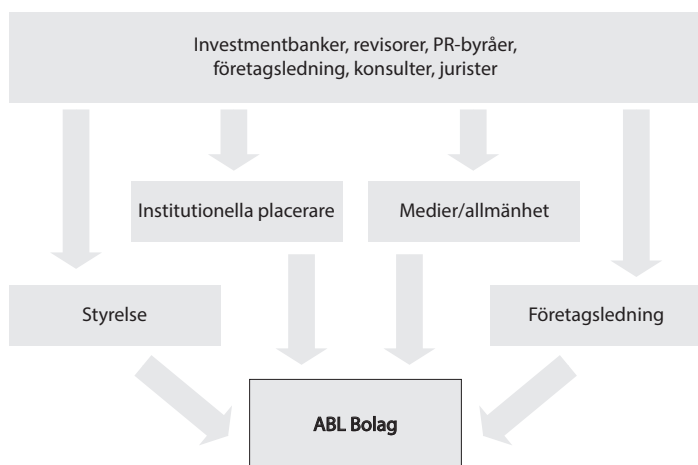
Inom ramen för institutionell teori har det uppmärksamats att ekonomiska system både utvecklas över tiden och påverkas av nya aktörer och institutioner samt att dessa kontinuerligt interagerar med varandra. Denna tanke utvecklas av bland andra forskarna Peter Alexis Gourevitch och James Shinn, som inspirerats av hur politiska system fungerar och uppmärksammar att det finns institutionella investerare på den amerikanska aktiemarknaden som har lierat sig med anställda för att försöka tvinga fram ett förändrat beteende hos företagsledning och styrelse i en del bolag.¹³

Evgeni Bebchuk och Rudin Hamdani, med bakgrund i finansiell ekonomi, pekar på faran med att använda standardiserade modeller för att utvärdera kvaliteten på ett nationellt bolagsstyrningssystem.¹⁴ Det har nämligen visat sig att de flesta forskare studerat bolag med spritt ägande, i linje med Berle och Means¹⁵ och den angloamerikanska aktieägarmodellen. Bebchuk och Hamdani uppmärksammar att det finns inslag av spritt

ägande såväl som kontrolläggande på samtliga nationella kapitalmarknader.¹⁶ Därför bör krav på och utveckling av god sed göras på olika sätt i de två ägarmiljöerna där båda styrmodellerna tillåts utvecklas parallellt.

Många akademiker har ryckt ut till försvar för exempelvis differentierad rösträtt, något som EU tidvis kämpat för att få bort. Det viktiga är då att se kontrolläggande via röststarka aktier som en styrmekanism för att skapa värde, antingen genom övervakning eller via en intressegemenskap mellan aktieägare och företagsledning. En stor aktieägare kan då bli lika effektiv som vilken annan bolagsstyrningsmekanism som helst. Både produktmarknader och arbetsmarknader kan fungera som disciplinerande på företagsledare.¹⁷ Lika viktigt är det att förstå vilken roll som olika aktörer fått i samband med fientliga bud på en marknad med finanskapitalistiska system. Hit hör mellanhänder som investmentbanker, revisorer och finansanalytiker men även journalister.¹⁸ Utfallet av fientliga bud pekar då bort från något slags idé om en marknad med rationella aktörer i riktning mot en ”informell bolagsstyrningshierarki” (figur 3.2).

Figur 3.2. Finanskapitalismens informella bolagsstyrningshierarki.



Källa: Kallifatides m.fl. (2010).

Under 1990-talet och fram till 2005 pågick ett arbete på flera håll runt om i världen med att ta fram bolagsstyrningskoder enligt den brittiska modellen för självreglering, där aktörer på kapitalmarknaden frivilligt förväntades åta sig att följa en rad uppsatta regler. Avvikelser ifrån normerna måste då förklaras enligt principen ”följ eller förklara”. Respektive nationell kod för bolagsstyrning beskriver förväntningar på hur ledamöter och organ bör fullgöra sina uppdrag. Eftersom det är frågan om rekommendationer kan den praktiska tillämpningen variera, men koderna ger ändå något slags fingervisning om vad som räknas som god sed bland börsbolag.

Sammanfattning

På 2000-talets kapitalmarknader har styrmodellen med aktieägarorientering dominerat. En aktieägarorientering är samtidigt en förutsättning för att det ska kunna uppstå en marknad för fientliga bud. Möjligheten att överlåta äganderätten över företaget är en grundförutsättning för fientliga bud över nationsgränserna. Marknaden för ägarkontroll är dock inte enhetlig. Det finns en rad nationella skillnader, bland annat som en följd av att bolagsrätten skiljer sig åt mellan länderna. Bland de avgörande skillnaderna märks själva syftet med bolagen liksom vem som exempelvis har till uppgift att till- och avsätta styrelsen. Marknadsliberala länder som USA och Storbritannien har valt olika modeller, där USA förlitat sig på lagstiftning och Storbritannien på självreglering. I Tyskland ses bolaget i stället som ett samhällsintresse.

Institutionella forskare pekar samtidigt på att det finns för- och nackdelar med alla system och att institutionella skillnader i sig kan vara en källa till konkurrens. Svensk bolagsstyrning utgår mycket mer än i andra länder från ägarnas intentioner. Det har därför särskilt stor betydelse hur ägarfunktionen utövas i svenska börsbolag. Den är utformad för att fungera med kontrollägare, som har en tydlig värdeskapande och uthållig investeringsfilosofi. I nästa kapitel beskrivs det andra centrala begreppet i denna bok: finanskapitalism. Där beskrivs också de institutionella investerna och deras förutsättningar att agera ägare på den svenska aktiemarknaden.

Kapitel 4

Finanskapitalism med pensions- och fondsparande

1970- och 1980-talens liberalisering av kapitalmarknaderna utgör den andra orsaken till uppkomsten av en internationell marknad för företagskontroll. Liberaliseringen gjorde det möjligt för investerare världen över att fritt placera sitt kapital i olika bolag på olika marknader. Den sammanföll med en allmän önskan från västvärldens demokratier att stärka välfärdsystemen med breda lösningar för pensions- och fondsparande. Sammantaget ledde detta till framväxten av *finanskapitalismen*.

Här kommer finanskapitalismen att beskrivas som ett system och ett uttryck för en tidsanda. Kapitlet beskriver de finasteorier som ligger till grund för framväxten av de globala kapitalmarknaderna. Dessutom beskrivs den finanskapitalistiska miljön som en social process där möjligheten att placera fritt på kapitalmarknaderna också påverkat människors beteende på olika sätt.

De moderna institutionella investerarna har kommit att spela en central roll i finanskapitalismen och den beskrivs i detta kapitel. Denna investerargrupp påverkas av en kombination av idéer kring vad som utgör en bra kapitalförvaltning och olika regelverk som sammantaget styrt dem att placera i aktier som är likvida och enkla att omsätta. Beteendet är präglad av kortsiktighet. Kapitlet mynnar ut i en beskrivning av hur detta begränsar institutionella placerares förmåga att engagera sig i bolagsstyrningen, ta långsiktigt ansvar och därmed bidra till bolagens värdeskapande.

Finanskapitalismen

Finanskapitalism beskrivs ofta som ett system eller en epok, där avreglerade kapitalmarknader fick finanssektorn och de stora bankerna att växa och utgöra en allt större del av ekonomin. Den kan ses som en del av en *social process*. Som sådan ser den även till inflytandet som kapitalägare och investerare har på den politiska processen och ekonomiska politiken. Vi får helt enkelt en värdepapperisering – *finansialisering* – av samhället.¹ Här kommer den finanskapitalistiska miljön att beskrivas utifrån den betydelse den haft för bolagens kapitalförsörjning och den inverkan den haft på institutionella investerares placeringsbeslut i enskilda bolag.

Kring finanskapitalismen har det vuxit fram ett nytt teorifält, *corporate finance*, med forskning om bolagens fördelning av eget kapital och skulder mellan olika tillgångar för att på bästa sätt finansiera verksamheten. Det enklaste sättet att beskriva finanskapitalismen är att utgå från tre teorier som tillsammans skapat ett eget forskningsområde: *finansiell ekonomi*.

Nationalekonomerna Merton Miller och Franco Modigliani publicerade 1958 teorin om att ett bolags kapitalstruktur inte har någon betydelse för bolagets värde. Det innebär att en företagsledning själv kan välja mellan lån och eget kapital i samband med investeringar. ”*MM-teorin*” bygger på ett antal orealistiska antaganden, som att det inte finns några kostnader för konkurs, inga skatter, inga informationshinder, att aktiekurser speglar bolagets värde samt att det inte finns några agentkostnader. Poängen är inte att den perfekta världen inte finns utan att företagsledningen genom att förhålla sig till de olika antagandena kan beräkna rätt fördelning av olika finansieringsformer. Dessutom kan det kapital som blir över betalas tillbaka till externa investerare (aktieägare eller långivare) som i stället kan placera pengarna i andra, mer värdeskapande investeringar.

Den andra teorin är *portföljteorin* som menar att en investerare enkelt kan minska risken i sin portfölj genom att placera i en kombination av finansinstrument som inte rör sig på samma sätt, exempelvis olika tillgångsklasser eller aktier i bolag i olika branscher. Genom att sprida risken på flera olika aktier kan en investerare själv välja risknivå på marknaden,

jämfört med något slags index, exempelvis Nasdaq OMX Nordic 40 eller MSCI Large Cap. Det talas om att marknadsrisken (på finansspråk *beta*) diversifieras bort så att förvaltaren i stället kan koncentrera sig på att hitta den företagsspecifika risken (dito *alfa*) som utifrån portföljens valda risknivå förväntas slå index och därmed generera en högre avkastning. I en väldiversifierad portfölj har beta-risken försvunnit, sålunda står alfa för all risk. Idéerna som är hämtade från Harry Markowitz (1959) har förfinats av andra finansekonomer och matematiker och styr idag hela kapitalförvaltningsbranschen.

De två ovanstående teorierna om företagets kapital och portföljförvaltning ramas in av en tredje teori, den *effektiva kapitalmarknadshypotesen* (*efficient market hypothesis*) som bland annat utvecklats av nationalekonomen Eugene Fama (1970). Den har styrt hur västvärldens pensions- och fondindustri kommit att fungera och stöttat framväxten av en globalt aktiv investmentbanksbransch.

Den effektiva kapitalmarknadshypotesen bygger på orealistiska antaganden att all tillgänglig information återspeglas i marknadspriset på en aktie. För att teorin ska fungera utgår den från att investerare är *rationellt nyttomaximerande* och därför värderar aktier utifrån rationella antaganden. För den händelse investerare inte agerar rationellt kommer tillfälliga felprissättningar att ta ut varandra, varefter aktiens pris snabbt återgår till sitt ”korrekta” värde. Om alla investerare agerar ologiskt på samma sätt kommer arbitragörer att träda in och ställa allt i ordning igen.

Hypotesen beskriver en situation där en portföljförvaltare, som har kontroll över sitt risktagande över tid, aldrig kan slå marknaden. Den har kommit att utgöra grunden för framväxten av olika index som institutionella investerare och förvaltare kan jämföra sina investeringsbeslut med eller följa helt och hållet, som olika indexfonder gör. Fama talade om tre nivåer av effektivitet där aktiemarknaden beskrevs som effektiv i semistark och svag form – men inte i den starkaste formen där alla känner till all information och det inte finns några insiders.

Under en period såg den här öppenheten för extern kapitalanskaffning, tilliten till idén om effektivt fungerande kapitalmarknader och

fokus på likviditet (som gav sänkta kapitalkostnader) ut att möjliggöra en ur historiskt perspektiv unikt hög tillväxt och produktivitetsutveckling. Framför allt medförde det positiva effekter i form av välfärdslyft för en stor del av befolkningen i den mindre utvecklade delen av världen.

Kritik mot finanskapitalismen

Finanskapitalismen med sin avreglerade kapitalmarknad har som system visat sig ha flera svagheter. I en stor del av västvärlden har tillväxten uteblivit, trots hög produktivitetsutveckling. Perioder av högkonjunktur har åter följts av krascher på kapitalmarknaderna.² Finanskrisen 2008 visar hur tillväxten under 2000-talets första decennium var starkt lånedriven med prisnivåer som drevs upp genom låga räntor, och till slut sprack prisbubblan – likt ett pyramidspel. Banker gick omkull, näringslivet fick svårt att växa och allmänheten fick ta kostnaderna. Finansteorins främsta byggsten – den effektiva kapitalmarknadsteorin – fungerade helt enkelt inte.

Kritiska röster hördes redan under 1970-talet och gav upphov till ännu ett teorifält – *behavioral finance* – som tog in både psykologi och sociologi i finansmodellerna.³ Hit hör studier kring grupptänkande, känslor, ”följa John”, kunskapsteori och så vidare. Fältet bygger på Herbert Simons idéer från 1950-talet kring beslutsfattande (som beskrevs i det inledande kapitlet). I Simons teori fattas exempelvis beslut utifrån tillgänglig information snarare än perfekt information. Finansekonomen Andrei Shleifer (2000) pekade på att investerarnas riskbenägenhet kan avvika ganska ordentligt från klassisk rationalitetsteori.

Det går att på ett mer allmänt plan ifrågasätta finanslitteraturens antagande att alla investerare är rationellt vinstmaximerande, enligt den effektiva kapitalmarknadshypotesen.⁴ I stället påverkas olika investerarkategorier av den roll de spelar: en bank, ett familjeföretag, en private equity-investerare, en statlig investeringsfond eller en vanlig pensions- och aktiefond. Därtill finns variationer inom de olika grupperna.

Andra forskare kopplar samman finansteorier med 1900-talets återkommande aktiebubblor och börskrascher.⁵ Det påpekas att matematiken

bakom den effektiva kapitalmarknadshypotesen inte klarar av att räkna ut den verkliga kostnaden för ett utfall som är osannolikt, men ändå kan komma att inträffa, exempelvis när banker plötsligt inte får tillgång till likviditet på den internationella kapitalmarknaden. Den effektiva marknadshypotesen utpekade ofta som bidragande orsak till finanskrisen 2008.⁶ Trots detta har den effektiva marknadshypotesen fortsatt att fungera som utgångspunkt för aktörers finansiella agerande.

Institutionella investerares roll

Institutionella placerare är inget nytt. Många svenska stiftelser och investmentbolag har funnits i decennier, flertalet kom till i början av 1900-talet. Namnen är välbekanta: Investor, Industrivärden, Ratos, SEB-stiftelserna, Dunker-stiftelserna, Handelsbankens olika forsknings- och pensionsstiftelser, Wallenbergstiftelserna.⁷ Sedan 1980-talet har gruppen institutionella investerare utökats med hedgefonder, pensionsfonder, aktiefonder och olika former av statligt ägande. Gemensamt för dessa är att de agerar som mellanhänder – intermediärer – på uppdrag av en ägare som kan vara en stiftelse, stat, kommun, sparare i en aktiefond, nuvarande eller blivande sparare i ett pensionsbolag. Riskkapitalbranschen med sina private equity-bolag ingår också i gruppen moderna institutionella investerare, men de agerar i regel utanför börsen.

De här nya institutionella investerarna har som grupp fått en dominerande roll på de globala kapitalmarknaderna. I Storbritannien stod privatpersoner för över 60 procent av aktieägandet fram till slutet av 1950-talet medan institutionella investerare stod för 20 procent av aktieägandet. Under 1980-talet blev förhållandet det omvända.⁸ I USA har utvecklingen gått i samma riktning, även om processen påbörjades senare. I 1950-talets USA ägde privatpersoner fortfarande 90 procent av börsaktierna. År 2004 var andelen nere på 25 procent.⁹

Trenden med institutionella investerare har även varit stark i Europa. År 2005 ägde utländska aktieägare – i huvudsak institutionella placerare – 33 procent av alla aktier i Europa, pensionsbolagen ägde 24 procent, hushållen 15 och icke-finansiella institutioner 16 procent.¹⁰ I Sverige har

skiftet varit ännu tydligare. Enligt statistik från SCB (2013) äger de svenska hushållen bara drygt 10 procent av aktierna på Stockholmsbörsen, jämfört med 25 procent 1985 och över 50 procent på 1950-talet. Utländska investerare och svenska pensions- och aktiefonder äger idag närmare 70 procent av Stockholmsbörsen.

Uppdraget att förvalta andras pengar

Precis som bolagsstyrningen brottas med hur ansvar och skyldigheter ska fördelas i intressent- respektive aktieägarmodellen, brottas stiftelser, pensionsfonder, aktiefonder och de svenska AP-fonderna med hur deras uppdrag ska beskrivas och följas upp. På engelska talas det om *fiduciary duty* där en mellanhand i form av en anställd tjänsteman eller styrelseledamot har fått förtroendet att agera för någon annans räkning, exempelvis en andelsägare i en fond eller en aktieägare. På svenska motsvaras det närmast av begreppet förtroendeuppdrag. Vad som exakt ingår i uppdraget varierar mellan olika länder. Det finns övergripande regler som påverkar kapitalförvaltningen som berör ansvar och skyldighet som gäller mer eller mindre för alla aktörer i branschen. Det finns regler som speglar finasteorin om portföljförvaltning och regler som grundar sig i politiska hänsyn.

Reglerna som tjänstemännen – ledamöterna i styrelsen såväl som förvaltarna – måste följa är både kvantitativa och kvalitativa. *Kvantitativa regler* finns i placeringsdirektiv som styr fördelningen mellan olika tillgångsklasser, länder eller exponering i enskilda bolag. Utformningen påverkas bland annat av regler som säkerställer att pensionsfonderna följer sina förpliktelser att betala ut framtida pensioner.

Kvalitativa regler tar sin utgångspunkt i förtroendeuppdraget. Under 2000-talet har de flesta länder börjat tillämpa kvalitativa principbaserade så kallade *aktsamhetsregler* för pensionsfonders placeringsverksamhet. Här ingår principer för sundhet, försiktighet och ansvarstagande. Enligt OECD:s definition kan en person se sig själv som aktsam (*prudent*) om följande är uppfyllt, som det beskrivs av Russell Galer:

... a fiduciary must discharge his or her duties with the care, skill, prudence, and diligence that a prudent person acting in a like capacity would use in the conduct of an enterprise of like character and aims.¹¹

Inom EU blev aktsamhetsprincipen via tjänstepensionsdirektivet¹², som blev svensk lag 2006, del av medlemsländernas regelverk för tjänstepensionsinstitut. Sverige har dock valt att inte följa detta fullt ut. Exempelvis finns en del kvantitativa restriktioner kvar kring försäkringsbolagen. I AP-fondernas regelverk återfinns inte aktsamhetsprinciper över huvud taget; i stället stöder sig lagstiftningen helt på kvantitativa regler. Det uppmärksammas bland annat i AP-fondsutredningen 2012, beställd av regeringen, där kommittén förespråkar en övergång till aktsamhetsregler även för AP-fonderna.¹³

Oavsett om fokus varit på kvantitativa eller kvalitativa regler har riskspridning alltsedan 1970-talet förknippats med ”aktsamhet”. Det följer av en tydlig finansiell logik utvecklad genom den ovan beskrivna moderna portföljteorin. För att uppnå riskspridningen utgår förvaltarna från matematiska modeller som ofta beräknats med hjälp av komplicerade datasimuleringar. Dessa brukar gå under samlingsnamnet ALM-studier (*Asset-Liability Management*). Det har inte bara resulterat i att institutionerna gör avvägningar mellan olika tillgångsklasser utan också att många institutionella placerare har många aktier i portföljen, ofta över hundra olika placeringar och små andelar i varje enskilt bolag. Den här riskspridningen har visat sig ha vissa begränsningar som synliggjorts i spåren av finanskrisen 2008.¹⁴

1. Riskspridningen utgår från att marknadens aktörer agerar rationellt och att felprissättningar korrigeras. Efter finanskrisen vet vi att så inte är fallet.
2. Många institutionella investerare följer index snarare än bolag och saknar långsiktighet i sin ägarstyrning. Det beror på det sätt som förvaltarna utvärderas, vilket begränsar deras förmåga att sköta bolagens långsiktiga utveckling.

3. Om alla följer index, och investerar på samma sätt, får vi tillgångsbubblor som till slut spricker, med stora kostnader för samhällsekonomin som följd.

Den här förvaltningsmodellen har gjort institutionella investerare mer intresserade av likviditet, det vill säga möjligheten att köpa och sälja aktier och att styra på aktieägarvärde eftersom de därigenom kan styra på distans genom att fokusera på återköpsprogram, uppdelningar, skuldnivåer och utdelning, snarare än att arbeta med aktiv förvaltning som kräver ett ägarengagemang – oavsett om beslutet är att köpa, sälja eller rösta på stämman. Framför allt när det gäller aktiefonder har detta bidragit till en lätttrörlig investeringsstil. Dessutom har det många gånger lett till fokus på kostnader, där aktiv förvaltning kostar mer än passiv i närtid medan eventuellt mervärde kommer först på sikt. Det kortsiktiga beteendet förstärks av att kapitalförvaltarna löpande är utsatta för konkurrens där förmåga att slå ett specifikt jämförelseindex leder till inflöde av kapital och ett misslyckande leder till utflöde.

Sammantaget sätter det här ljuset på innebörden av det faktiska uppdrag som många institutionella investerare har, nämligen att vara agenter och representanter för tillgångarnas slutliga ägare – framtida och nuvarande pensionärer eller sparare i allmänhet. Företagsekonomerna James Hawley och Andrew Williams, från Saint Mary's College i USA, talar om framväxten av *fiduciary capitalism*, vilket på svenska borde översättas som *ställföreträdare- eller förtroendemannakapitalism*, via pensions- och aktiefonder, där hedgefonder såväl som private equity-bolag i regel får sitt kapital från samma ursprungskällor.¹⁵ Ofta används inom den svenska ekonomijournalistiken ordet fondkapitalism eller det mer värdeladdade begreppet det ansiktslösa kapitalet.

Att sprida risker och ha ett sunt och aktsamt beteende med hänsyn till förmånstagarens intresse är betydelsefullt när de här institutionella investerarna ska agera utifrån en långsiktig placeringshorisont. Hawley och Williams pekar bland annat ut två problem när det gäller bolagsstyrning: Hur ska samhället förhålla sig till institutionella investerare som äger aktier i vartenda bolag i en hel bransch där fördelar för ett bolag innebär en

nackdel för ett annat? Hur ska kostnaderna för negativa externa effekter, som klimatpåverkan, fördelas mellan olika bolag och ägargrupper?

Ekonomerna Bernard S. Black¹⁶ och Roberta Romano¹⁷ uppmärksammar var för sig att det kan uppstå konflikter om pensionsbolag äger aktier i bolag från vilka de samtidigt tilldelats mandat att förvalta pensionskapital. Detsamma gäller pensionsfonder som har kopplingar till fackföreningar och anställda. Problematiken känns igen från de partsammansatta pensionsfonderna i Sverige i regi av Alecta och AMF, liksom i det folkrörelsestyrda Folksam.

Kortsiktighet som begrepp

Kortsiktighet (*short-termism*) kan beskrivas som ett *beteende* som involverar situationer där bolagets intressenter – investerare, företagsledning, styrelseledamöter och revisorer – föredrar investeringsstrategier som, givet samma riskprofil, är mindre värdeskapande men återbetalas på kortare sikt jämfört med investeringsbeslut som skulle kunna skapa ett lika högt eller högre värde längre fram i tiden.

De institutionella ekonomerna Gregory Jackson och Anastasia Petraki¹⁸ beskriver investeringsbeslutet som en *social process* utan koppling till någon faktisk risknivå, fränsett att snabb återbetalning betingar ett högre *upplevt* värde än senare återbetalning. För mycket fokus på kortsiktighet påverkar därmed bolagsstyrning negativt så till vida att även långsiktighet är en förutsättning för att bolagets resurser ska kunna styras mot hållbart värdeskapande. Avvägningen mellan kortsiktighet och långsiktighet har också betydelse för aktörers beteende på marknaden för företagskontroll. Regelverk såväl som skilda placeringshorisonter gör att de av olika skäl säljer aktier i samband med bud utan att reflektera över hur det kan påverka bolagets framtid.

I teorier om effektiva kapitalmarknader görs det inte någon skillnad mellan beslut som fattas med kortsiktighet eller långsiktighet för ögonen eller i vilken grad olika regler slår igenom. Finansiella ekonomer med fokus på effektiva marknadsteorier har i sina modeller utgått från att aktiekurser i längden inte kan avvika från sitt verkliga värde, vilket

säkerställs av en tillräcklig mängd mer eller mindre rationella investerare och beslutsfattare, där ekonomerna helt enkelt utgått från att portföljförvaltare antingen vet vad de håller på med eller kan förlita sig på att övriga aktörer vet det. Jurister har resonerat i liknande banor när de stöder sig på lagstiftning och aktiebolagets evighetsperspektiv för att förstå olika bolagsstyrningsmekanismer.

Kortsiktighet kan även relateras till omsättningshastigheten i institutionella investerares aktieportföljer. Det är en global företeelse att omsättningshastigheten på aktier stigit kraftigt de senaste åren – på New York-börsen från 7 år i genomsnitt under 1970-talet till 7–9 månader i dagsläget.¹⁹ Även om en del av förklaringen är den datorstyrda handel som introducerades efter millennieskiftet, är trenden mot kortare innehavstider tydlig. Statistik visar att en genomsnittlig aktiefond 1975 behöll sina aktier i 3 år. Under 2009 behöll en vanlig aktiefond sina aktier i genomsnitt i 10,6 månader. Statistik från Stockholmsbörsen saknas men det är rimligt att tro att bilden är likartad. John Coffee beskriver i *Gatekeepers* hur kortsiktigt beteende understöds av mellanhänder som aktieanalytiker, kreditinstitut, revisorer, investmentbanker och medier.²⁰ För att få bukt med kortsiktighet bland institutionella investerare måste därför själva beteendet som leder till det kortsiktiga beslutsfattandet åtgärdas.

Kortsiktighet och bolagsstyrning

Forskare har under 2000-talets inledning gjort ett flertal studier för att kartlägga effekten av kortsiktighet. Redovisningsekonomen John Graham, Campbell Harvey och Shiva Rajgopal beskriver hur 401 finanschefer valde att förkasta investeringspropåer om kostnaden för investeringen skulle påverka marknadens vinstförväntningar för nästkommande kvartal negativt.²¹ Av de tillfrågade valde 75 procent att ge upp en värdeskapande aktivitet för att i stället säkerställa en jämn resultatutveckling på kvartalsbasis. En nyligen genomförd studie av 250 brittiska beslutsfattare, gjord av revisionsbyrån PricewaterhouseCoopers, ger liknande resultat.

Två ekonomer på den brittiska centralbanken, Richard Davies och Andrew Haldane, har räknat fram att aktiemarknaden löpande felprissät-

ter investeringar med mellan fem och tio procent per år, och att exempelvis investeringstunga branscher är mer drabbade än andra.²² Davies och Haldane beskriver det här som att aktiemarknaden lider av närsynthet, *myopia*, där blicken måste korrigeras på samma sätt som den mänskliga blicken skärps med hjälp av glasögon eller operation. Hit hör bättre genomlysning, regler som ställer krav på tydligare samstämmighet mellan det långsiktiga intresset hos sparare och kapitalförvaltares placeringsfilosofi, fler långsiktiga ersättningssystem till chefer och kapitalförvaltare samt skatter och subventioner som gynnar långsiktighet hos privata placerare.

Andra studier pekar på att vanliga kassaflödesmodeller som diskonterar framtida vinster både överskattar siffror i närtid och underskattar risker och möjligheter längre fram i tiden. Exempelvis har de här modellerna svårt att räkna fram värdet av bolagens arbete med hållbarhet i enlighet med olika så kallade ESG-faktorer (*environmental, social, governance*).²³ Kortsiktigheten kan också mätas som högre risktagande. Studier av bolag med en större andel institutionella investerare pekar på att dessa bolag driver verksamheten med högre skuldsättning. Det möjliggör högre avkastning på eget kapital, men samtidigt stiger risken för misslyckande i själva rörelsen.²⁴

Andra argumenterar för att pensionsförvaltarens uppdrag behöver utvecklas i det rådande kortsiktiga investeringsklimatet. Frank Jan De Graaf och Keith L. Johnson beskriver kapitalförvaltningen som en värdekedja med flera delmoment som involverar olika aktörsgrupper med delvis olika målsättningar, vilket ger upphov till agentkostnader (tabell 4.1).²⁵ Agentkonflikten förstås mot bakgrund av att förmånstagaren ska ha en avkastning på 30 års sikt, förtroendepersonerna i styrelsen är valda för 6–8 år, förvaltarena premieras på årsbasis och företagsledningen i det enskilda bolaget utvärderas på den vinst som levereras varje kvartal. Samtliga har olika tolkningar av sitt uppdrag, sina personliga mål och sin investeringshorisont.

I Sverige har Thomas Franzén, tidigare förste vice riksbankschef och chef för Riksgälden, i artiklar och föredrag lyft fram att företagens avkastningsmål på 15–20 procent speglar ett kortsiktigt följa John-beteende, som tvingar företagsstyrelser att titta mer på konkurrenternas mål och

Tabell 4.1. Intressenter i pensionsfondsbranschen i konflikten mellan olika aktörer.

Intressent	Horisont	Agentproblem	Allmän beskrivning
Förmånstagare	30+ år	Ofta begränsat inflytande över inbetalningar eller placeringar.	Är antingen oengagerad eller okunnig, vilket gör det svårt att byta institut. Leder till misstro när det uppstår finansiella problem.
Ledamot i pensionsfondens styrelse	4–6 år	Ofta från fackligt eller statligt håll. De är där en begränsad period och saknar bakgrund från finansbranschen.	Saknar ofta relevant kompetens, drivs av andra motiv (som att förhandla löner) och får liten pekuniär ersättning för uppdraget.
Portföljförvaltare	1 år	Arbetar med kort-siktiga bonusmål för kunder som utvärderar resultat över en period av 1–3 år.	Ersätts i relation till förvaltat kapital och utvärderas mot olika index som inte alltid återspeglar spararnas mål.
Vd i bolag som pensionsfonden investerat i	3–12 månader	Känner bara några få tongivande aktiva investerare. I många länder röstar inte pensionsbolagen. Lite samröre.	Känner sig pressad att leverera kvartalsresultat till anonyma investerare. Ersätts med bonus baserad på aktiekursen.

Källa: De Graaf och Johnson (2009).

marknadsaktörernas önskan än vad som är lämpligt för bolagets långsiktiga utveckling. De finansiella mellanhänderna såsom förvaltare och analytiker resonerar på liknande sätt.

Franzén pekar på att det lämpliga avkastningskravet på börsen bara ligger på 8 procent och att företagens finansiella mål ligger skyhögt över vad som kan anses vara en god avkastning på pensionssparandet. Vid en tillväxt på några procentenheter, låg inflation och låg ränta bör avkast-

ningsmålen för företagen ligga väsentligt lägre och därmed ge utrymme för investeringar med sämre avkastning, eftersom alternativa ränteplaceringar ger ännu lägre avkastning. I en sådan effektiv kapitalmarknad finns det större utrymme för långsiktighet, mer industriellt tänkande och välfungerande ägarstyrning. Franzén har mött en hel del kritik, främst från personer på kapitalmarknaden som menar att en enskild aktör varken kan eller bör avvika från vad marknaden kräver.²⁶

Kortsiktighet verkar också spela en roll när institutionella investerare agerar i samband med budstrider, så tillvida att de har en tendens att agera som säljare även då det rör sig om ett fientligt bud.²⁷ Den norske företagsekonomen Mårten Huse hävdar att det är en följd av att aktieägarvärde i finanskapitalismen förvandlats till dominerande ideologi hos styrelser.²⁸ Styrelsen har, som beskrivits tidigare, ett bredare ansvar för flera intressentgrupper som går utöver att enbart fokusera på att skapa (kortsiktigt) aktieägarvärde. På den svenska kapitalmarknaden, där ägarna har ett stort inflytande över styrelsens arbete, slår de institutionella investerarnas portföljmodells rationalitet igenom snabbare än i andra bolagsstyrningsmiljöer.

Sammanfattning

Finanskapitalismen med sina avreglerade kapitalmarknader utgår från den effektiva kapitalmarknadshypotesen, idéer om riskspridning och närvaro av rationella investerare. Den har drivit huvudaktören på den moderna kapitalmarknaden, den institutionella placeraren, att investera i enlighet med modeller för portföljallokering. Både kvantitativa och kvalitativa regler har bidragit till ett fokus på likviditet och indexförvaltning och med det har följt ett kortsiktigt beteende. Graden av påverkan från kortsiktiga investerare på en given aktiemarknad, eller i relation till ett enskilt bolag, beror däremot på hur bolagsstyrningsregimen ser ut på en specifik marknad. Det går att hävda att finanskapitalismen, med sin dominans av institutionella placerare, gett styrelsens uppdrag att arbeta med kontroll och kortsiktig avkastning en framskjuten position medan arbetet med strategi och affärsutveckling hamnat i bakvatten.

Tabell 4.2. Tidsaspekten på bolagsstyrning och hållbart värdeskapande.

Ledningens målsättning		
Aktieägarnas målsättning	Kortsiktig	
	Långsiktig	
	Kortsiktig	Långsiktig
	Långsiktig	
	"Kortsiktighet"	Agentkonflikt; långsiktig ledning pressad av kortsiktiga investerare
	Agentkonflikt; långsiktiga investeringar pressas av kortsiktig oppor- tunism hos ledningen	"Det hållbara företaget"

Den här konflikten kan illustreras med att olika investeringshorisonter och mål från aktieägare och företagsledning möts på fyra olika arenor. Bara i ett avfälten, där långsiktigt aktieägarvärde och långsiktigt värdeskapande sammanfaller, skapas möjlighet till hållbart värdeskapande (tabell 4.2). På aktiemarknader med både stort inslag av institutionella placerare och en tydlig aktieägarinriktning i bolagsstyrningen skadas inte bara bolagens möjlighet att bygga värde. Det har även betydelse för exempelvis en fientlig budstrid där ett lätttröligt institutionellt kapital driver på kortsiktiga lyft i aktiekurser. När aktierna sedan säljs till budgivaren snedvrids utfallet till förmån för bolag som drivs med mer långsiktigt fokuserade ägare. Det är därmed inte givet att en aktieägarinriktad bolagsstyrning alltid är en "överlägsen" katalysator för bolagsstyrning.²⁹ Därmed är vi framme vid det tredje och sista begreppet i teoridelen: marknaden för företagskontroll och fientliga bud.

Kapitel 5

Marknaden för företagskontroll

Idén om en marknad för företagskontroll och regler kring uppköp utgör det tredje begreppet som förklarar vad som egentligen styr utfallet i en internationell fientlig budprocess. Fientliga bud kan ses som ett av de viktigaste instrumenten för bolagsstyrning på en modern kapitalmarknad med institutionella investerare och är intimt förknippade med en aktieägarinriktad bolagsstyrning.

Här beskrivs teorin bakom marknaden för företagskontroll och fientliga bud över nationsgränserna. Skillnaden mellan spritt ägande och kontrolläggande behandlas liksom hur regelverket kring fientliga bud utvecklas för att hantera olika bolagsstyrnings- och ägarmiljöer. Därefter ges en kritisk bild av fientliga bud där finansteorins idéer kring *effektivitet* och aktieägarnas önskemål om hur kapital ska fördelas mellan olika företag ställs mot ett bredare perspektiv där effektivitet mäts utifrån flera intressenters utgångspunkter. Dessutom ställs frågan om det över huvud taget går att skapa en effektiv marknad för företagskontroll.

Fientliga bud i teorin

Ett fientligt bud kan beskrivas som en situation där en aktör lägger ett bud på ett målbolag som saknar stöd hos målbolagets företagsledning och styrelse. Motsatsen är vänligt sinnade bud. Idén om en marknad för företagskontroll – som möjliggör just fientliga bud – har sina rötter i 1960-talets marknadsliberala utveckling i USA och Storbritannien. Ekonomerna brottades då med att hitta en modell som kunde hantera

marknadsekonomins naturliga rörelse mot att slå sönder den fria marknadens konkurrens och skapa monopol.

Amerikanen Henry Manne skrev 1965 en artikel om att fientliga bud kunde underlätta strukturomvandling, begränsa skadeverkningar vid konkurser och även leda till en effektivare fördelning av kapital. Mannes marknad för företagskontroll utgår från en likvid kapitalmarknad. Miljön påminner om hur det ser ut på den amerikanska kapitalmarknaden där bolag finansierar sig på marknaden och ägandet är spritt, så som det beskrivits av de amerikanska ekonomerna Adolf Berle och Gardiner Means.¹ Två kriterier måste vara uppfyllda för att den här uppköpsmarknaden ska fungera:

1. Det finns ett positivt samband mellan företagsledningens arbete och aktiekursen som följer finansteorins logik om en effektiv kapitalmarknad, där rätt aktiepris gäller över tid och blir måttstocken för hur bra företagsledningen är på att utföra sitt uppdrag att skapa värde för aktieägarna.
2. Det finns ett spritt aktieäggande bestående av rationellt nyttomaximerande aktörer som har rätt att sälja till vem som helst om de är missnöjda med styrelsens och företagsledningens arbete.

Men Mannes marknad för fientliga bud bygger även på ett tredje antagande, som avviker från Berle och Means och har stor betydelse för synen på hur kontrollägare ska kompenseras:

3. För Berle och Means är kontroll en tillgång som tillhör bolaget. Enligt Berle och Means tillhör budpremien bolaget att fördelas jämnt mellan olika aktieägare. Manne accepterar i stället situationen där aktieägarna får olika mycket betalt eftersom han tycker det är viktigt att underlätta kontrollägarskifte (med en ny företagsledning), vilket kanske blir för dyrt om alla aktier måste köpas till samma pris.

Dessa tre antaganden har haft stor betydelse för hur uppköpsregler och möjligheten till fientliga bud utvecklats. Det första antagandet gäller själva

fundamentet för likvida kapitalmarknader och Eugene Famas effektiva kapitalmarknadshypotes, som beskrevs i förra kapitlet.² Regelverk som möjliggör genomlysning för att minimera insiderhandel och säkerställa lika behandling av aktieägarna blir då till en förutsättning för att få till stånd en väl fungerande marknad för företagskontroll. Det andra antagandet om spritt aktieäggande utvecklas vidare i linje med Albert Hirschmans bok *Exit, Voice and Loyalty* (1970) som pekar på att en förutsättning för att en effektiv marknad alls ska kunna uppstå är att aktieägarna fritt kan utöva sin rösträtt, kvarstå som passiva investerare eller ”rösta med fötterna” och sälja till vem de vill.

Det tredje antagandet som rör värdet av kontrollmakt skiljer sig från de två första på så sätt att dessa riktar sig mot marknaden och aktörerna medan det tredje antagandet berör själva juridiken bakom aktiebolaget – och dessutom grundläggande äganderätsfrågor. De som stöder sig på Berles och Means uppfattning om kontrollpremie som något som tillfaller samtliga aktieägare på lika villkor, likställer en *rättvis* behandling av aktieägarna med att hela aktieägarkollektivet ska erbjudas *samma* pris vid ett ägarskifte. De som ansluter sig till Mannes tolerans mot olika priser ser mer till värdet av strukturomvandling i sig. För Manne spelar det ingen roll om någon i gruppen tjänar mer än andra så länge utfallet av en affär är bättre för alla, ett resonemang som hör hemma i klassisk pareto-optimalitet. Skillnaden i synsätt hos Means och Berle respektive Manne har haft stor inverkan på hur länder utvecklat olika system för uppköpsregler. Det gäller inte minst i Sverige där kontrolläggande spelar en central roll i bolagsstyrningen. Storbritannien kan sägas ha valt Berle och Means-spåret och infört budplikt så att en ägare som passerat 30 procents kontroll tvingas lägga ett bud på hela bolaget, medan amerikanerna sökt stöd hos Manne och i stället utvecklat ett starkt minoritetsskydd.

Fientliga bud och bolagsstyrning

På 1980-talet kom fientliga bud att ses som en bolagsstyrningsmekanism bland flera, vid sidan av oberoende ledamöter, ersättningsprogram till vd och en uppdelning av rollen som vd och ordförande. De amerikanska

finansekonomerna Michael Jensen och Richard Ruback började då koppla ihop angloamerikansk agentteori med aktieägarnas och företagsledningens intressen, med det fientliga budet som då kunde ses som ett effektivt instrument för att få bort en företagsledning som gjort ett dåligt arbete.³ Teorin om en effektiv marknad för företagskontroll – utifrån spritt ägande – börjar då ses som en marknad där ”bättre” företagsledare vinner över ”sämre”, med det övergripande målet att skapa värde för samhället i stort. Det betyder dessutom att det fientliga budet egentligen aldrig behöver genomföras för att få en positiv effekt på bolagets styrning och utveckling. Om sannolikheten för ett fientligt bud ökar i takt med att företagsledningens arbete försämras, och företagsledningen straffas tillräckligt hårt i samband med kontrollägarskifte, exempelvis genom att förlora jobbet, kommer det att räcka med att det finns ett ”hot” om ett fientligt bud för att få styrelsen och vd att göra sitt bästa för att bibehålla en hög aktiekurs.

Ur agentteorins synvinkel ger en aktiv marknad för företagskontroll, inklusive fientliga bud, aktieägarna tillgång till ett verktyg – nuvarande aktiekurs – för att bättre kunna styra vd:s arbete. Av vissa har det till och med kallats ett tortyrinstrument.⁴ Och omvänt gäller att skyddsmekanismer som hindrar aktieägarna från att utöva inflytande och komplicerar fientliga bud – som överlappande styrelseplatser, giftpiller (där bolaget ger ut nya aktier och spär ut en önskad ägare), kvalificerade majoritetskrav vid samgåenden, A- och B-aktier – bidrar samtliga till att stärka ställningen för en dålig företagsledning eller kontrollägare, sänka aktiekursen, förstöra aktieägarvärde och begränsa möjligheten att effektivt omfördela kapital på aktiemarknaden.⁵

Det här betyder också att en effektiv marknad för företagskontroll knappast uppstår spontant. Snarare är det en produkt av lagar och regler. Hur uppköpsregler fungerar i praktiken blir då beroende av hur den institutionella miljön och bolagsstyrningssystemet ser ut i olika länder.

Spritt aktieägande eller kontrolläggande

Frågan vem som har rätt till budpremien på ett bolag – i linje med den ovan relaterade debatten mellan ekonomerna Manne respektive Berle–

Means – har sysselsatt många forskare. I grunden handlar det om vem som ska ansvara för en god bolagsstyrning och hur den som gör det ska få ersättning för nedlagt arbete.

Styrning och övervakning av ett bolag kan från nationalekonomisk utgångspunkt ses som kollektiva varor. Värdet av nedlagt arbete från några få styrelseledamöter tillfaller hela aktieägarkollektivet. Massan av små och anonyma aktieägare blir fripassagerare (*free-riders*). I ett företag med spritt aktieäggande, som Berle och Means talar om, kan problemet med fripassagerare ofta hanteras genom uppköp, där alla aktieägare får samma pris. Men fripassagerare kan också fungera i motsatt riktning genom att enskilda minoritetsaktieägare avstår från att lämna in aktier. För att få in alla aktier måste en budgivare då höja priset så mycket att det till och med kan bli svårt att räkna hem en affär. Ett för samhället önskvärt uppköp kommer i detta läge inte till stånd.⁶ Spritt aktieäggande leder därmed inte, som man skulle kunna tro, med automatik till en effektiv marknad för företagskontroll. För att nå dit måste trilskande minoriteter tvingas sälja sina aktier, vilket i Sverige sker genom tvångsinlösen efter det att en budgivare kommit över 90 procent av aktierna. Omvänt behövs ett minoritetsskydd och det är exempelvis vanligt att två tredjedels majoritet måste godkänna ett samgående eller en likvidering av ett bolag efter det att en storägare tagit kontrollen över bolaget.

I bolag med kontrollägare, som utövar aktiv styrning, blir frågan i stället om kontrollpremien tillhör bolaget att fördela rättvist mellan aktieägarkollektivet eller om kontrollägaren ska kunna få mer betalt. Kontrakteteorins principal-agent-konflikt blir då i stället en principal–principal-konflikt (som beskrevs i kapitel 2), där frågan är vem av aktieägarna som egentligen är ansvarig för god bolagsstyrning. Manne med sin acceptans för olika priser ger god vägledning. Blicken riktas bort från problematiken med fripassagerare och mot fullt fokus på att maximera ett bolags samlade värde. Detta är klassisk välfärdsekonomi. Så länge som båda parter – minoritets- såväl som kontrollägare – får bra betalt, även om en part får mer betalt än den andra, är det bättre att fullfölja en transaktion än att avstå.⁷ Det här synsättet löser på ett enkelt sätt upp dilemmat med fripassagerare och det blir lättare att acceptera kontrollpremier där en stor

aktieägare får mer betalt än andra. Framför allt blir det lätt för aktieägarna att göra upp sinsemellan utan att involvera styrelse och företagsledning.

I en miljö som är öppen för kontrollägare kan en acceptans av olika priser eller olika rösträtt till och med beskrivas som bra eftersom det ökar aktieägarnas förhandlingsstyrka i samband med bud. Kontrollägare förhandlar då för hela aktieägarkollektivet och kan i kraft av en stor aktiepost både få upp priset för sig själv och för övriga aktieägare. Så har det ofta sett ut historiskt i Sverige.

Kritik mot det fientliga budet

Ekonomerna är inte överens om idén att *fientliga* bud är värdeskapande för samhället som helhet. Det beror alltför mycket på situation. Fientliga bud fungerar olika i miljöer med spritt ägande och kontrolläggande. Det är bara bud som är fientliga gentemot styrelsen och bolagsledningen som har med reellt värdeskapande att göra. I ett bolag med spritt ägande är det exempelvis rimligt att anta att företagsledningen vet betydligt mer om värdet av bolagets tillgångar än kollektivet av anonyma små aktieägare. Budgivaren, som uppmärksammat att det finns ett informationsgap – det vill säga aktiekursen understiger det verkliga värdet på bolagets tillgångar – lägger ett bud som det därefter är styrelsens och företagsledningens ansvar att argumentera emot. Om en styrelse och företagsledning har tillgång till skyddsmekanismer, exempelvis giftpiller (mer om det längre fram) kan bolaget förhandla fram ett högre pris, vilket gynnar samtliga aktieägare. Spelet mellan bolaget och budgivaren blir då mer jämlikt. Med det här resonemanget blir det fientliga budet inte önskvärt i sig utan bara de fientliga bud som bygger på två olika företagsledares uppfattningar om värdet av bolaget.⁸

Ekonomerna Andrei Shleifer och Lawrence Summers är tveksamma till om det verkligen är rätt att använda aktiekursen som enda värdemätare på effektivitetsvinster i samband med förvärv.⁹ Även om det finns sådana dolda effektivitetsvinster menar Shleifer och Summers att det är rimligt att utgå från att merparten av vinsterna från sammanslagningen av två bolag uppstår genom att värden förs över från andra intressenter till aktieägarna.

Hit hör underleverantörer som investerat i en affärsrelation och personal som byggt upp ett kunskapskapital kopplat till det uppköpta bolaget. För Shleifer och Summers speglar budpremien i samband med uppköp främst en omfördelning av värden från andra intressenter till aktieägarna. Sett ur ett längre perspektiv kan det skada det förtroende som behövs mellan olika parter för att bygga bolagsvärden. Även beskattning spelar roll där nuvarande minoritetsaktieägare kan tvingas skatta fram vinster vid en försäljning, vilket inte alltid är önskvärt.

Man kan också fråga sig om fientliga bud är relevanta i en bolagsstyrningsmiljö som den svenska, som förlitar sig på exempelvis A- och B-aktier. Juridikprofessor Ronald J. Gilson uppmärksammar att det svenska kontrollägendet via A- och B-aktier är precis lika effektivt för att minimera agentkostnader för minoritetsaktieägare.¹⁰ Han tar avstånd från La Porta-litteraturens kategorisering av bolagsstyrningsmodeller som antingen stödjande system med spritt ägande eller kontrolläggande. Det finns länder med bra respektive dåliga lagar som karakteriseras av en kontrollaktieägarstruktur. Sverige brukar i de här sammanhangen ofta beskrivas som ett land med bra lagar och gott minoritetsskydd. I Sverige verkar *social kontroll* ha varit fullt tillräckligt för att begränsa missbruk av premier i samband med uppköp, något som en del forskare kopplar till att Sverige är ett litet land (*small world effect*). Statistik pekar också mot att budpremier i Sverige legat på en lägre nivå jämfört med många andra länder.¹¹

Gilson anser egentligen att fientliga bud är en ganska klumpig bolagsstyrningsmekanism. Fientliga bud löser bara en begränsad del av problemen med bolagsstyrning. Det fungerar bra för att bryta upp ineffektiva konglomerat där kunskapsbehovet hos en extern aktör inte är så högt men räcker knappast för att utveckla en enskild verksamhet med problem där det finns behov av specifik företagskännedom som inte är tillgänglig för en utomstående. Höga budpremier gör därtill att ett fientligt bud bara går att räkna hem i ett fåtal fall.

En institutionell syn på fientliga bud

Marknadsekonomier som Japan, Frankrike, Tyskland, Storbritannien och USA visar alla upp olika uppköpsmarknader. Koordinerade marknads-ekonomier som Japan, Frankrike och Tyskland har ett större inslag av välorganiserade uppköp, medan liberala marknadsekonomier som Storbritannien och USA uppvisar ett större inslag av fientliga bud med tuffa förhandlingar mellan olika marknadsaktörer.¹² Skapandet av en marknad för företagskontroll handlar då mindre om hur bolagsstyrningsmodeller ska harmoniseras och mer om att förstå med vilken kraft importerade regler förändrar en lokal miljö. Förståelse för hur historiska krafter, kulturella skillnader såväl som ekonomiska förutsättningar påverkar förändringar i olika länder kan användas för att tolka effekten av lagar och regler som driver på en effektiv marknad för företagskontroll och som öppnar för fientliga bud över nationsgränserna.

Gregory Jackson och Anastasia Petraki studerade 538 fientliga uppköpsförsök i USA, Storbritannien, Frankrike, Tyskland och Japan.¹³ Studien visar att även om en del av de bolag som blev utsatta för fientliga bud var i dåligt skick så var detta inte alls vanligt. I stället verkade det finnas institutionella snarare än agentteoretiska förklaringar till att vissa bolag blev utsatta för fientliga bud. De bolag som blev föremål för fientliga bud över nationsgränserna verkade främst vara sådana som *det gick* att lägga fientliga bud på. Effekten blir att det finns ett inslag av regelarbitrage på den globala uppköpsmarknaden, något som beskrivs i Markus Kalifatides, Sophie Nachemson-Ekwall och Sven-Erik Sjöstrands bok om sydafrikanska Old Mutuals fientliga bud på svenska Skandia.¹⁴

Ännu värre är, att i en miljö där de bolag som köps upp är sådana som är sämre skyddade och därför möjliga att köpa upp, kommer antalet bolag på den (hypotetiska) effektiva marknaden för företagskontroll att krympa och hela idén med en effektiv marknad för företagskontroll att gå förlorad.¹⁵ Uppköpsmarknaden handlar då inte längre om att möjliggöra en strukturomvandling till gagn för samhället. Med det här synsättet går det också att ifrågasätta om uppköpsmarknaden mest fungerar i en riktning där stora bolag köper mindre bolag och inte omvänt, vilket betyder

att företagsledningarna i stora bolag möter färre hot och utmaningar än företagsledningar i små bolag.

Sammanfattning

En marknad för företagskontroll som möjliggör fientliga bud över nationsgränserna utgår från finasteorins idé om en effektiv kapitalmarknad. Den kan ses som en viktig bolagsstyrningsmekanism där företagsledningar konkurrerar om vem som är bäst lämpad att driva ett bolag i aktieägarnas intresse. Det här tilltalar den moderna institutionella investeraren som gärna förlitar sig på en aktieägarorienterad bolagsstyrning som möjliggör styrning på distans.

För att marknaden för företagskontroll ska fungera behövs både en aktiv kapitalmarknad och lagar och regler, vilket inte visat sig vara helt lätt att få ihop. Det finns stora skillnader mellan hur uppköpsmarknaden fungerar i bolag som har kontrollägare, där det kan uppstå oenighet mellan kontrollägare och minoritetsaktieägare, och i bolag med ett spritt ägande, där striden står mellan aktieägare och företagsledning. Det finns också stora skillnader i relation till olika länders aktiebolagslagar och skyddsmekanismer. Det har visat sig att de bolag som köps upp är sådana som finns på marknader där det går att köpa bolag, vilket inte sammanfaller med något slags samhällsekonomisk effektivitet.

Dessutom råder det stor osäkerhet bland forskare om både hur effektiv marknaden för företagskontroll egentligen är och hur effektivitet egentligen ska mätas ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. Ett uppköp påverkar ju fler aktörer än aktieägarna – exempelvis anställda, underleverantörer och lokalsamhället. Den här avvägningen mellan olika intressentgrupper återspeglas i uppköpsreglerna som beskrivs i nästa kapitel.

Kapitel 6

En europeisk marknad för bolagsstyrning och förvärv

Idén med en väl fungerande marknad för företagskontroll i Europa, som möjliggör fientliga bud över nationsgränserna, har sedan 1990-talet spelat en tydlig roll för att driva på struktumvandlingen av Europas näringsliv. I det här kapitlet beskrivs EU:s arbete med att harmonisera regelverk kring uppköp och att detta arbete även fört med sig en översyn av nationella bolagsstyrningsmodeller. Jag visar hur uppköpsregler formats av kompromisser mellan olika länder där en del skillnader blivit kvar, både på bolagsstyrningsområdet och i uppköpsreglerna. För att ge perspektiv görs jämförelser med uppköpsreglerna i USA, Storbritannien, Tyskland och Sverige.

Sist presenteras ett institutionellt ramverk för att man ska förstå hur utvecklingen på den fientliga uppköpsmarknaden, med budstrider över nationsgränser, kunnat bli som den blivit, tvärtemot teorin om en effektiv marknad för företagskontroll. Det kan förklaras med hjälp av sociologins beskrivning av ett pågående förhandlingsspel mellan olika aktörer, i det här fallet olika särintressen som agerar i samband med budstrider.

EU och strävan efter lika spelregler

Det har visat sig vara svårt att skapa regler för en väl fungerande uppköpsmarknad. Reglerna berör inte bara aktieägarna, styrelsen i budbolaget, budgivaren och de anställda utan också politiker och reglerande myndigheter. Dessutom är mellanhänderna många och har sina egna intressen

att tillvarata: investmentbanker, kreditinstitut, medier, analytiker etc. Alla parter ska ha information och önskar sin beskärda del av uppköpskakan.

Arbetet med att harmonisera bolagsrätten i Europa påbörjades egentligen redan 1972 då Europeiska kommissionen ville bilda *Europabolag*, efter förebild i den tyska aktiebolagslagen och dess tvådelade bolagsstyrningsorganisation. Storbritannien motsatte sig detta eftersom löntagarnas medbestämmande stod i strid med traditionell anglosaxisk bolagsstyrning som historiskt tydligare utgått från aktieägarnas intressen. Andra länder var i stället kritiska till att EU i så hög grad inspirerades av Storbritannien. Tyskland motsatte sig britternas brist på inflytande från de anställda.

Under 1990-talet inriktades i stället EU:s harmoniseringsarbete på uppdraget att skapa en väl fungerande marknad för företagskontroll. Målsättningen var ett europeiskt näringsliv som kunde möta konkurrensen från USA, Kina och andra tillväxtmarknader. I maj 2003 lade kommissionen fram en handlingsplan: "Action Plan: European Company Law and Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward", byggd på rekommendationer från den så kallade *Winterrapporten* (uppkallad efter den person som ledde gruppen, Jaap Winter) för att skapa effektiva och lika spelregler (*level playing field*) för noterade bolag över hela Europa.¹ Udden riktades mot bolagen från avreglerade, före detta monopolmarknader för elektricitet, bank, post- och telekommunikation samt flyg.

Samtidigt tryckte de nya institutionella investerarna runt om i Europa på för att få igång en väl fungerande kapitalmarknad som skulle underlätta aktieköp över nationsgränserna. Aktieägarnas möjlighet att engagera sig på marknaden för företagskontroll, inklusive att kunna delta i fientliga budstrider, även över nationsgränser, kom att ingå som en central del i arbetet. Det gjorde det naturligt för kommissionen att i sin strävan att harmonisera ägarmarknaden i Europa, för att möjliggöra förvärv, kom att engagera sig i både bolagsstyrningen och utvecklingen av regelverk kring uppköp. Eftersom aktiemarknaden i Storbritannien både var bäst genomlyst och hade en aktiv uppköpsmarknad blev det naturligt för EU att titta på den brittiska versionen av aktieägarorienterad bolagsstyrning och uppköpsregler.

En stor del av förslagen i Winterrapporten har genomförts. På bolagsrättens och aktiemarknadsrättens områden har det exempelvis bedrivits ett framgångsrikt arbete med att skapa gemensamma europeiska redovisningsstandarder, årsredovisningslagar och enhetliga europeiska regler kring finansiell information till aktiemarknaden. För att bidra till harmonisering har kommissionen arbetat med frågan om oberoende ledamöter, ersättningar till ledande befattningshavare och möjligheten för aktieägarna att engagera sig över gränserna genom att rösta på bolagsstämmor.

Sedan 2006 kräver kommissionen att varje land ger ut nationella så kallade bolagsstyrningskoder. Dessa koder har utvecklats av näringslivet självt och med brittisk självreglering som förebild tillämpas principen ”följ eller förklara” (*comply or explain*).² Dessutom ska noterade aktiebolag, som har sitt säte inom EU, i sin årliga förvaltningsberättelse inkludera en *bolagsstyrningsrapport*. Rapporten ska ge aktieägarna lättförståeliga uppgifter om hur bolaget styrs, vilken nationell bolagsstyrningskod som tillämpas samt hur olika risksystem övervakas. Winterrapportens förslag som direkt rörde uppköpsmarknaden visade sig däremot vara svårare att genomföra.

Ett uppköpsdirektiv med kompromisser

Den stora utmaningen för kommissionen rörde – och rör – det trettonde bolagsdirektivet, *The Takeover Directive* eller ”uppköpsdirektivet”. Winterrapportens anglosaxiska utgångspunkt kom att spela en avgörande roll i det arbetet. Olika kontrollmekanismer i näringslivet kritiserades, där EU:s medlemsstater sammantaget uppvisade en flora av kreativa lösningar som korsägande, ask-i-ask-ägande, gyllene aktier, differentierad rösträtt, rösträttsbegränsningar vid en viss storlek och aktier som helt saknade rösträtt. Studier från åren efter millennieskiftet visar att cirka 44 procent av alla noterade företag inom EU styrdes med hjälp av någon form av skyddande kontrollmekanism.³ Winterrapporten pekade på betydelsen av proportionalitet mellan ägande och kontroll och förordade principen ”en aktie en röst”. Även styrelseneutralitet i samband med bud stod högt

på önskelistan. Samtidigt oroade sig många länder för att idén om lika spelregler inte skulle bli verklighet.

Det uppköpsdirektiv som till slut antogs av parlamentet 2004 – ”Euro-paparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden” – uppvisade tydliga spår av kompromisser, undantag och frivilliga tillämpningar, allt i syfte att så långt som möjligt efterlikna den brittiska förebilden.⁴ Kompromissandet har även lämnat utrymme för nationella tolkningar.

I direktivet står det inte tydligt på vilket sätt styrelsen ska se till aktieägarnas intresse. I den inledande texten (Artikel 3 § 1) står det att aktieägarna i det bolag som är föremål för ett bud ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta *ett välgrundat* beslut om ett erbjudande (återges i appendix på sidan 197). Det står också att styrelsen ska lämna synpunkter på hur en affär påverkar sysselsättning, anställningsvillkor och placering av bolagets verksamhet. Vidare står det att målbolagets styrelse ska handla med beaktande av *de intressen som bolaget har i sin helhet* men utan att förvägra aktieägarna att ta ställning till ett erbjudande. Vad som menas med ”bolaget som helhet” framgår däremot inte. Det blir därmed möjligt för varje medlemsland att i sin tillämpning av direktivet tolka in vilken roll styrelsen och företagsledningen ska ha i samband med uppköp. Juridikprofessor Daniel Stattin beskriver i sin bok *Takeovers* detta som en ouppklarad diskussion bland EU:s medlemsstater om olika bolagsintressenters roller i samband med uppköp.⁵

I de flesta länder i det kontinentala Europa tolkas *bolaget som helhet* brett och betydelsen i enskilda länder varierar både när det gäller styrelsens uppdrag och i relationen till olika intressenter, inklusive aktieägarna. Begreppet *bolaget som helhet* dyker även upp i de brittiska uppköpsreglerna, trots brittenas tydligare aktieägarfokus. Men i Storbritannien är rättsskyddet för minoritetsaktieägarna svagt så en neutralitetsregel i samband med bud behövs för att stärka skyddet. I Storbritannien finns förbud mot att styrelsen använder försvarsåtgärder. Amerikanerna har – trots samma rättstradition som brittena – tillåtit styrelsen att försvara sig i enlighet med delstaten Delawares lagstiftning. Men där skyddas minoriteten genom goda möjligheter att driva frågor i domstol. Sverige med sin

nordiska rättstradition sticker ut i sammanhanget. Här finns ett tydligt aktieägarfokus och en idé om att styrelsen ska agera utifrån kollektivets hypotetiska aktieägarintresse. "Bolaget som helhet" finns däremot inte.

I det ursprungliga förslaget till uppköpsdirektiv som kom 1989 fanns inte begreppet bolaget som helhet med alls. År 1997 lyftes däremot arbetstagarintresset in med förslag om att styrelsen i det uppköpta bolaget skulle agera med beaktande av bolagets samtliga intressenter, inklusive långivare och anställda. Formuleringen i kommentaren till texten hör tydligt hemma i tysk rätt som betonar bolagets roll i samhället och där aktieägarnas vinstintresse är underordnat. Kommentartextens skarpa formulering försvann år 2000 då det fastslogs att det bara är aktieägarna som ska ta ställning till ett bud.

Den som vill göra det enkelt för sig väljer att tolka "bolaget som helhet" som "aktieägarnas kollektiva intresse". Men Stattin hänvisar till en brittisk jurist, Jonathan Rickford, som trots allt nyanserar innebörden genom att påpeka att styrelsens ansvar gentemot olika intressenter finns inbyggt i själva uppdraget och därför inte nödvändigtvis ska begränsas så som EU tycks ha velat göra.⁶

För att få medlemsländerna att godkänna direktivet krävdes också att två bestämmelser i direktivet blev frivilliga i stället för tvingande. Den första, Artikel 9, avser krav på att styrelsen måste förhålla sig neutral när ett bud lagts. Styrelseneutralitet (*board neutrality rule*) utgör även en av grundbultarna i brittisk bolagsstyrning och har funnits på Londonbörsen sedan 1950- och 1960-talen. Alla medlemsstater utom Tyskland har genomfört den bestämmelsen. Tyskland tillåter fortfarande styrelsen att utan bolagsstämmans godkännande agera i syfte att motarbeta ett lämnat bud.

Den andra kompromissregeln, Artikel 11, är den så kallade genombrotsregeln (*break-through rule*) där röststarka aktier inte ska kunna utnyttjas om en budgivare fått acceptans från ägare med minst 75 procent av aktiekapitalet. Den bestämmelsen förkastades av så gott som samtliga medlemsstater.

Direktivet importerade ytterligare en viktig regel från Storbritannien, budplikt (*mandatory bid rule*), som kräver att en ägare som kommit över

en viss procentsats av kapital eller röster måste lägga ett likvärdigt bud på samtliga utestående aktier. Budplikt är numera EU-lag men regeln ser lite olika ut i olika länder. Det finns flera nivåer. Många länder har gränser vid både 30 och 50 procent.

Betydelsen av intressekonflikter

Frågan om olika former av intressekonflikt och jäv dyker ofta upp i förberedelsefasen till ett bud. Även om det är möjligt att lägga ett bud i marknaden utan att uppköpskandidaten kontaktats i förväg så är det ovanligt. Få bud är därför fientliga i strikt mening, de blir helt enkelt för dyra och komplicerade att genomföra.⁷ Den normala gången är i stället att budgivaren anlitar en mellanhand, exempelvis en investmentbank, vilken kontaktar styrelsen och företagsledningen eller någon annan mellanhand för att ta reda på möjligheten till en vänligt sinnad affär.⁸ Ett vänligt bemötande följs därefter upp av ett skriftligt indikativt bud, en förfrågan om att få göra en företagsbesiktning – så kallad *due diligence*-undersökning – av förhållandena i bolaget samt teckna olika exklusivitets- och lojalitetsavtal, till exempel för att få företagsledningen att stanna kvar.

Under hela den här fasen spelar styrelsen en avgörande roll. Att det uppstår intressekonflikter och olika jävsituationer är därför inte ovanligt. Problemet är gränsdragningen. Regler som hanterar brott mot insiderhandel, manipulering av aktiekurser och undanhållande av viktig information finns på alla utvecklade aktiemarknader. Styrelseledamöters och enskilda aktieägars engagemang i samband med bud handlar snarare om hur intressekonflikter ska definieras och på vilket sätt de ska offentliggöras.

I uppköpsdirektivet finns en rad oklarheter kring intressekonflikter. I direktivet, som hämtat inspiration från de brittiska uppköpsreglerna, talas dels om ”personer som handlar i samförstånd” (*persons acting in concert*), dels om aktörer som samarbetar muntligt, skriftligt eller underförstått (*tacit*). Definitionen avser personer som agerar med syfte att ta kontrollen över ett bolag eller förhindra bud. För EU och de brittiska uppköpsreglerna behöver samarbetet bara vara ”underförstått” (*tacit*), muntligt eller skriftligt. Det behöver alltså inte stå helt klart att det kommer ett bud för

Tabell 6.1. Olika uppköpsregler.

	Sverige	USA	Stor-britannien	Tyskland
Styrmodell	Förespråkar kontroll-ägande	Öppnar för både spritt ägande och kontroll-ägande	Förespråkar spritt ägande	Intressentmodell med aktieägarfokus
Reglering	Självreglering och lagstiftning	Lagstiftning	Självreglering och lagstiftning	Lagstiftning
Dominerande aktör	Ägarfamiljerna utvecklade regler tillsammans med näringslivet	Makten hos företagsledningen	Investmentbanker och Institutionella investerare	Regler som utformats av bankerna
Minoritetsaktieägare	Skyddar likabehandling av nuvarande aktieägare	Fokus på minoritetens rättigheter att stanna kvar vid kontroll-ägarskifte	Stödjer minoritetens möjlighet att sälja till bra pris vid bud	Likabehandling fokuserad på att minoriteten kliver av
Styrelsens makt	Styrelseneutralitet	Tillåter bolaget att försvara sig, har en Business Judgment Rule	Styrelse-neutralitet	Styrelsen agerar i allmänintresse, facket har inflytande, försvar tillåtet
Bud	Budpliktsgränsen ändrad flera gånger men numera 30 procent	Ingen budplikt, ägare registrerar sina avsikter hos SEC	Budplikt vid 30 procent	Budplikt vid 30 procent, kan avnotera vid 50 procent och ta kontroll vid 75 procent

att exempelvis en styrelseledamot ska uppleva sig själv som involverad, det räcker med att ledamoten bedöms ha anledning att tro att det kan komma ett bud. Storbritannien beskriver i sina uppköpsregler det här

ganska ingående. I de brittiska reglerna räcker det att ägargrupper *ger intryck* av att agera i samförstånd för att finansinspektionen ska kräva både flaggnings- och budpliktsregler.

I de svenska uppköpsreglerna beskrivs inte aktörer som handlar i samförstånd (*in concert*). I den svenska tillämpningen av uppköpsdirektivet saknas också begreppet underförstått (*tacit*). I stället har fokus varit på *närstående* personer till en eventuell budgivare, där det centrala varit om det finns en tydlig skriftlig eller muntlig avsiktsförklaring om samarbete. I Sverige talar vi hellre om insiderhandel och jävsfrågor, och det regleras inom ramen för marknadsmissbrukslagen och aktiebolagslagen när det rör ledamöter. Skillnaden mellan britternas synsätt och det svenska beror på att britterna ser aktieägarna som en ”oinformerad” grupp på armlängds avstånd från bolaget; den svenska bolagsstyrningsmodellen utgår i stället från att det finns stora aktieägare som både är välinformerade och aktiva i styrelsen.

Brittiska och amerikanska uppköpsregler

Både USA och Storbritannien har visat sig vara öppna för såväl vänligt sinnade uppköp som fientliga bud. Båda länderna är liberala marknads-ekonomier och har ett spritt ägande. Rättstraditionerna är i grunden desamma; båda systemen är uppbyggda kring rättsfall (*case law*). Ändå är det stor skillnad mellan den brittiska och amerikanska marknaden för företagskontroll. Storbritannien har valt självreglering och uppförandekoder framtagna av marknadsaktörerna.

Den första versionen av de brittiska uppköpsreglerna härstammar från 1950-talet i spåren av en rad uppmärksammade uppköp som missgynnat minoritetsaktieägarna på den då helt oreglerade Londonbörsen – ofta omnämnda som The Queensberry Rules, 1959. Det ansågs viktigt att aktieägarna fick ett fullgott underlag och tillräckligt med tid för att fatta ett eget beslut i samband med ett erbjudande. Det är från den här tiden idén med aktieägarnas suveränitet och styrelseneutralitet kommer. The Panel on Takeovers and Mergers (”The Panel”), en självreglerande oberoende part, tillkom 1968 och de första moderna uppköpsreglerna gavs

ut strax därefter: The British City Code on Takeovers and Mergers (The City Code eller Takeover Code). Budplikt blev en del av självregleringen i början av 1970-talet.

Brittisk budplikt och styrelseneutralitet hänger även ihop med en bolagsstyrning som speglar en allmän brittisk skepsis mot kontrollägare, som ofta exkluderas från en roll i styrelsen eftersom den ses som ett särintresse. I Storbritannien förhindras även ägare med mer än tio procent av aktierna från att rösta på stämman om det finns en intressekonflikt, exempelvis i samband med uppköp.

Även USA:s uppköpsregler – The William's Act – tillkom 1968. Här ligger fokus på att säkerställa likabehandling av minoritetsaktieägare både avseende informationsgivning och underprissättning av aktier i samband med kontrollägarskifte. Den amerikanska övervakningsmyndigheten Securities and Exchange Commission (SEC) arbetar aktivt för att underlätta för aktieägarna att kvarstå. Exempelvis måste en ny storägare, som kommit över fem procent av aktierna, registrera sina avsikter hos SEC.⁹ I England, där minoritetsskyddet är ganska svagt, finns i stället budplikt för att underlätta för minoriteten att kliva av i samband med kontrollägarskifte. USA och Storbritannien har därmed gjort olika tolkningar av den teoretiska debatten mellan Berle–Means och Manne (som beskrevs i kapitel 5).¹⁰

Britternas styrelseneutralitet saknar motsvarighet i amerikansk bolagsstyrning. I USA har företagsledning och styrelse i bolag, som valt att använda delstaten Delaware som säte, rätt att försvara sig mot fientliga bud. Till vanliga verktyg hör exempelvis ”giftpill”, där bolaget ger ut nya aktier som leder till att en ägare som har en aktiepost som upplevs som fientlig mot företagsledning och styrelse spås ut och får mindre inflytande. Aktieägarna skyddas då genom att styrelsen och vd:n måste bevisa inför domstol att beslut fattats med bolagets bästa för ögonen.¹¹ Företärdare för bolaget får använda sig av olika försvarsåtgärder så länge de kan försvara dem inför övriga intressenter. Jämfört med Storbritannien har en amerikansk företagsledning och styrelse dessutom en starkare förhandlingsposition redan i utgångsläget eftersom styrelseledamöter ofta väljs på fleråriga mandat med överlappande valperioder.

I USA har lagstiftaren ingen synpunkt på om ägandet är spritt eller koncentrerat och även differentierad rösträtt är tillåten. USA saknar Storbritanniens motsvarighet till budplikt och nya ägare kan köpa kontrollaktier mot en premie. I stället ligger fokus på att stärka minoritetens ställning. Nya ägare har skyldigheter mot minoriteten som regleras via SEC. Som beskrevs ovan måste en ägare med mer än fem procent av aktierna deklarerat sina intentioner offentligt. En aktieägare får inte heller sälja sina aktier till vem som helst. En brottsling skulle exempelvis kunna förstöra värden för minoritetsaktieägarna. Däremot är det svårt för vanliga aktieägare att nominera ledamöter eftersom en amerikansk styrelse själv kontrollerar röstlängden och ofta samlar in egna fullmakter. Den kan exempelvis med hjälp av företagets resurser aktivt skaffa sig fullmaktsröster bland aktieägarna för att försvara sin ställning, exempelvis vid hot om uppköp.

Tyska uppköpsregler

Tyskland, som haft tydligt intressentfokus, förblev under många år ett undantag bland Kontinentaleuropas länder genom att vägra närma sig den brittiska modellen för uppköpsregler. Offentliga uppköpserbudanden var en ovanlig företeelse på den tyska aktiemarknaden ända fram till slutet av 1990-talet. Fientliga bud var ett okänt begrepp.¹²

Det ändrades år 2000 när den brittiska mobiltelefonjätten Vodafone lade ett fientligt bud på det tyska mobilkonglomeratet Mannesmann, vid tidpunkten det största fientliga budet någonsin över nationsgränserna i Europa.¹³ Två år senare fanns en tysk uppköpslag på plats, WpÜG (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz), som förbjöd olika försvarsmekanismer, exempelvis differentierad rösträtt, tak för utnyttjande av rösträtt och korsäggande. WpÜG påminner till sin struktur om britternas City Code och innehåller EU:s uppköpsdirektiv men är ett juridiskt dokument som övervakas av den tyska finansinspektionen. De prövas ofta av domstol, vilket leder till att uppköp, vänligt sinnade såväl som fientliga, blir en både kostsam och tidskrävande process.

De tyska uppköpsreglerna skiljer sig från de brittiska och svenska i

flera avseenden. Tyska styrelserns ansvar avser först och främst ”bolaget som sådant”, vilket betyder bolagets intressenter i allmänhet inklusive de anställda – inte specifikt aktieägarna. WpÜG ger även företagsledning och styrelse viss frihet att ta strid med en ovälkommen budgivare. Tyskland har varken inkluderat Artikel 9 eller Artikel 11 i EU:s uppköpsdirektiv, som handlar om styrelseneutralitet och genombrott. Bolag som frivilligt valt att följa Artikel 9 erbjuds möjlighet att kräva ömsesidighet.

En tysk företagsledning kan fatta flera beslut om försvarsåtgärder med stöd enbart av överstyrelsen. Hit hör exempelvis försäljning av tillgångar, ”avyttring av kronjuveler”, förmånliga ersättningspaket till företagsledningen, motbud och en förändring av den finansiella strukturen. Med tanke på att hälften av överstyrelsen består av fackliga företrädare och att oberoende ledamöter ofta har en nära relation till företagsledningen är chansen ganska stor att företagsledningen får överstyrelsens klartecken att försvara sig. En budgivare som inte lyckats komma över en stor andel aktier har därtill svårt att få kontroll över styrelsen eftersom ledamöter sitter på fleråriga och överlappande mandat. Dessutom har facket veto i frågor som rör anställda och kan exempelvis förhindra fabriksnedläggningar.¹⁴

Svenska uppköpsregler

Utvecklingen av den svenska ägarstyrningsmodellen och uppköpsreglerna beskrivs i separata kapitel längre fram. Här räcker det med att beskriva svenska regler som en blandning av egna, amerikanska och brittiska uppköpsregler. Sverige har satsat på *självreglering*. Näringslivets börskommitté (NBK) grundades 1968 och Aktiemarknadsnämnden 1986. Men brittisk och svensk självreglering skiljer sig åt. I den svenska självregleringen har ägarna historiskt haft en framskjuten roll.

EU:s uppköpsregler har införlivats i svensk lag genom lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA).¹⁵ Kompromissandet vid framtagningen av EU:s uppköpsdirektiv har lämnat tydliga spår i texten. Sverige stöter på problem redan i formuleringen av direktivets allmänna principer, där det hänvisas till ”bolaget som helhet” (beskrivet på sidan 70). I den svenska översättningen refereras det i stället till

”aktieägarna som kollektiv”. Även om det är tänkt att tolkas likvärdigt, där aktieägarna kan ses som uttolkare av bolagets vilja så har formuleringen ändå kommit att spegla svårigheten för svenska styrelser att göra rätt avvägning mellan önskemål från nuvarande aktieägare som lätt kan uttrycka sin åsikt och ett tänkt aktieägarkollektiv, som kan vara både tidigare sådana och framtida.

Sverige har, som påpekats tidigare, även en från EU och Storbritannien avvikande beskrivning av intressekonflikter. I den svenska översättningen av uppköpsdirektivet saknas ”underförstått”. Vi ser positivt på ägare som samarbetar, vilket alltså inte briterna tidigare gjort. Frågan om jäv behandlas inom ramen för aktiebolagslagen där vetskap kan leda till skadeståndsskyldighet, men då handlar det om konkret kunskap om en faktisk händelse.

Även begreppet oberoende ledamot har en egen svensk tolkning. På Londonbörsen och i direktivet är oberoendebegreppet tydligt på så sätt att en ledamot betraktas som oberoende endast när ledamoten är oberoende både gentemot företagsledning och ägargrupper. I Sverige talas det i stället om oberoende utifrån olika perspektiv, där en ledamot beskrivs som oberoende från större ägare och gentemot bolaget. I direktivet och på Londonbörsen upphör en ledamot som suttit i styrelsen mer än åtta år att vara oberoende. Sverige saknar en sådan gräns.

Ur svenskt perspektiv har direktivets *neutralitetsregler*, den frivilliga Artikel 9 som vållat problem i flera länder, *inte* varit kontroversiella. I aktiebolagslagen finns ju krav på både styrelsenutralitet och att en enskild ledamot inte får agera i eget intresse. I Sverige ska styrelsen enligt aktiebolagslagen förhålla sig neutral i samband med bud. Av intresse här är i stället förståelse för att varje ledamot i en svensk styrelse oftast sitter på ett tydligt mandat från en viss ägargrupp. Styrelsen har därför i regel alltid personunion med en kontrollägare som deltar i en prisförhandling och frågan om intressekonflikt blir därmed alltid närvarande.

Sverige har däremot haft problem med den andra frivilliga regeln, Artikel 11, som handlar om *genombrott*. Regeln innebär att olika skyddsåtgärder försvinner när en budgivare fått kontroll över 75 procent av kapitalet, varefter en budgivare kan kalla till bolagsstämma för att ta

bort skyddsåtgärden. Artikel 11 utmanar den svenska modellen med differentierad rösträtt. Sverige har därför inte införlivat Artikel 11. Det finns möjlighet att införa de frivilliga reglerna, Artikel 9 och 11, tillfälligt, men Sverige har inte utnyttjat den möjligheten vid något tillfälle.

I enlighet med EU-direktivet har Sverige infört en budplikt vid 30 procent. Det har inte varit helt oproblematiskt, vilket jag återkommer till längre fram i boken.

Kritik mot EU:s fientliga bud och gemensamma spelregler

Under uppköpsvågen 2004–2008 upplevde Europa en aktiv uppköpsmarknad.¹⁶ Antalet fientliga bud var däremot få: helt i linje med utvecklingen i USA och Storbritannien där själva hotet om ett fientligt bud ofta räckt för att pressa bolagsledningarna att göra ett bra arbete. Samtidigt var kritiken mot fientliga bud över nationsgränser hård. I flera länder ifrågasatte både allmänhet och politiker det samhälleliga värdet av en kapitalmarknad som stödde fientliga bud, speciellt när det gällde fientliga bud från bolag i andra länder. En del av kritiken riktade udden mot EU:s strävan att harmonisera bolagsstyrning och uppköpsregler i olika länder, eftersom en stor del av de nationella olikheterna kvarstod – i sin tur tecken på den variation av kapitalistiska system som finns i olika EU-länder.¹⁷

Andra har pekat på institutionella investerarens benägenhet att sälja; inte för att bolaget i sig skulle vara fullvärderat utan för att det på kort sikt kommit att avvika positivt från index och därmed leda till god avkastning nästkommande kvartal.

Vissa finasteoretiker har kritiserat att EU ensidigt anslutit sig till brittiska regler på bolagsstyrnings- och uppköpsområdena, fokuserat på aktieägarvärde och drivit ägarmarknaden i riktning mot spritt ägande som om det vore en överlägsen styrmodell för samtliga europeiska länder utanför Storbritannien.¹⁸

Det finns många exempel på bolag som uppvisar god bolagsstyrning trots att kontrollägandet inte kan utmanas av andra. Dessutom kommer

den faktiska effekten av uppköpsregler som ensidigt förlitar sig på briter-nas spridda aktieäggande att variera beroende på om ett bolag som utsätts för ett fientligt bud har en kontrollägare eller inte. Även skyddsregler som stödjer aktieägare i bolag utan kontrollägare, som budplikt, saknar ofta betydelse eller är direkt skadliga i miljöer där det finns kontrollägare.¹⁹

Från EU-håll har man förväntat sig att snarlika uppköpsregler i Europa skulle skynda på processen mot en väl fungerande marknad för företagskontroll med möjlighet att genomföra fientliga bud över nationsgränser. Ett viktigt verktyg var harmoniserade bolagsstyrningssystem, genom vilka börsbolag skulle styras i linje med spritt aktieäggande på likvida kapitalmarknader (med lägre kapitalkostnad som resultat) – så som det sett ut i Storbritannien och USA. Riktigt så har det inte blivit.

När det gäller att komma åt olika kontrollmekanismer har kommissionens framgångar varierat. Europadomstolen lyckades stoppa missbruket med statligt kontrollerade gyllene aktier i Frankrike, Portugal och Spanien.²⁰ Dessutom blev budplikt EU-lag med en miniminivå på 30 procent. Kommissionen beställde 2006 en konsultrapport för att utvärdera olika kontrollmekanismer som pekade på svårigheten att utvärdera för- och nackdelar. Ekonomerna Mike Burkart och Samuel Lee, verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm, argumenterade samtidigt i en artikel 2006 för varför just rösträttsdifferentiering inte verkar mer hämmande än andra kontrollmekanismer för strukturomvandlingen inom europeiskt näringsliv. Artikel, tillsammans med konsultrapporten, bidrog till att frågan om ett förbud mot differentierad rösträtt avfördes från kommissionens dagordning.

Sammanfattning

Med EU:s direktiv och Londonbörsens regler har det skett en viss harmonisering samtidigt som en del nationella skillnader har bestått. Dessutom syns tydliga spår av kompromisser avseende kontrollägarnas roll i linje med den ursprungliga konflikten mellan Manne och Berle–Means om hur budpremien ska fördelas mellan olika aktieägargrupper (se kapitel 4). På marknaden för företagskontroll finns exempelvis stora skillnader

i synsättet kring styrelseneutralitet och budplikt där USA och Storbritannien, trots öppenhet för fientliga bud, valt olika vägar. I USA kan styrelsen försvara sig medan brittiska styrelser måste förbli neutrala och låta aktieägarna fatta egna beslut.

I Kontinentaleuropa kvarstår en annan syn på bolagets roll som del av samhället snarare än en privat egendom. I Tyskland finns ett tydligt intressperspektiv inskrivet i aktiebolagslagen. Sverige har i sammanhanget valt en egen väg och i linje med nordisk aktiebolagsrätt sett styrelsen som nära lierad med ägarna. Samtidigt ska styrelsen vara neutral i samband med bud och numera finns det också regler om budplikt.

För att öka förståelsen har en ny forskningstradition vuxit fram kring institutionell teori där olika bolagsstyrningssystem jämförs utifrån den lokala miljö där det institutionella ramverket vuxit fram. Tillämpat på fientliga bud över nationsgränserna ger synsättet vägledning till varför harmoniseringen av nationella bolagsstyrningsmodeller, i riktning mot en "bästa modell", inte kommit till stånd som väntat. Det beror på att nationella bolagsstyrningssystem är inkapslade i ett historiskt arv och därmed styrda av tidigare erfarenheter av lagar, kultur och sociala mönster.

Bolagsstyrningen, finanskapitalismen med de institutionella investerarna och reglerna som skapat en marknad för företagskontroll har alla bidragit till att styra utfallet. För att illustrera detta kan Sverige med sin speciella aktieägarorientering och tydliga närvaro av institutionella investerare på kapitalmarknaden användas som exempel, vilket sker i bokens del 2.

DEL 2

Praktikfallet Sverige

Kapitel 7

Svensk ägarstyrning

Den första delen av boken är en kritisk analys av den etablerade ekonomiska teorin för vad som kännetecknar en ”effektiv marknad för företagskontroll”. Jag pekar på avgörande punkter där verkligheten skiljer sig från teorin. Min utgångspunkt är att det inte finns en ”bästa modell” för bolagsstyrning. Vilken modell som fungerar bäst beror på den nationella samhällskontext som den verkar i: historiskt, kulturellt, socialt och institutionellt. Jag argumenterar för att det inte existerar en paneuropeisk uppköpsmarknad med konkurrens på lika villkor mellan olika aktörer. I stället har nationella uppköpsmarknader i ett antal avseenden utvecklats i en riktning som skapar möjligheter för aktörer med kortsiktig placeringshorisont eller god förmåga att utnyttja kryphål i regelverk inom och mellan olika länder.

Den andra delen beskriver – med Sverige som exempel – hur uppköpsmarknaden fungerar i praktiken. I detta kapitel förklaras hur svensk ägarstyrning vuxit fram, en bolagsstyrningsmodell som bygger på tillit mellan aktörerna på aktiemarknaden. Under finanskapitalismen har styrmodellen visat sig vara extra känslig för inslag av institutionella ägare och ovanligt öppen för uppköp. I nästa kapitel beskriver jag hur de svenska uppköpsreglerna utformats och jämför med reglerna på Londonbörsen, i EU, USA och Tyskland. Kapitlen kan läsas som bakgrund till fallstudierna om Skandia och Scania.

Förändring av ägarbilden i svenskt näringsliv

På bara några årtionden har den svenska aktiemarknaden, i likhet med många andra länder i Europa, förvandlats från en marknad som ägarmäsigst dominerats av privata inhemska kapitalägare såsom familjer, stiftelser eller investmentbolag till en marknad som domineras av både svenskt och utländskt institutionellt ägande. På dåvarande Stockholmsbörsen, numera Nasdaq OMX Stockholm, ökade exempelvis det utländska ägandet från 7 procent 1991, året innan utländska placerares rätt att äga aktier i svenskregistrerade bolag avskaffades, till närmare 40 procent 2001. Det minskade efter IT-kraschen vid millennieskiftet men har därefter kommit tillbaka till samma nivå.¹ Bakom merparten stod institutionella placerare.

Enligt SCB stod institutionellt kapital, svenskt såväl som utländskt, fondplacerare, pensionsfonder med statlig anknytning eller koppling till arbetsgivare och fackliga företrädare (ofta beskrivna som korporativistiska pensionsfonder), för omkring 70 procent av kapitalet på Stockholmsbörsen (tabell 7.1).² Hushållens andel av kapitalet på börsen krympte under samma tidsperiod från 25 procent kring 1990 till cirka 11 procent. År 2013 var hälften av de 20 största ägarna på börsen svenska pensions- och aktiefonder, varav fyra var utländska. Även om detta varit en del av en internationell trend så har utvecklingen varit mer märkbar i Sverige.³

Sverige har också sett en tydlig internationalisering av det direkta ägandet av näringslivet. Under 1980-talet var drygt 10 000 svenskar anställda i utländska företag. År 2004 hade denna siffra stigit till 545 000. Statistiken över förvärvsaktiviteten på Stockholmsbörsen visar samma sak. Under perioden 1990–2004 gjordes 358 uppköpsförsök, varav 331 riktades direkt till aktieägarna och 293 genomfördes.⁴ År 2010 hade 40 procent av de 500 största svenska bolagen sina huvudkontor utomlands.⁵ Även antalet fientliga bud har ökat, inklusive ett antal högprofilerade fientliga bud över nationsgränserna.

Ägarförändringarna på Stockholmsbörsen har i ett internationellt perspektiv överträffats endast av Londonbörsen. Men det har funnits två skillnader. En stor del av de brittiska bolagen har köpts av inhemska

Tabell 7.1. Ägarbilden på Stockholmsbörsen 1996–2013, fördelad på sektorer (procent).

År	Invest- ment- bolag	Aktie- fonder	Pensions- försäkringar AP-fonder	Stat	Hus- håll	Ideella organi- sationer	Utländ- ska ägare	Övriga	Totalt mdkr*
1986	13	6	19	2	25	10	8	17	290
1990	10,5	8,5	20,4	1,7	18,1	8,5	7,7	23,4	554
1995	6,7	9,1	17,6	2,9	15,4	7,8	29,6	10,1	1 145
2000	6,4	8,5	13,9	4,9	13,1	4,7	39,0	9,2	3 637
2005	5,3	11,8	12,2	4,4	14,8	4,8	35,3	10,8	3 627
2010	5,4	12,3	12	3,8	13,3	4	37,8	11,4	4 342
2013	5,4	11,9	11,2	3,5	10,9	2,2	40,5	13,8	4 272

* Marknadsvärde Stockholmsbörsen.

Källa: Statistiska centralbyrån (augusti 2013).

aktörer medan de svenska sålts till utlandet. Börsens andel av den svenska ekonomin har därtill krympt trendmässigt sedan 1999. I Storbritannien har nivån i stället varit mer eller mindre konstant.⁶

Många förvärv har även gjorts av riskkapitalister inom den så kallade private equity-branschen. Den svenska riskkapitalmarknaden är världens femte största, mätt i absoluta tal, efter USA, Storbritannien, Frankrike och Schweiz.⁷ Branschens andel av svensk BNP uppgick 2011 till 8 procent, vilket är den högsta andelen i Europa och långt över genomsnittet kring 3 procent. År 2011 arbetade ungefär 850 000 personer i svenska bolag som styrdes via private equity, varav 180 000 i Sverige. Det finns flera förklaringar till riskkapitalbranschens framfart. Nationalekonomerna Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson pekar på två faktorer som speciellt relevanta i ett svenskt sammanhang: möjligheten att 1) erbjuda ledande befattningshavare incitamentsprogram utan insyn från allmänheten och 2) genom registrering i skatteparadis undslippa skatt, båda viktiga i en egalitär miljö som den svenska.⁸ Därtill har riskkapitalbranschens ägarmodell, jämfört med vanliga börsbolag, varit både skattegynnad av statsmakten och favoriserad som låntagare av bankerna.⁹

Framväxten av den svenska ägarmodellen

Den nya ägarbildningen på den svenska aktiemarknaden med ett stort inslag både svenskt och utländskt institutionellt kapital har haft betydelse för utvecklingen på bolagsstyrningsområdet. Det har ställts nya krav på vad som beskrivits som den svenska ägarmodellen. Med denna avses här den modell där kontrollen av företagen är uppbyggd som ett trepartsförhållande mellan ägarna, staten och facket. Den har likheter med den modell som dominerar i stort sett överallt i västvärlden utom i de angloamerikanska länderna, men skiljer sig ändå i ett flertal avseenden: det svenska kontrolläggandet grundar sig i regel på en mindre kapitalbas än andra länders, där den svenska möjligheten att kombinera ägande via pyramider med differentierad rösträtt fört med sig ett växande gap mellan kontrollrättigheter (röstandelar) och utdelningsrättigheter (kapitalandelar) för de dominerande ägarna.

Framväxten av den svenska ägarmodellen förklaras delvis av det sätt på vilket skattepolitiken utformats, främst av socialdemokraterna som dominerade den svenska politiska scenen under större delen av 1900-talet, och hur den bolagsrättsliga lagstiftningen har behandlat enskilda ägare. Avsikten med skattepolitiken var att inskränka den individuella förmögenhetsbildningen till förmån för uppbyggnad av bolagens kapitalresurser för återinvestering i produktionen. Hit har hört en progressiv inkomstskatt och skatt på aktieutdelningar, något som inte drabbat institutionella placerare eller utländska investerare.¹⁰

Samtidigt har den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen möjliggjort utgivning av aktier med differentierad rösträtt, vilket gett företagsamma individer eller familjer stort utrymme att basera sin kontroll över ett företag på ett relativt litet kapital. Till detta kommer att ask-i-ask- och korsäggande historiskt varit vanligt, även om framför allt korsägandet successivt luckrats upp sedan 1990-talet och numera i stort sett försvunnit. Politiken har således både hållit tillbaka den privata förmögenhetsbildningen och gynnat ett koncentrerat ägande.¹¹ Minoritetsägarna, huvudägarens respekt för denna grupp behöv och ett väl utvecklat minoritetsskydd i lagen har

fått utgöra garanten för att huvudägaren agerar i samtliga aktieägareshens intresse. Men modellen har inte fungerat fullt ut. Bland annat har den underlättat förvärv, eftersom en ägarkoncentration dels gör det lättare för en budgivare att förhandla med ägarna, som sitter på en stor del av rösterna (genom A-aktier), dels gör det oattraktivt för övriga aktieägare – minoriteten – att kvarstå som ägare.¹²

Sammanfattningsvis har förvärvsaktiviteten på den svenska aktiemarknaden i stort sett följt mönstret från liberala marknadsekonomier som den brittiska. Men det kan skönjas två tydliga skillnader. De svenska bolagen har i regel sålts till utländska köpare, medan Storbritannien – i likhet med USA – haft en aktiv hemmamarknad för företagsförvärv. Vidare har institutionella placerare genom att delta i valberedningar för att föreslå styrelseledamöter till bolagsstämman fått större inflytande i den löpande bolagsstyrningen än vad som varit möjligt på Londonbörsen eller i börser runt om i Europa. Det senare beror på flera specifikt svenska bolagsstyrningsmekanismer som visat sig ha svårt att hantera EU:s strävan mot harmonisering.

Svensk formell ägarstyrning

För att förstå framväxten av svensk bolagsstyrning så som den utformats i aktiebolagslagen får vi gå tillbaka till förra sekelskiftet, en tid då industrialismen växte. Två män spelade en central roll i utvecklingen av den svenska bolagsstyrningsmodellen: Marcus Wallenberg senior (1864–1943), ”härads hövdingen”, och Ivar Kreuger (1880–1932), ”tändstickskungens”. Marcus Wallenberg ville i egenskap av storägare i en rad börsbolag behålla ett inflytande över företagsledningarnas arbete utan att engagera sig på daglig basis. För att uppnå detta delade han på styrelsen och företagsledningen. Därmed skapades en tydlig styrning av börsbolagen med tre självständiga organ (bolagsstämma–styrelse–företagsledning) i stället för enbart två (bolagsstämma–företagsledning/styrelse).

Modellen erbjuder en tydligare arbetsfördelning mellan ordförande och vd än system där flera tjänstemän sitter med i styrelsen och där ordförande och vd ibland dessutom är samma person. Ansvarsfördelningen

mellan styrelse och företagsledning formaliserades i samband med 1944 års aktiebolagslag och ses fortfarande som en förklaring till att svensk industri varit så framgångsrik i att skapa värde.¹³

Ivar Kreuger, med sitt internationella konglomerat Krüger& Toll, senare Tändsticksbolaget (Swedish Match), introducerade differentierad rösträtt 1910 när han vände sig till Londonmarknaden för att söka kapital till sina noterade bolag. Valutaregleringen kom i samband med kriget 1939 och Stockholmsbörsen introducerade då aktieserier med bundna och fria aktier, reserverade för svenska ägare i det första fallet och öppna för alla i det senare fallet. Fram till och med 1960-talet var det däremot bara en mindre del av bolagen på Stockholmsbörsen som använde sig av möjligheten att ge ut aktieslag med skilda rösträtter. Men så kom intresset igång. Kring 1950 hade drygt 15 procent av de börsnoterade bolagen differentierad rösträtt. Från 1968 till 1992 ökade andelen börsnoterade företag som använde aktier med differentierad rösträtt från 32 till 87 procent. Andelen har därefter fallit tillbaka.¹⁴

Den svenska bolagsstyrningsmekanism som tycks ha haft störst betydelse är ägarnas inflytande över styrelsens kontrollfunktion. Internationellt är valberedningen oftast ett *internt* organ inom styrelsen. Styrelsen står då ganska självständig i förhållande till aktieägarna och utser mer eller mindre sig själv. Om det dessutom finns en blandning av exekutiva och externa ledamöter får styrningen en angloamerikansk prägel. I ett svenskt börsbolag är valberedningen *extern* och det är ägarna som sätter ihop den valberedning som ska lägga fram förslag på ledamöter vid stämman. Valberedningar introducerades som en del av den svenska självregleringen under 1990-talet och ingår sedan 2005 i den svenska koden för bolagsstyrning. Det vanliga är att de största ägarna enas om vilka som ska sitta med i valberedningen och annonserar detta i oktober månad, strax innan rapporten för det tredje kvartalet. I bolag med spritt aktieäggande, en aktieklass och öppen ägarstruktur erbjuder denna modell mindre aktieägargrupper – som även kan vara en aktivist av svensk eller utländsk härkomst – stort inflytande.

Även EU:s krav på oberoende ledamöter har fått en svensk tolkning mer i linje med ägarnas intressen. Den svenska tolkningen innebär en från

internationell praxis avvikande definition av ”oberoende”, nämligen som oberoende från större aktieägare och bolaget – inklusive affärsrelationer. Någon tidsgräns för ett svenskt styrelseuppdrag eller varaktighet av oberoende/beroende finns inte heller. Koderna hindrar inte heller en dominerande aktieägare från att rösta emot en ”oberoende” ledamot. Det innebär att i bolag där en ägare kan rösta för över 50 procent av närvarande röster på stämman sitter samtliga ledamöter på mandat från en dominerande ägare. Med tanke på att bara en mindre andel av aktieägarna går på stämman kan det i många bolag räcka med kanske 20 procent av bolagets samlade röster för att få över 50 procent av rösterna på stämman. Det balanseras av att minoritetsskyddet i den svenska aktiebolagslagen historiskt både varit starkt och haft stor betydelse för allmänhetens förtroende för den svenska ägarmodellen.

Trots tydligt fokus på ägarna i den svenska aktiebolagslagen har de anställda möjlighet att engagera sig i bolagsstyrningen. Sedan 1973 är det lag på att alla bolag med fler än 30 anställda ska erbjuda plats åt två arbetstagarrepresentanter i styrelsen.¹⁵ Den svenska och tyska idén med medbestämmande skiljer sig dock åt på väsentliga punkter. I Sverige tillsätts fackliga representanter lokalt och saknar speciella rättigheter. Tyska fackliga ledamöter hämtas i stället från centralorganisationen. I de tyska överstyrelserna har facket lika många ledamöter som de bolagsstämmovalda och de har vetorätt i en del frågor som följer på ägarförändringar.

Svensk informell ägarstyrning

Utöver den juridiska framväxten av svensk bolagsstyrning och en skattedriven urholkning av det privata inhemska ägandet har det i Sverige även funnits en informell bolagsstyrningsarena bestående av en koalition av olika intressentgrupper. Bland annat har inhemska kriser satt sina spår i den svenska ägarmodellen. De ekonomiska problemen på 1920- och 1930-talen ledde till att de svenska bankerna blev ägare till stora delar av näringslivet. Efter Kreuger-kraschen 1933 flyttades bankernas aktieägarande över till investmentbolag. Stockholms Enskilda Bank (kontrollerad av familjen Wallenberg) grundade Investor och Providentia. Svenska Han-

delsbanken startade Industrivärden och dåvarande Skandinaviska Banken grundade Custos.

Ur de här miljöerna följde en utveckling där makten över de svenska börsbolagen i stort sett hamnade hos företagsledarna, eftersom ägarna var fattiga, nyemissionerna få och relationen till banken – som sköttes av vd – viktig. På 1950- och 1960-talen kontrollerades svenskt näringsliv av fyra grupperingar: bankerna, investmentbolagen, direktörerna och familjerna. Hushållen fungerade då som en massa av stabila, stödjande och i övrigt ganska passiva småägare. Därefter skedde en stegvis kollektivisering av sparandet genom pensionsfonder, som ägdes gemensamt av fack- och arbetsgivarorganisationer samt statliga AP-fonder, som började köpa börsaktier under 1960-talet. När sedan Sverige under 1970 och 1980-talen liberaliserade kapitalmarknaderna låg fältet i stort sett fritt för nya ägargrupper att aktivt engagera sig i börsbolagens styrning. Valutaregleringen försvann 1989 och 1992 upphörde modellen med fria och bundna aktier, varefter börsen på allvar öppnades för utländskt kapital. Börsen steg i värde och skapade nya förmögenheter.

Förändringarna till trots verkar den svenska informella ägarstyrningsmodellen ha överlevt. Forskare har gett olika förklaringar. Sven-Olof Collin har tittat på investmentbolagen som – tvärtom mot både agentteorin och globaliseringen – överlevt.¹⁶ Collin ansluter sig till organisationsteorin och menar att investmentbolagens överlevnad snarare hänger ihop med att de haft ett starkt nätverk av chefer, goda bankkontakter och lyckats skapa värde. Dessutom har de haft stöd från den politiska eliten genom att de fått skattemässiga fördelar i utbyte mot satsningar på svenska arbetstillfällen. Collin sätter fingret på den svåra balansgång som de svenska investmentbolagen tvingats gå för samhällets acceptans och för att överleva.

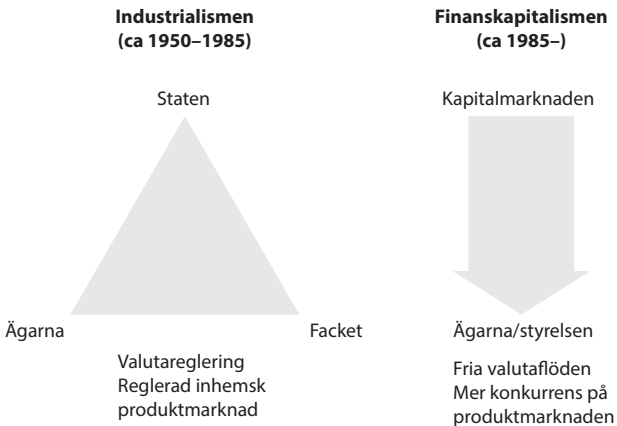
Resonemanget återfinns även i en artikel av finansekonomen Peter Högfeldt, som beskriver hur den socialdemokratiska regeringen på 1980-talet går emot EU-kommissionens försök att få bort A- och B-aktier.¹⁷ I en statlig rapport från 1986 skrivs det uttryckligen att differentierad rösträtt kan ses som en garant för att ”svenska bolag kvarstår i svenskt ägande”.¹⁸ Wallenbergsfären agerade samtidigt för att påverka EU via

det egna investmentbolaget Investor. De svenska politikernas försvar för A- och B-aktier fortsatte i början av 2000-talet.¹⁹

Finansekonomen Evis Sinani och hennes kollegor försöker koppla ihop rekryteringen av styrelseledamöter i börsbolag i de nordiska storbolagen till informella band uppbyggda kring den ”lilla världen”.²⁰ Här spelar begrepp som *tillit*, *status* och *ett gott rykte* in. Samma mekanismer kan förklara varför det kommer förhållandevis få fientliga bud eller kränkningar av minoritetsaktieägarnas rättigheter. Allra viktigast verkar tillit vara, vilket är helt i linje med sociologen Mark Granovetters fokusering på *social kontroll* som styrmekanism.²¹ Andra pekar på mediernas roll där ett dåligt rykte skadar den framtida arbetsmarknaden för både ledamöter och personer på ledande befattningar i näringslivet.²² I Sverige har ett antal vd:ar enligt allmänhetens uppfattning fått alltför höga ersättningar, vilket inneburit att de fått schavottera offentligt.²³

I finanskapitalismen, den moderna kapitalmarknaden, fungerar samtidigt den informella svenska ägarstyrningsmodellen – samhällskontraktet – annorlunda (figur 7.1). Efterkrigstidens tillit som eta-

Figur 7.1. Informell ägarstyrning.



Källa: Efter Kallifatides och Nachemson-Ekwall (2012).

blerades mellan facket, ägarna och staten har ersatts av styrning från kapitalmarknadens ägare. Både staten och facket har tagit flera steg tillbaka. ”Riktiga” ägare, ofta beskrivna som ägare av kött och blod, har ersatts av anonyma institutionella placerare, ”det ansiktslösa kapitalet”. Samtidigt har hushållens roll som både stabiliserade och legitimerande direktägare krympt. Till detta kommer att valutaavreglering och omfattande avreglering av bank- och finansmarknaden, transportnäringen, energisektorn och den offentliga sektorn, liksom förbud mot olika former av samarbeten och karteller, pressat fram en strukturomvandling av tidigare skyddade branscher.

Enligt Lars Östman och Sven-Erik Sjöstrand, vars bolagsstyrningsteori beskrevs i kapitel 2, kan den här utvecklingen kopplas till en bolagsstyrning som förflyttats i riktning mot det finansiella flödet.²⁴ De externa krafterna har då stärkts så mycket att styrningen tippat över i den finansiella rationaliteten på bekostnad av det operationella värdeskapandet. Det blir för stort fokus på kortsiktig kvartalskapitalism där värdeskapandet blir lidande.

Institutionella investerare på den svenska marknaden

Även regleringen och begränsningen av placeringar för det svenska institutionella kapitalet är ett resultat av samhällsaktörers förhandlingar mellan statsmakten, facket och det privata näringslivet. En del av detta härrör från en allmän oro över att korporativistiska och statliga pensionsfonder ska ”socialisera” det svenska näringslivet.²⁵

De regler som styr aktiefonderna, pensions- och försäkringsbolagen samt AP-fonderna har lett till att de alla anammat en placeringsstrategi med många aktier i portföljen och följt olika index, det vill säga en typ av förvaltning som lett till ett kortsiktigt beteendemönster.

De svenska aktiefonderna hör till den största enskilda aktörsgruppen på Stockholmsbörsen. Fondbolagen hos de fyra storbankerna Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank (genom fondbolaget Robur) äger

ungefär sju procent av Stockholmsbörsens värde. Det har funnits en oro över att de ska agera i eget intresse snarare än att uppfylla spararnas önskan att maximera värdet på fondandelarna. Lagen reglerar därför att de ska styras på avstånd från bank-moderbolaget. Styrelsen består av lika delar representanter från ägaren och externa representanter som ska tillvarata andelsägarnas intresse.²⁶

Fondbolag får inte ha mer än fem procent av tillgångarna i ett och samma bolag. En enskild fond får äga maximalt tio procent av aktierna i ett enskilt bolag. Röstmakten får inte vara så stor att fondbolaget utövar ett väsentligt inflytande över hur ett bolag styrs.

Ett fondbolag får inte till en värdepappersfond förvärva aktier med sådan rösträtt som gör det möjligt för fondbolaget att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av ett företag.²⁷

Vanliga aktiefonder är förhindrade att göra utfästelser som kan leda till att fondens kortsiktiga värde sjunker. Hit hör exempelvis att skriva på olika förpliktelser i samband med bud. Dessutom kan de inte ligga kvar med illikvida aktier om de skulle vara missnöjda med ett bud men övriga investerare säljer. Sammanfattningsvis blir fonderna naturliga säljare i samband med bud.

De största svenska pensionsfonderna administreras av försäkringsbolag som hanteras av arbetsmarknadens parter (Alecta, AFA och AMF). Det är den gruppen som brukar beskrivas som de korporativistiska pensionsfonderna. De äger ungefär 5 procent av börsens samlade marknadsvärde (tabell 7.2). Folksam hör också hit, med en stor del av arbetarrörelsens intressenter som huvudmän. Men det finns även privata aktörer som Skandia Liv, SEB Trygg Liv, det norska Storebrand och Länsförsäkringar. Om även de fyra AP-fonderna räknas in har gruppen svenskrelaterade pensionsfonder sammantaget kontroll över 9 procent av kapitalet på Stockholmsbörsen.

I pensionsbolagen är slutkunden inlåst och därmed den möjliga placeringshorisonten längre. Här är riskmandatet kopplat till institutens möjlighet att leva upp till framtida skuldförpliktelser i form av pensionsutfästelser. Försäkringsrörelselagen begränsar placeringarna i enhands-

Tabell 7.2. De största ägarna på Stockholmsbörsen.

Ägare 2013	Miljarder kronor (antal bolag)
Swedbank Robur Fonder	146 (175)
Investor AB	141 (12)
Staten	111 (3)
Alecta Pension	100 (44)
NBIM, f.d. norska oljefonden	95 (97)
AMF Pension	87 (105)
Industrivärden	73 (111)
SHB Fonder	63 (255)
Sampo Oy (Finland)	62 (1)
SEB Fonder	62 (138)
BlackRock Funds (USA)	50 (49)
Nordea Fonder	50 (155)
Volkswagen AG (Tyskland)	49 (1)
Capital Group Funds (USA)	48 (27)
Kinnevik AB	44 (8)
Fjärde AP-fonden	43 (138)
Wallenbergstiftelserna*	36 (4)
Folksam KPA	35 (45)
AFA Pension	32 (43)
L E Lundbergföretagen AB	30 (15)

* Wallenbergstiftelserna äger aktier i Investor.

Källa: Aktieservice (2013).

engagemang där huvudregeln är att högst 5 procent av försäkringsbolagets totala kapital som allokerats till skuldtäckning får placeras i ett enskilt bolag.²⁸ Men försäkringsbolagens mandat är ändå friare än aktiefondernas, där det finns en rad undantag för stora placeringar om det exempelvis rör sig om verksamhet med ett gemensamt affärsintresse.

För försäkringsbolag finns inte något egentligt förbud mot inflytande och kontrollmakt. Försäkringsrörelselagen nöjer sig i stället med att påtala

att ”kvalificerat innehav” nås när ägarandelen överstiger 10 procent av aktierna eller rösterna eller när det annars är möjligt att utöva väsentligt inflytande över bolag eller ledning. Försäkringsbolag har alltså helt andra möjligheter att ta både större positioner och agera långsiktigt än öppna aktiefonder.

De fyra svenska AP-fonderna äger ungefär 2,5 procent av marknadsvärdet av Stockholmsbörsen. AP-fonderna lyder under speciella regler.²⁹ Deras ägarroll får bara utövas i syfte att bättre tillvarata ”möjligheterna till högre avkastning på förvaltade medel till förmån för de försäkrade i ålderspensionssystemet”. Fonderna ska inte ta några näringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska hänsyn. Detta har kommit att tolkas som att de ska sälja i samband med bud, eftersom aktiekursen då i regel stigit, vilket gynnar den löpande redovisade avkastningen. För att inte störa den svenska marknadens funktionssätt får maximalt 25 procent av tillgångarna placeras i aktier (och 40 procent i obligationer), vilket i förarbetena bedömdes som en rimlig gräns.³⁰ Varje fond får maximalt allokera 2 procent av fondens tillgångsvärden till innehav i ett enskilt bolag (fastighetsbolag undantagna). Ägarandelen i ett enskilt bolag får inte överstiga 10 procent av rösterna och fonderna får inte samarbeta.

I praktiken har de fyra fonderna bara haft mellan 10 och 15 procent av portföljerna placerade i svenska aktier. Åren före finanskrisen hade de samfällt valt att sprida investeringarna på många bolag, ofta upp till 150 innehav. I endast ett tiotal bolag översteg ägarandelen 2 procent, och då var det i samtliga fall mindre bolag. AP-fondernas placeringar på Stockholmsbörsen har alltså legat långt under både möjlig exponering och möjligt risktagande. Det kan tilläggas att aktiv förvaltning kostar mer än passiv indexförvaltning, på kort sikt, och AP-fonderna har som grupp utsatts för hårt tryck av statsmakten att sänka sina förvaltningskostnader.

Svenska institutioner och svensk bolagsstyrning

Trots indexfokus kan man säga att de svenska institutionella placerarna är allt annat än passiva. Som grupp har de nämligen varit duktiga på att driva fram nya regler för miljö, öppenhet, ägardirektiv, hållbarhet och arbetsrätt, men även för genomlysning av aktiehandel, rösträttsförfarande, uppköpsregler och styrelsetillsättning. Bland reglerna märks Global Compact, Global Reporting Initiatives (GRI), FN:s principer för hållbara investeringar, United Nations Principles for Responsible Investments (UNPRI), och olika miljöcertifieringar. Institutionella investerare har också varit aktiva som part i utvecklandet av olika bolagsstyrningskoder, exempelvis OECD:s principer för bolagsstyrning och ICGN Global Corporate Governance Principles.

På senare år har även krav på att institutionella investerare ska utöva sin rösträtt och offentliggöra sin ståndpunkt nått global spridning. Det ligger i linje med Roberta Romanos beskrivning av att pensionsbolagen utifrån ett samhällsperspektiv har skyldighet att delta i bolagsstyrning i stället för att passiviseras, även om det inte finns något direkt mervärde i form av högre avkastning för den enskilda andelsägaren eller pensionsspararen.³¹

I ett internationellt perspektiv är institutionella investerare mer aktiva i den företagsspecifika bolagsstyrningen i bolag som är noterade på den svenska aktiemarknaden än i bolag utomlands. Institutionerna har varit engagerade som ledamöter i valberedningarna och även haft stort inflytande i utformningen av den svenska självregleringen. Institutionella investerare har bland annat aktivt påverkat framtagandet av tydligare regler kring ersättningsprogram för ledande befattningshavare i svenska börsbolag. Det institutionella kapitalet har också gjort det svårt att börsintroducera bolag som har differentierad rösträtt i enlighet med A- och B-aktiemodellen. Det uppfattas nämligen inte som en attraktiv bolagsstyrningsmekanism utan sänker utländska investerares intresse att delta i kapitalanskaffning och därmed även försäljningspriset.

På detta sätt kan man peka på att svenska institutionella investerare

engagemang på området för självreglering haft stora likheter med de brittiska institutionella investerarnas. Skillnaden består i att det i Storbritannien är institutionella investerare, tillsammans med investmentbanker och representanter för näringslivet, som dominerar den brittiska självregleringen. I Sverige samsas i stället institutionella investerare med andra kontrollägare, där ägarperspektivet snarare än företagarperspektivet står i centrum.

Sammanfattningsvis har institutionella investerare som agerar på den svenska aktiemarknaden större chans att utöva direkt ägarinflytande än i något annat land. Det ger institutionella investerare på den svenska aktiemarknaden en ojämförligt unik möjlighet att utnyttja sin ägarmakt för att påverka styrelsens arbete med värdeskapande. Makten att påverka utnyttjas också.

Sammanfattning

Svensk bolagsstyrning under efterkrigstiden, fram till 1980-talet, hade ett tydligt fokus på långsiktigt värdeskapande i bolagen och det målet kom under en period att sammanfalla med den så kallade intressentmodellen. Kontrollägarrens och verkställande ledningens makt legitimerades genom en kultur byggd på markörer som tillit, status och social kontroll.³² Arbetet med det långsiktiga värdeskapandet kom dock att drivas för långt genom att bevarandet av maktstrukturer i en del bolag blev viktigare än skapandet av verkligt aktieägarvärde och skymde sikten för affärsmässigt sunda investeringar. I kombination med ett skattesystem som gynnade inlåsning av kapital snarare än utdelningar ledde det till att många bolag diversifierade sin verksamhet för att till slut bli konglomerat.³³ Utvecklingen påminner därmed om imperiebyggandet under den amerikanska företagsledarkapitalismen och båda systemen utmanades av andra aktörer på aktiemarknaden under 1980-talet. Därefter renodlades både de svenska och amerikanska bolagsstrukturerna, och även europeiskt näringsliv har gått igenom liknande processer.

Idag menar många att pendeln svängt för långt åt andra hållet. Finanskapitalismens fokus på aktieägarvärde i närtid har kommit att

premiära styrelsens arbete med att i stället ta fram kortsiktiga vinster. Den här styrprocessen, där styrelsearbetets roll alltmer förskjuts bort från att hantera organisationens värdeskapande process till att tillfredsställa kapitalmarknadens fokus på bolagets finansiella flöde, kan åskådliggöras genom den tidigare presenterade illustrationen av Östman och Sjöstrand.

Kapitel 8

Svenska uppköpsregler

I det här kapitlet beskrivs hur de svenska uppköpsreglerna vuxit fram och hur de svenska reglerna skiljer sig från reglerna i andra länder. Det kopplas ihop med en ägarmiljö som är starkt påverkad av ett stort inslag av institutionella investerare, svenska såväl som utländska. Här beskrivs hur svenska uppköpsregler under den aktiva uppköpsvågen 2004–2008 var fokuserade på affärer och inriktade på att skydda en intressent: nuvarande aktieägare i det uppköpta bolaget och denna grups önskan att få så bra betalt som möjligt. För styrelsen och den enskilda ledamoten var detta inte helt enkelt. Deras agerande reglerades av de svenska NBK:s (Näringslivets börskommitté) uppköpsregler från 2003, de så kallade NBK-reglerna, EU:s uppköpsdirektiv från 2004, den kommande svenska tillämpningen av densamma genom *lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, kallad LUA (2006), liksom av en självreglering, anpassad till den svenska ägarmodellen.

Juridik och självreglering

I den svenska aktiemarknadsrätten beskrivs, som påpekats tidigare, styrelsens uppdrag som att säkerställa att bolaget ger vinst åt aktieägarna (ABL 3 kap. 3 §). Styrelsens uppdrag är att tolka aktieägarkollektivets hypotetiska viljeyttring där styrelsens agerande utgör en syntes av en rad olika viljor. Detta har betydelse för hur aktiemarknadsrätten utvecklats. Daniel Stattin beskriver det i sin bok *Takeovers* som att aktiemarknadsrätten inte bara är utformad för att skydda nuvarande aktieägare och minoritetsaktieägare,

den är inte heller främmande för att skydda investerare i allmänhet, vilket inbegriper möjliga framtida aktieägare liksom tidigare aktieägare.¹ Fokus är på aktiens rätta värde men aktiemarknadsrätten har ingen synpunkt på vilket det värdet är.

Juridiken bakom uppköpsregler avviker från både aktiemarknadsrätten och bolagsrätten. Under ett uppköp agerar styrelsen i ett rättsligt sammanhang som egentligen går utanför dess regelmässiga domän. De agerar som ställföreträdare för ägarna eftersom aktieägarna kan ses som ett anonymt kollektiv utan tydlig åsikt.

I Sverige grundades det självreglerande organet Näringslivets börskommitté (NBK) 1968, på initiativ av dåvarande Industriförbundet och privata intressenter som Handelsbankssfären och Wallenbergssfären som arbetade genom Stockholms Handelskammare. Syftet var att etablera god sed på den svenska aktiemarknaden. NBK:s första uppköpsrekommendation kom 1971. Reglerna var utformade för att säkerställa att aktieägarna har möjlighet att utvärdera erbjudanden och att transaktionen innebär lika pris för aktier av samma serie.

År 1986 tog Industriförbundet och Handelskammaren initiativ till en fristående granskningspanel, Aktiemarknadsnämnden, även denna gång enligt brittisk förebild. Sedan starten 1986 och fram till 2009 hade Aktiemarknadsnämnden gjort 600 uttalanden. Två tredjedelar av dessa berörde uppköp och de senaste åren har nästan samtliga handlat om bud. Till detta kommer 2–3 förfrågningar per dag.² Sedan 2003 ingår institutionella investerare i NBK och har tre representanter, vilket betyder att den svenska självregleringen närmar sig den brittiska. Därmed skedde en förskjutning av makten över börsbolagen från de gamla kontrollägarna till övriga aktieägare: med andra ord till det svenska och utländska institutionella kapitalet.

Den svenska självregleringen organiserades om 2005 av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden och består numera av Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Aktiemarknadsnämnden och Rådet för finansiell rapportering.³ Ansvar för uppköpsreglerna ligger formellt under kollegiet samtidigt som Aktiemarknadsnämnden har till uppgift att granska och uttala sig om både kod och uppköpsregler. Den har ganska stor frihet att

ta egna initiativ till uttalanden. Nämnden kan göra uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden, ta upp frågor av principiell natur eller av praktisk betydelse för aktiemarknaden.⁴

En löpande utveckling av reglerna

Sedan 1972 har de svenska uppköpsreglerna reviderats vid åtta tillfällen. De två senaste revideringarna, 2009 och 2012, gjordes efter finanskrisen. I likhet med de brittiska uppköpsreglerna har revideringarna skett inom ramen för självregleringen och som en följd av kriser och skandaler. Den första revideringen gjordes 1979 i efterdyningarna av det första moderna budet på ett svenskt börsbolag, Beijer Invests bud på Företagsfinans. Det var första gången som ett bud på den svenska aktiemarknaden presenterades direkt till aktieägarna utan att i förväg ha förankrats i styrelsen.⁵ En svensk budplikt kom 1999 och då sattes gränsen för aktieinnehav till 40 procent av kapitalet eller rösterna. Mer om det längre fram.

Under 2003 genomfördes några större revideringar av de svenska uppköpsreglerna. Då upprättades för första gången ett ordentligt dokument med dessa regler. Flera av de nya reglerna var en anpassning till EU:s väntade uppköpsdirektiv. Därför sänktes gränsen för budplikt 2003 till 30 procent. Många av ändringarna syftade till att stärka förhandlingspositionen för samtliga aktieägare i målbolaget. Det infördes krav på att styrelsen i målbolaget ska agera i samtliga aktieägars intresse och även uttala sig om erbjudandet. Samtidigt blev det tydligt att de svenska uppköpsreglerna avvek från både EU:s ambition att skapa lika spelregler och EU:s brittiska förebild. I de svenska NBK-reglerna från 2003 stod det att styrelsen i målbolaget skulle uttala sig om ett erbjudande och att om den avstyrkte skulle skälen till detta framgå.⁶ I kommentaren påtalas vikten av att alla aktieägare behandlas lika, liksom att styrelsens egenintresse inte får påverka dess uttalande.

I NBK 2003 nämns inte aktieägarintresset uttryckligen utan ska mer tolkas som underförstått. Eftersom styrelsen enligt svensk bolagsrätt sitter på ett tydligt mandat från aktieägarna kan de knappast agera i någon annans intresse. Svensk och delvis nordisk rätt ligger nära det brittiska

Tabell 8.1. Utvecklingen av de svenska uppköpsreglerna.

Ändringsdatum	Anledning
1972	Första uppköpsreglerna
1979 (Version 2)	Beijer Invests fientliga bud på Industrifinans
1988 (Version 3)	Bättre prospekt
1999 (Version 4)	Bättre prospekt och budplikt vid 40 procent
2003 (Version 5)	NBK; samtliga noterade bolag inkluderas
2003 (Version 6)	Teknisk revidering, gräns för budplikt sänks till 30 procent
2006 (Version 7)	EU:s uppköpsdirektiv blir svensk lag genom lagen om offentliga uppköpserbjudanden (LUA)
2009 (Version 8)	Större revidering riktad till budgivaren, budbolagets styrelse samt tekniska ändringar
2012 (Version 9)	Teknisk revidering

aktieägarperspektivet. Men NBK-reglerna från 2003 nämner varken ”bolaget” eller ”anställda”; de nöjer sig med att styrelsen avger sin åsikt om detta, utan detaljerad vägledning.

I uppköpsdirektivet 2004, liksom i brittiska Takeover Code, beskrivs däremot styrelsens roll tydligt i relation till de anställda. På flera ställen i direktivet påtalas att målbolagets styrelse ska ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättning, anställningsvillkor och placering av bolagets verksamhet. Målbolagets styrelse ska agera med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet. Budgivaren ska presentera en plan för bolagets framtid, hur den påverkar anställda och vad effekten blir på de platser där verksamhet bedrivs.⁷

När uppköpsdirektivet 2006 införlivades i svensk lag genom LUA står det för första gången att de anställda ska informeras på samma sätt som aktieägarna. Men det finns inga krav på uppgifter om effekter på sysselsättning, placering av arbetsplatser och så vidare.⁸

Svenska intressekonflikter

Den från svensk horisont speciella inställningen till begreppet intressekonflikter slår tydligt igenom i de olika revideringarna av de svenska uppköpsreglerna. I direktivet liksom i de brittiska uppköpsreglerna talas det utförligt om aktörer som agerar i samförstånd (*concert-parties*) eller underförstått samförstånd (*tacit*). Det speglar den vikt som både Storbritannien och EU lägger vid likabehandling av aktieägarna som kollektiv, där ingen aktör ska känna sig förfördelad, liksom bilden av styrelsen som oberoende representant för aktieägarkollektivet. Varken ”samförstånd” eller ”underförstått samförstånd” nämns i de svenska uppköpsreglerna. Stattin går i en artikel i *Juridisk Tidskrift* igenom rättsläget avseende hur intressekonflikter hanteras i svensk rätt.⁹ En styrelseledamot har som plikt att meddela all den information som vederbörande har och som kan vara viktig för bolaget till övriga ledamöter.¹⁰

I NBK:s regler från 2003 talas det om personer som är närstående till budgivaren.¹¹ Siktet är inställt på aktörer som kommer överens om att rösta på samma sätt för att därmed få inflytande över bolagets förvaltning eller stödja en möjlig budgivare som vill få kontroll över bolaget. Överenskomsten ska vara skriftlig eller muntlig. Den avser inte tillfällig samverkan vid exempelvis styrelseval. För en enskild ledamot i ett svenskt börsbolag, som har samröre med en storägare, kan ett bud från storägaren ha varit ”underförstått” under en längre tid.

NBK:s regler från 2003 tar däremot upp situationen där enskilda ledamöter eller befattningshavare står bakom ett bud liksom risken med att en före detta ledande befattningshavare agerar rådgivare till en budgivare. Syftet är då inte att förhindra agerandet utan att säkerställa att alla aktieägare får tillgång till likvärdig information. Här rekommenderas styrelsen att anlita en oberoende rådgivare. På en punkt går de svenska reglerna kring intressekonflikter längre än både de brittiska och EU-direktivet. Det rör situationen där ledande befattningshavare köper ut tillgångar från bolaget. Detta hanterades fram till och med 2012 direkt i noteringsavtalet på Stockholmsbörsen men har därefter blivit en fråga för Aktiemarknadsnämnden.¹²

Styrelsens rekommendation kan innehålla ett yttrande från en oberoende rådgivare, ofta i form av ett värderingsutlåtande, en så kallad *fairness opinion*, som tar ställning till skäligheten av ett erbjudande från finansiell utgångspunkt för aktieägarna i målbolaget. EU:s uppköpsdirektiv nämner inte något om oberoende rådgivare eller värderingsutlåtande. Men detta spelar en viktig roll i den brittiska uppköpskoden. Enligt koden ska styrelsen anlita en egen oberoende rådgivare, vid sidan av den som arbetar för bolaget och företagsledningen.¹³ Dessutom är koden noga med att betalning inte får vara kopplad till om budet lyckas eller misslyckas.¹⁴

NBK 2003 tar upp frågan om värderingsutlåtande i samband med styrelseledamöters intressekonflikter och pekar då på att en oberoende värdering ska publiceras.¹⁵ Men inget nämns om det fall där enskilda ledamöter i egenskap av aktieägare tecknat avtal med en budgivare om att acceptera ett erbjudande.

Due diligence-undersökningar

På 1990-talet var både företagsbesiktningar, så kallade *due diligence*-undersökningar, och åtgärder till skydd för budgivaren ovanliga utanför Storbritannien. Due diligence-undersökningar möjliggör för en potentiell köpare att gå igenom ett tänkt förvävsobjekt mer i detalj för att identifiera och värdera eventuella risker. Det betyder att uppköpskandidatens styrelse bryter mot tystnadsplikten i aktiebolagslagen: börsbolag får inte ägna sig åt selektiv informationsgivning och därmed riskera att lämna ut kurspåverkande information.

Due diligence-undersökningar berörs inte i den brittiska uppköpskoden. Men britterna använder olika skyddsmekanismer, vilket indirekt berör även due diligence-undersökningar. Frågan om sådana undersökningar tvingar styrelsen att fundera igenom sin egen strategiska plan för bolaget. Samtidigt sätter dessa undersökningar ljuset på en av de viktigare intressekonflikterna för svenska styrelser. Å ena sidan sitter styrelsen på mandat från nuvarande aktieägare (de kan röstas bort så fort någon aktör samlat ihop 10 procent av aktierna och kallar till extra stämma), å andra

sidan ska styrelsen enligt aktiebolagslagen behandla samtliga aktieägare lika. Både bolagsrätt och finansmarknadsrätt berörs.

Inom ramen för bolagsrätten kan ett erbjudande om att genomföra en due diligence-undersökning komma i konflikt med styrelsens vårdnadsplikt. En due diligence måste ske skyndsamt och informationsutbytet begränsas så att bolagets affär inte kommer till skada. Kapitalmarknadsrätten hanterades i NBK 2003 där det står att styrelsen ska tillåta en due diligence om den bedömer det vara i aktieägarnas intresse och nödvändigt för att ett bud ska presenteras.¹⁶ Till detta kan läggas att all kursdrivande information måste offentliggöras. Sammanfattningsvis erbjöd NBK 2003 en styrelse ganska fritt spelrum att hantera en förfrågan om att få genomföra en due diligence-undersökning.

Svensk budplikt

Ur ett europeiskt perspektiv var Sverige sent med att införa en budplikt där en ägare som passerar vissa gränsvärden tvingas lägga bud på hela bolaget. Den första gränsen kom 1999 och sattes då till 40 procent av kapital och röster. Både den svenska näringslivseliten och politikerna opponerade sig och införandet pressades igenom först efter påtryckningar från EU och hot från institutionella placerare, som ofta fått ta rollen som minoritetsägare. Gränsen sattes vid 40 procent trots att de flesta EU-länder redan följde briterernas exempel med en gräns vid 30 procent.¹⁷ En viktig aspekt i den svenska debatten var hanteringen av prisskillnader mellan A- och B-aktier. Med budplikt skulle huvudaktieägarnas möjlighet att sälja röststarka A-aktier till en premie begränsas och en önskvärd strukturomvandling kanske utebli. Nu fastnade Aktiemarknadsnämnden för 10 procent som acceptabel prisskillnad.¹⁸

Gränsen sänktes 2003 till 30 procent. Aktieägare som ägde mer än 40 procent av aktierna före den 1 juli 1999 var undantagna från budplikt.¹⁹ Däremot träffades aktörer som köpt mer än 30 procent efter 1999. Inför livandet av uppköpsreglerna 2006 medförde att budplikten ändrades så att samtliga ägare till mer än 30 procent av rösterna blev undantagna från budplikt. Samtidigt avstod Sverige från möjligheten att införa nya högre

budpliktsgränser, något som flera andra länder gjort. Vanliga gränser är 50 respektive 70 procent. Undantagen har i Sverige varit många. Det har bidragit till att Aktiemarknadsnämndens beslut har uppfattats som svåra att tolka för både allmänheten och berörda parter.

Tvångsfusion

Under de här åren har även aktiebolagslagen ändrats på sätt som haft betydelse för både uppköpsmarknaden och minoritetsskyddet. En anpassning till nya EU-regler gjorde att aktiebolagslagen reviderades strax efter millennieskiftet. Då introducerades bland annat en regel om tvångsfusion i samband med att en ny ägare fick kontroll över två tredjedelar, 66 procent, av kapital och röster. Resultatet blev att en ny storägare kunde avnotera bolaget och rösta igenom ändringar i bolagsordningen.

Lagändringen tog inte sikte på börsnoterade bolag men det fanns inte heller något undantag för bolag med spritt aktieäggande. I praktiken ledde det till att gränsen för tvångsinlösen och avnotering, som i aktiebolagslagen var satt till 90 procents uppslutning, blev aktuell redan vid 66 procent. Det betydde också att en budgivare endast behövde bjuda så mycket för bolaget att den fick in 66 procent av aktierna i stället för 90 procent, vilket sänkte kravet på budpremie. Lagändringen fick en extra vinkel av att svenska aktiefonder är förhindrade att äga aktier i icke noterade bolag. Det gjorde dem till automatiska säljare så fort en ägare kom över 66 procent av aktierna eller rösterna och började hota med att avnotera ett bolag.

Nordiska regler

Historiskt har det funnits tydliga gemensamma drag i aktiebolagsrätt och bolagsstyrning i de nordiska länderna. Danmark, Norge och Finland har däremot inte följt den svenska utvecklingen där ledstjärnan varit ökad orientering mot aktieägarvärde. De finländska uppköpsreglerna refererar direkt till aktiebolagens krav på att styrelsen ska agera i bolagets och aktieägarnas intresse. Det innefattar bolagets syfte att generera vinst för

aktieägarna om inget annat framgår.²⁰ Finländska styrelser får därmed lättare ett långsiktigt perspektiv på effekten av ett bud för aktieägarna, jämfört med en svensk styrelse som är hänvisad till aktiekursen här och nu.

Norge, som står utanför EU, har infört huvuddelarna av uppköpsdirektivet. I den norska uppköpskoden står att ”styrelsen inte ska hindra eller motverka ett bud såvida det inte finns speciella omständigheter”.²¹ De danska uppköpsreglerna från 2007 följer EU-direktivet. Danmark har valt att inte acceptera krav på styrelseneutralitet.

De nordiska länderna har också olika bolagsstyrningskoder, vilket kan ha betydelse för styrelsens agerande i samband med ett bud. Mandatperioder för ledamöter skiljer sig åt: norska ledamöter väljs för två år i taget medan danska sitter på treåriga mandat med överlappande valperioder. I Danmark är valberedningen ett organ inom styrelsen. Norge har följt det svenska initiativet med externt tillsatt valberedning men med den skillnaden att valberedningen ska ha *en* oberoende ledamot och att samtliga ledamöter utses av föregående års bolagsstämma. Finland har både internt och externt tillsatta valberedningar.

Analys och slutsatser

Som vi konstaterat hade Sverige en aktiv uppköpsmarknad under finanskapitalismen, överträffad endast av Storbritannien. Men det fanns skillnader. Svenska uppköp gjordes oftare av utländska aktörer och inom riskkapitalbranschen var intresset stort. En vanlig förklaring är bristen på inhemskt kapital, bland annat som följd av ett skattesystem som missgynnat privat förmögenhetsuppbyggnad. I det här kapitlet kompletteras bilden med en beskrivning av hur den svenska modellen för bolagsstyrning, ägarstyrning, kommit att fungera i relation till införlivandet av uppköpsregler. Det svenska regelverket kring uppköp öppnar för ett eget förhållningssätt till bolaget som institution och innebörden av intressekonflikter samt till hur budplikt ska införlivas i en miljö med många kontrollägare.

I Sverige finns alltså ett regelverk som tillämpas lika för alla bolag, oavsett om det har spritt ägande, kontrolläggande eller om det finns olika

aktieslag. Sverige är ganska ensamt om att ha en styrelse som samtidigt ska vara neutral, agera enbart i aktieägarnas intresse och ha ett tydligt mandat från aktieägarna. Sverige har även haft svårt att hantera begränsningar för hur kontrollägare ska agera, både avseende budplikt och möjliga budpremier på kontrollposter.

Här går det att göra en sammanfattning av hur en modern uppköpsmarknad kan te sig på nationell nivå. Det blir tydligt att i ett land med en aktieägarorienterad bolagsstyrningsmodell, med ett stort inslag av institutionella investerare som placerar enligt portföljallokeringsmodeller, blir förutsättningarna att genomföra uppköp goda. Det positiva uppköpsklimatet förstärks av att merparten av de här institutionella placerarna utvärderas mot olika index på ett sätt som leder till ett kortsiktigt investeringsmönster.

Sammantaget har detta gjort svenska börsbolag särskilt känsliga för ägarnas intentioner. Den formella bolagsstyrningen, såsom den beskrivits i aktiebolagslagen, har förblivit intakt. Den förväntade harmoniseringen till en angloamerikansk aktieägarorienterad bolagsstyrningsregim har inte heller infunnit sig. Allt detta har lämnat ett stort utrymme för olika mellanhänder att agera tillsammans eller var för sig, vilket på olika sätt påverkar förutsättningarna för bolaget att överleva som självständig enhet. Bland aktörerna märks investmentbanker, institutionella placerare, medier och diverse PR-aktörer.

Den här utvecklingen har bidragit till att svenska börsbolag varit särskilt sårbara för uppköp. Där det funnits kontrollägare har dessa kunnat förhandla till sig bra priser vid en försäljning, och där det saknats kontrollägare har institutionella placerare drivit bolag i riktning mot utdelningar, återköp eller uppköp. Ibland har de två grupperna samarbetat, ibland inte. I nästkommande två kapitel beskrivs två fallstudier av uppköp av svenska börsbolag. Fallstudierna syftar till att illustrera hur dagens uppköpsmarknad i väsentliga avseenden avviker från teorin om en effektiv marknad för företagskontroll.

Kapitel 9

Old Mutuals bud på Skandia

Det brittisk-sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutuals bud på spar-koncernen Skandia i september 2005 var ett av de största internationella fientliga buden i Europa under högkonjunkturen som föregick den globala finanskrisen 2008. Det fanns goda skäl för sydafrikanska Old Mutual att vilja komma över ett snabbväxande sparbolag i Europa. Det skulle minska exponeringen mot Sydafrika som allmänt sågs som osäkert för placerare på den internationella kapitalmarknaden. Ett större Old Mutual skulle dessutom ingå i det försäkringsindex som de stora institutionella placerarna följde och utvärderades mot i Europa när de investerade i försäkringsbolag på de europeiska aktiemarknaderna. Viktigt i sammanhanget var också att Old Mutual vid tidpunkten för det fientliga budet hade en stark balansräkning och pressades att antingen skifta ut pengar till aktieägarna eller investera dem i ett förvärv.

Samtidigt utgjorde Skandia något av den perfekta uppköpskandidaten. Skandia hade sina rötter i ett gammalt anrikt svenskt försäkringsbolag. I gruppen ingick ett ömsesidigt ägt livbolag med 400 miljarder kronor under förvaltning och två miljoner kunder. Under 1990-talet hade en framgångsrik fondförsäkrings- och sparrörelse byggts upp och åren kring millennieskiftet hade aktiekursen skenat. Men sedan kom IT-kraschen som drog med sig Skandia i fallet, skapade en likviditetskris i bolaget och tvingade fram en försäljning av det tidigare så framgångsrika fondförsäkringsbolaget i USA, American Skandia.

Bakgrunden

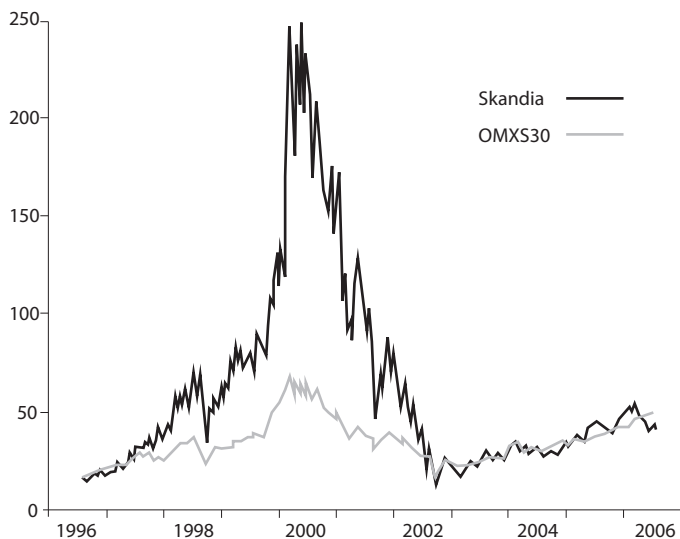
I mars 2000 – på toppen av IT-bubblan – hade Skandia ett börsvärde på 250 miljarder kronor. Skandia värderades då till tolv gånger bokfört kapital. Det sjönk därefter ner till som lägst 11 miljarder kronor (figur 9.1). Skandia beskrevs ofta som ett europeiskt Enron, det amerikanska energibolag som kraschade 2001 och där chefer både berikat sig och manipulerat redovisningen. Under 2002 och 2003 byttes i stort sett hela Skandias företagsledning och styrelse ut.¹

Våren 2004 hade Skandia återhämtat sig något. Bolaget var nischat och mindre än de stora sparbolagen i Europa (tabell 9.1). Värdet låg kring 30 miljarder kronor men aktiekursen sågs av många aktörer på kapitalmarknaden som pressad. Rörelsen var i och för sig på väg åt rätt håll men bolagsstrukturen haltade. En stor del av verksamheten låg i Storbritannien och där saknade den svenska bolagsledningen full kontroll. Den brittiska dotterbolagsledningen ville helst att bolaget i Storbritannien skulle leva ett självständigt liv som börsnoterat brittiskt fondförsäkringsbolag, Skandia Life UK. Samtidigt led verksamheten i Sverige av att vara splittrad mellan

Tabell 9.1. Aktörerna i livförsäkringsindustrin.

Europeiska försäkringsbolag 2004	Förvaltad kapital, miljarder pund
Allianz (Tyskland)	770
AXA (Frankrike)	630
ING (Nederländerna)	370
Aviva (UK)	300
Generali (Italien)	240
AEGON (Nederländerna)	220
Prudential (UK)	200
Legal & General (UK)	180
Old Mutual (Sydafrika/UK)	160
Skandia (Sverige)	50

Källa: Kallifatides m.fl. (2010).

Figur 9.1. Skandia-aktien. Kronor.

Källa: Kallifatides m.fl. (2010).

en börsnoterad sparrörelse och en ömsesidigt ägd livförsäkringsrörelse i form av Skandia Liv.

Dessutom saknade Skandia en kontrollägare. Skandia hade haft en ägarbegränsning i bolagsordningen som försvunnit under slutet av 1990-talet och saknade nu A- och B-aktier som annars varit vanliga i svenska börsbolag. Därtill hade tidigare storägare, som Handelsbankssfärens investmentbolag Industrivärden och de två finländska försäkringsbolagen Pohjola och Sampo, sålt sina aktier. Institutionella investerare, med förhållandevis små aktieposter och ofta kortsiktig placeringshorisont, hade 2004 full kontroll över Skandias styrelsetillsättning.

Valberedningens sammansättning ändrades vid flera tillfällen och kom till slut att bestå av representanter från fyra svenska institutionella place-rare. I mars 2004 utgjordes dessa av SEB Fonder (4,2 procent), Swedbank Robur (3,9 procent), Andra AP-fonden (2,5 procent) samt Handelsbanken

Tabell 9.2. Skandias öppna ägarbild (procent).

Aktieägare	December 2000	Aktieägare	Mars 2004
Utländska	56	SEB Fonder	4,2
Pohjolagruppen	10,5	Swedbank Robur	3,9
Industrivärden	4,8	Andra AP-fonden	2,5
Robur Fonder	3,3	SHB Fonder	2,4
AMF	2,5	Singapore	1,7
		Alecta	1,4
		Nordea Fonder	1,3
		Fjärde AP-fonden	1,1
		Första AP-fonden	1,1
		Fidelity Fonder	0,8
		10 största	20,4
		Marknadsvärde 30 miljarder kronor	

Aktieägare	Juli 2003
Pohjolagruppen	9,0
Sampo	6,9
Industrivärden	4,8
Alecta	4,1

Källa: SIS Ägarservice (2000–2004).

(2,4 procent). I november samma år seglade Nordea Fonder upp bland de största institutionella ägarna. Sammantaget kontrollerade fem svenska institutionella investerare 22 procent av aktierna. I november 2003 hade de bara ägt 6 procent.

Våren 2004 utsågs en ny namnkunnig styrelse i Skandia med personer med gott renommé i det svenska näringslivet. Nyvalda var Kajsa Lindstahl, med bakgrund i etiska Banco Fonder, Swedbanks tidigare vd Birgitta Johansson-Hedberg, Karl-Olof Hammarkvist, med bakgrund från Skandia och Nordea samt de två företagsledarna Lennart Jeansson, Volvo, och Anders Ullberg, SSAB. Finansmannen Björn Björnsson, som var vice ordförande, hade valts in tidigare.

Olika målbilder kring framtiden

Ny ordförande blev Bernt Magnusson med en bakgrund som svensk industrialist och omstrukturerare av svensk basindustri. Nu tolkade Magnusson sitt uppdrag så att han skulle lyssna på önskemålet från de

tongivande ledamöterna i valberedningen, vilka var två representanter från SEB Fonder och Andra AP-fonden med tillsammans åtta procent av kapitalet. Dessa ansåg att det bästa var om Skandia hamnade i en stabil ägarmiljö genom en avyttring av bolaget i sin helhet eller i delar. Skandia kunde exempelvis delas upp i en nordisk del, en brittisk del och "resten av världen". Magnusson lyssnade och fick stöd av vice ordförande Björn Björnsson.

Flera av ledamöterna förespråkade samtidigt ett styrelsearbete inriktat på att bygga en strategi som var långsiktigt hållbar för Skandia, där bland annat Skandia Life UK lyfte sin lönsamhet ytterligare. En eventuell strukturaffär skulle då bli aktuell först när Skandias vändning syntes tydligt i resultatet och förhoppningsvis då återspeglades i en höjd aktiekurs. Det var också så den nye vd:n Hans-Erik Andersson resonerade.

I Skandia blev maktbalansen mellan vd, styrelse och aktieägare därför otydlig. De vanliga ledamöterna hade problem med att finna sina roller. Styrelsearbetet blev tudelat med ordföranden och vice ordföranden vid rodret. Exempelvis anlidade dessa investmentbanken Morgan Stanley som rådgivare för att skissa på en strukturaffär, inklusive en möjlig försäljning av hela Skandia eller det brittiska dotterbolaget, utan att ha stämt av ordentligt med hela styrelsen. Senhösten 2004 använde Bernt Magnusson medierna för eget utspel kring en möjlig strukturaffär. Bland annat gav han i början av december det året en intervju i *Dagens Nyheter* där han berättade att Skandia var "öppet för allt".² Därefter började olika finansiella rådgivare positionera sig för att kunna delta i en eventuell affär. Med finansjargong var Skandia satt "i spel". Styrelsen försökte på olika sätt begränsa Morgan Stanleys arbete samtidigt som Magnusson, med stöd av Björnsson, uppmanade Morgan Stanley att arbeta vidare.

I den här miljön lockades den svenska fonden Cevian, med den kände ägaraktivisten Christer Gardell, in som ägare. Fonden köpte 3,4 procent av aktierna och Gardell adjungerades till valberedningen i Skandia. Vintern 2005 marknadsförde Gardell sina idéer kring Skandia hos olika investerare. Han pekade på att Skandia kunde vara värt så mycket som 60–70 miljarder kronor, en fördubbling jämfört med dåvarande börskurs.

Cevian fick stöd av olika aktieägargrupper i Sverige, liksom av hedge-

fonder i Storbritannien och olika investmentbolag på Island.³ I samband med bolagsstämman våren 2005 fick Gardell en styrelsepost och därefter besökte han Storbritannien och dotterbolaget Skandia Life UK. Han fick inget förtroende för den brittiska ledningen och kom tillbaka med beskedet att verksamheten borde avyttras. Gardell träffade även investmentbanken Deutsche Bank som var rådgivare åt Old Mutual och Old Mutuals vd Jim Sutcliffe som var intresserad av en affär.

När Old Mutual till slut dök upp som intressent i maj 2005 försattes Skandias styrelse i en svår situation. Skandia-aktien handlades till 35 kronor. Budet, som presenterades för Skandias styrelsen som vänligt sinnat och förväntades hamna på över 45 kronor – långt över börskursen – läckte ut till aktiemarknaden den 13 maj och Skandia-aktien steg. Pikant i sammanhanget var att det var en Cevian-anställd som läckt och samtidigt köpt aktier. Det gjorde det svårt för styrelsen att neka Old Mutual att gå igenom räkenskaperna – en så kallad *due diligence* – i konkurrens med andra aktörer. Gardell hotade bland annat med juridiska efterspel om akteägarna inte fick ta del av budet. Morgan Stanley fick i uppdrag att sätta ihop olika budkonsortier som skulle kunna lägga bud på hela eller delar av Skandia. Under sommaren fortskred emellertid arbetet långsamt. Det var svårt att sätta ihop olika intressenter. Bara Old Mutual var intresserat av att köpa hela Skandia.

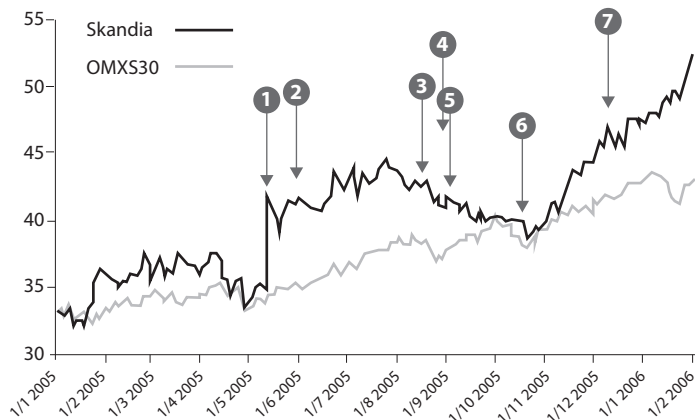
I juli tog Björn Lind, chef för SEB Fonder och ordförande i Skandias valberedning, och Christer Gardell från Cevian kontakt med Skandias största utländska ägare, det amerikanska fondbolaget Fidelity International, för att sondera hur starkt deras stöd var för en affär. Strax därefter tog Fidelity kontakt med ordföranden Magnusson för att uttrycka sitt stöd för en affär, varefter Magnusson föreslog att Fidelity skulle skriva brev till styrelsen. Det gjorde Fidelity och brevet lästes upp för styrelsen men utan att Magnusson och Gardell berättade om turerna som föregått det. Majoriteten i styrelsen förblev skeptisk. Ju längre sommaren fortskred, desto tydligare blev det att tre ledamöter i styrelsen – ordförande Magnusson, vice ordförande Björnsson och Gardell – ville maximera aktiekursen kortsiktigt medan övriga ledamöter ville fortsätta att utveckla Skandia som självständigt bolag.

Ett fientligt bud

Old Mutual lyckades aldrig få styrelsens samlade stöd för ett bud. Styrelsen var uppdelad i tre grupper. En var för en affär nu, tittade på priset och brydde sig inte så mycket om huruvida Old Mutual var rätt köpare eller inte. En annan grupp i styrelsen fann, i likhet med vd, att det var för tidigt att göra affär och dessutom var Old Mutual inte en köpare som kunde bidra nämnvärt till Skandias utveckling. En tredje grupp såg även till Skandias betydelse som stor försäkringsgivare och kapitalförvaltare i Stockholm och Sverige. I slutet av augusti 2005 överlät en splittrad Skandia-styrelse i stället åt aktieägarna att själva ta ställning till ett offentligt bud, som då justerats ned från 45 kronor till strax under 42 kronor, trots att börsen stigit under sommaren. Det hölls flera möten med institutionella placerare, organiserade av investmentbanken Morgan Stanley, men ingen institution ville ta ställning förrän styrelsen sagt sitt.

Affären presenterades till slut offentligt den 2 september. Det visade sig då att det svenska regelverket kring uppköp, som säger att en styrelse ska förhålla sig passiv i en budsituation och avge en rekommendation senast två veckor innan budtiden gått ut, i sig gör det relativt lätt att genomföra ett fientligt uppköp. Bland annat visade det sig att en stor del av de ursprungliga institutionella investerarna, både svenska och utländska, hade sålt av sina aktier när väl Old Mutuals bud blivit offentligt och Skandias aktiekurs stigit. De här institutionella placerarna valde att inte avvakta styrelsens rekommendation. Köparna var olika hedgefonder som gjorde arbitrageaffärer mellan Old Mutual och Skandia-aktien.

Det här var ett beteendemönster som Old Mutuals rådgivare hade räknat med. Old Mutual hade anlitat investmentbankerna Merrill Lynch och Deutsche Bank som hade erfarenhet av en rad internationella bud mellan europeiska bolag. I samtliga fall hade det varit viktigt att hitta en modell för att förmå de ursprungliga institutionella placerarna att sälja av och för det behövdes ett bud som bestod av en stor aktieandel. Det skulle locka in hedgefonder som kunde handla på prisskillnaden mellan budbolag och uppköpsbolag. Därmed blev det också ointressant vad styrelsen skulle tycka om budet; de ursprungliga aktieägarna hade ju redan sålt av.

Figur 9.2. Budet på Skandia. Kronor.

1. 12/5 OM:s indikativa bud läcker ut.
2. 31/5 Arbetet med due diligence påbörjas.
3. 16/8 Konfidentiellt bud läcker ut.
4. 29/8 Läcka om att Skandias styrelse splittarats över budet.
5. 2/9 OM bjuder 42 kr för Skandia.
6. 19/10 Skandia presenterar försvarsdokument.
7. 9/12 Släpper krav på 90 procents acceptans.

Styrelsen försvarar sig

Den 7 oktober 2005 avgick Skandias ordförande Bernt Magnusson som varit *för* en affär och ersattes av styrelseledamoten Lennart Jeansson, känd svensk företagsledare med bakgrund från Volvo, som var *emot* en affär. Därmed stod det också klart att styrelsen kunde förkasta Old Mutuals bud offentligt, med fyra ledamöter emot och två för (Bernt Magnusson hade ju avgått). Sedan visade det sig att styrelsens försvarsdokument, skrivet med hjälp av investmentbanken Goldman Sachs och som offentliggjorts under senhösten 2005, i stället för att locka kvar gamla aktieägare gjorde hedgefonder ännu mer intresserade av att köpa Skandia-aktier. Försvarsdokumentet speglade ett Skandia med goda framtidsutsikter, vilket för hedgefonder betydde att chansen att Old Mutual skulle fullfölja budet ökade. Det lugnade även de institutionella placerare som varit skeptiska till Old Mutuals bud. Risken för att Skandia skulle utvecklas dåligt var låg.

Dessutom rådde det positiv stämning på de globala tillväxtmarknaderna hösten 2005. Eftersom Old Mutual var noterat i Sydafrika – en tillväxtmarknad med mycket råvaror – steg Old Mutual-aktien på börsen och drog med sig Skandia uppåt. Lika illa blev det när Skandias nye ordförande, Jeansson, åkte till London för att tala direkt med Old Mutuals ordförande. Det visade sig att denne inte hade någon som helst avsikt att ingripa mot Old Mutuals vd Jim Sutcliffes planer, eftersom det skulle bryta mot brittisk bolagsstyrning där affärsverksamheten drivs av vd på ett tydligare sätt än i motsvarande svensk miljö. Old Mutuals vd hade alltså en betydligt starkare roll gentemot sin ordförande än Skandias vd haft gentemot sin.

Under senhösten försökte Skandias styrelse och olika svenska intressenter attrahera investerare som skulle kunna lägga ett motbud och ta rollen som ”vit riddare”. Samtal fördes bland annat med det ömsesidigt ägda Skandia Liv, men en affär avfärdades som för riskfylld ur ett portföljallokeringsperspektiv. Dessutom fick hedgefonderna – bland annat CSFB, Paulson och Noonday – som köpt stora aktieposter i Skandia i enlighet med de svenska reglerna för hur en valberedning ska sättas samman, uppdraget att föreslå ledamöter till den kommande årsstämman våren 2006. En hedgefond – Paulson – hade köpt på sig så många aktier att den tog ordförandeskapet i valberedningen. Det betydde att den aktör som var ytterst ansvarig för att en ny styrelse i Skandia utsågs representerade ett intresse som saknade långsiktigt intresse av Skandia.

Under senhösten 2005 och vintern 2006 försökte en grupp institutionella placerare, med stöd av Aktiespararnas riksförbund, representerande ungefär 15 procent av aktierna, stoppa affären. Det misslyckades. Old Mutual valde bland annat att sänka acceptansgraden för sitt bud från 90 procent till 50 procent av aktierna, vilket minskade risken i hedgefondernas arbitrageaffärer. I december 2005 hade Old Mutual kommit över drygt 70 procent av aktierna. Det visade sig också att det svenska regelverket för minoritetsaktieägare i försäkringsbolag var svagare än regelverket för aktiebolag.

I Sverige går det att tillsätta en minoritetsrevisor om det råder oenighet mellan olika aktieägargrupper. Men det gällde vid den aktuella tidpunkten

Tabell 9.3. Skandias ägarstruktur (procent).

Aktieägare	Mars 2004	Aktieägare	November 2005	Syn på OM
SEB Fonder	4,2	Fidelity Fonder	9	Ja
Swedbank Robur	3,9	CSFB	5,4	Ja
Andra AP-fonden	2,5	Paulson & Co	5,1	Ja
SHB Fonder	2,4	Noonday	4,9	Ja
Singapore	1,7	Andra AP-fonden	3,5	Nej
Alecta	1,4	Cevian Capital	3,4	Ja
Nordea Fonder	1,3	Swedbank Robur	2,4	Nej
Fjärde AP-fonden	1,1	SHB Fonder	2,1	Nej
Första AP-fonden	1,1	Nordea Fonder	2,0	Nej
Fidelity Fonder	0,8	Straumur-Burdaras	1,6	Ja
10 största	20,4	Aktiespararna, fullmakter	3,8	Nej
Marknadsvärde 30 miljarder kronor		Third Avenue	0,9	Nej
		Marknadsvärde 44 miljarder kronor		

Källa: SIS Ägarservice (2004–2005).

inte i försäkringsaktiebolag. Detta utnyttjade Old Mutual. Dessutom var flera svenska institutionella placerare, exempelvis olika fondbolag, förhindrade att äga aktier i icke noterade bolag, vilket gjorde dem automatiskt till säljare när Old Mutual började hota med att ta bort Skandia från börsen.

Hotet om avnotering var kontroversiellt. Old Mutual hotade med att driva igenom en så kallad *tvångsfusion*. Det var en ny regel som tillkommit kring millennieskiftet genom en anpassning av den svenska aktiebolagslagen till EU, men som förbisett att det slog undan benen för det svenska minoritetsskyddet. Genom regeln om tvångsfusion fick en ny storägare som fått kontroll över två tredjedelar, 66 procent, av kapital och röster möjlighet att driva igenom ändringar i bolagsordningen med följd att en ny storägare då kunde avnotera bolaget. I praktiken ledde det till att gränsen för tvångsinlösen och avnotering, som i aktiebolagslagen var satt till 90 procents uppslutning, blev aktuell redan vid 66 procent.

Det betydde också att en budgivare endast behövde bjuda så mycket för bolaget att den fick in 66 procent av aktierna i stället för 90 procent, vilket sänkte kravet på budpremie.

I mars 2006 hade OM till slut tagit kontrollen över Skandia. Eftersom börskursen på Old Mutual stigit och betalningen för Skandia skett i form av aktier i Old Mutual, köptes de sista aktierna för 52 kronor styck. Vd Hans-Erik Andersson byttes ut mot en chef från Old Mutual.

Skandia utvecklades till en början väl inom ramen för Old Mutual. Men sedan kom finanskraschen och Old Mutuals expansionsstrategi i framför allt USA misslyckades. Vd:n Jim Sutcliffe fick lämna 2009. I december 2011 köpte Skandia Liv tillbaka Old Mutuals verksamhet i Norden för 22,5 miljarder kronor. Den nya svenska gruppen har därefter omvandlats till en spar- och försäkringskoncern ömsesidigt ägd av försäkringstagarna.

Analys av Skandia

Old Mutuals fientliga bud på Skandia 2005 och den beskrivna konflikten under budstriden ger en bild av utfallet vid ett internationellt fientligt bud som skiljer sig från utfallet på en effektiv marknad för företagskontroll. Utfallet pekar snarare på existensen av något slags ”informell bolagsstyrningshierarki”, som beskrevs i kapitlet om bolagsstyrning. Den här processen pekar mot tre parallella teman som kan sägas styra en fientlig internationell budprocess på en modern kapitalmarknad med finansiella aktörer: skillnader i länders bolagsstyrningsmodeller, kortsiktighet bland institutionella investerare och arbitrage mellan regler, kultur och normer.

Skillnader i länders bolagsstyrningsmodeller

I USA ska en styrelse se till företagets bästa i samband med ett uppköp, samtidigt som det finns olika skyddsmekanismer. I Storbritannien och övriga Europa finns en tydlig tröghet i styrelsetillsättningen och det är

ovanligt att institutionella investerare presenterar egna kandidater till styrelsen.

I Sverige, där aktieägarna har ett uttalat och tydligt inflytande, blev det svårt för styrelsen att veta hur den skulle hantera Old Mutual. Skandia hade en styrelse som kontrollerades av kortsiktiga institutionella placerare och det blev svårt för styrelsen att arbeta med bolagets långsiktiga värdeskapande. Speciellt intressant är den dubbla roll på aktiemarknaden som tillskrivs en svensk bolagsstyrelse. Ledamöterna ska vara alla aktieägars förlängda arm i enlighet med den svenska aktiebolagslagen, vilket betyder att de även ska agera med hänsyn till tidigare och framtida aktieägare. Enligt uppköpsreglerna ska de samtidigt beskriva vad de tycker om ett erbjudande men inte agera på sådant sätt att aktieägarna förhindras att självständigt ta ställning till budet.

I Skandia ledde detta till att styrelsen splittrades i tre grupper. När Old Mutuals bud presenterades i september 2005 fanns tre ideologiska ståndpunkter representerade i styrelsen:

- *Kortsiktigt aktieägarvärde.* Argumentationen löd att budet översteg nuvarande börskurs och därför borde accepteras.
- *Långsiktigt aktieägarvärde.* Här gick resonemanget så att aktiemarknaden ännu inte fullt ut förstått Skandias fulla potential men att den skulle göra det, varför Skandias aktiekurs på sikt skulle komma att stiga mer än nuvarande bud.
- *Intressentvärde.* Enligt det här synsättet skulle ett fortsatt självständigt Skandia komma att bidra positivt till olika intressentgrupper och därmed både öka välfärden i samhället och höja Skandias värde.

I takt med att budstriden utvecklades kom det ideologiska förhållningssättet mellan långsiktigt aktievärde och intressentvärde att sammanfalla. Det kan sammanfattas i uppfattningen att ”ett oberoende Skandia är bra för Stockholms kapitalmarknad”. Utfallet blev dock ett annat, eftersom det visade sig att de aktörer som ville maximera aktiekursen kortsiktigt hade ett starkt stöd både hos olika mellanhänder, exempelvis investmentbanker (som tjänade pengar på transaktion), och institutionella investerare (som

placerade enligt olika jämförelseindex). Nej-sidan, bestående av vd och ”allmänintresset”, vägrade i sammanhanget lätt, speciellt som regler kring uppköp gav nuvarande aktieägarna större makt än bolaget.

Kortsiktigheten bland institutionella aktieägare

Idén om rationella investerare som agerar på effektiva marknader fungerar inte i praktiken. Många institutioner följer olika aktieindex snarare än bolag och saknar möjlighet att arbeta med långsiktighet i ägarstyrningen. Delvis är det en följd av olika regelverk som bland annat förespråkar riskspridning och marknadsvärdering av tillgångarna, men det tycks även vara en följd av incitamentsprogram och idéer om vad som utgör en sund kapitalförvaltning. När styrelsen sa nej till budet i Skandia var stora delar av aktieägarbasen utbytt från pensions- och aktiefonder till olika arbitragefonder.

Dessutom strukturerade Old Mutuals finansiella rådgivare Merrill Lynch budet som en kombination av kontanter och aktier, just med syftet att göra det möjligt för institutionella placerare att sälja av aktier till olika hedgefonder. Det faktum att Old Mutual skulle ingå i ett av de större försäkringsindexen bidrog samtidigt till att pressa upp aktiekursen i Old Mutual, eftersom många fondförvaltare därmed viktade upp sin exponering i Old Mutual, vilket i sin tur drog med sig Skandia-aktien.

Regel-, kulturell- och normarbitrage

Olika aktörer gynnas eller missgynnas av de regelverk som vuxit fram kring olika länders bolagsstyrning. Det rör uppköpsregler, budpliktsregler, liksom neutralitetsregler i styrelserummet. Smarta aktörer drog fördel av skillnader mellan olika system. Skandia kom här i kläm mellan olika regelverk där budet var påhejat av amerikanska investmentbanker och kunniga affärsjurister, som hittade kryphål när brittiskinspirerade uppköpsregler tillämpades på ett bolag med svensk bolagsstyrning.

Skandia-affären visar hur Old Mutual utnyttjar möjligheten att kräva en genomgång av Skandias siffror, så kallad *due diligence*. Metodiken är amerikansk och fungerar väl i en amerikansk miljö. I en svensk miljö är dock metodiken tidskrävande och styrelsens legala skyldighet att medverka till en due diligence-process oklar. I Skandia pågick denna process under flera månader, vilket till sist gjorde budet till en självspelande process. Andra exempel var investmentbanken Morgan Stanleys arbete med ett utlåtande kring en affär, en så kallad *fairness opinion*, som därtill skulle ge extra betalt om ett bud gick igenom. Proceduren fungerar dåligt i svenska bolag som snabbt kan förlora kontrollen över processen när styrelsen väl öppnat böckerna.

Därtill skilde styrelsernas mandat sig åt. Old Mutuals ledamöter agerade mer självständigt mot sina aktieägare, i linje med brittisk bolagsstyrning, och gav större frihet åt sin vd jämfört med Skandias styrelse.

Old Mutual använde sig av tvångsfusionsregeln. Vid tidpunkten för Skandia-affären kunde en budgivare – efter att ha fått kontroll över 66,7 procent av aktierna – driva igenom en fusion mellan moderbolag och dotterbolag utan stöd från minoritetsaktieägarna. Detta berodde på en anpassning av aktiebolagslagen till nya EU-regler vid millennieskiftet som bortsett från några särdrag i den svenska aktiebolagslagen. I Sverige visade sig tvångsfusionen vara ett tydligt brott mot det svenska minoritetsskyddet, som kräver 90 procents anslutning från aktieägarna för att det ska kunna bli aktuellt med en avnotering. Därmed hade den svenska marknaden för företagskontroll vid tiden för Old Mutuals bud på Skandia förflyttats från 90 procent till 66 procent.

Old Mutual–Skandia-processen speglar också ett antal händelser som kan beskrivas som normarbitrage såtillvida att en del aktörer gjorde sådant som andra, av ett eller annat skäl, ansåg som oacceptabelt. Ett exempel är den anställda på Cevian som i maj 2005 läckte till medierna att Old Mutual planerade att bjuda mellan 45 och 48 kronor för Skandia-aktien. Ett annat exempel var kontakterna mellan Skandias valberedning, styrelseledamoten Christer Gardell, den största aktieägaren Fidelity och Skandias ordförande Bernt Magnusson i juli 2005. Ett tredje exempel var användandet av orden ”vänligt sinnat” bud och ”fientligt”. När Old

Mutual först tog kontakt med Skandia var det tydligt att de sökte styrelsens stöd. När däremot stödet uteblev presenterade de budet i alla fall. Det går bara att spekulera i vad som hänt om Old Mutual från början sagt att ett bud skulle presenteras oavsett vad styrelsen tyckte. Ett fjärde exempel utgörs av ordförandens och vice ordförandens relation med investmentbanken Morgan Stanley som inte var fullt ut kommunicerad till hela Skandias styrelse.

Sammanfattning

Old Mutual–Skandia-affären var resultatet av en av de största internationella budstriderna i Europa under den senaste högkonjunkturen. I ljuset av den globala krisen 2008–2012 kan affären fungera som exempel på vilka brister som finns på den svenska kapitalmarknaden när det gäller dess förmåga att främja ett långsiktigt värdeskapande i de stora företagen.

Old Mutuals fientliga bud på Skandia 2005 sker under en period när Sverige blivit del av en globaliserad kapitalmarknad och investerarna agerar i enlighet med en finansiell portföljallokeringslogik snarare än traditionell industrikapitalism. Närvarande aktörer och krafter avviker samtidigt från idén med den ”effektiva marknaden för företagskontroll”. Utfallet av budstriden återspeglar mest den ”informella bolagsstyrningshierarki” som beskrivs, bestående av mellanhänder som investmentbanker, institutionella investerare och insiders i styrelserummet.

Affären speglar ett Skandia som fastnat i ett nät av motstridiga krafter under dominans av de aktörer som visade sig bäst skickade att dra fördel av dessa; det var ett uppköp som drevs fram med hjälp av amerikanskinspirerade investmentbanker och med Londoninspirerade uppköpsregler, anpassade till den svenska aktiebolagslagen. Förloppet påverkades också av kortsiktighet hos vissa ägargrupper där speciellt institutionella investerare följde en finansiell placeringslogik där Skandia-aktier avyttrades som en konsekvens av indextänkande snarare än utifrån vad som var värdeskapande för det aktuella bolaget Skandia.

Kapitel 10

VW, MAN och Scania

Kapitlet behandlar den tyska lastbilstillverkaren MAN:s bud på Scania den 16 september 2006. För att fullt ut förstå aktörernas beteende går beskrivningen tillbaka till 1997. Hela händelseförloppet berörde sex företag: Scania, Investor och Volvo i Sverige samt MAN, Porsche och Volkswagen i Tyskland. Därtill berördes olika institutionella placerare och rådgivare som investmentbanker och jurister. Affären involverade även offentliga tillsynsmyndigheter i Tyskland och Sverige, EU-kommissionen, en rad politiker och medier.

Affären, som handlar om ett svenskt börsbolag med klassisk kontrollägarstruktur med röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier, illustrerar hur import av regler från ett land till ett annat endast fungerar om regeln passar väl in i den nya institutionella miljön eller om hela bolagsstyrningsmodellen importeras. Om systemen inte är likvärdiga öppnas det för arbitrage, där den aktör som både är bäst ”skyddad” från andra budgivare och har förmåga att hitta kryphål i regelverk och styrmodeller vinner. I det här fallet var det Volkswagen som skyddades av en gyllene aktie, där en tysk delstat kunde blockera ett kontrollägarskifte och förlita sig på tysk bolagsstyrning och därmed systematiskt frångå idén med budplikt. Därmed kom utfallet att avvika kraftigt från teorin om en förment effektiv marknad för företagskontroll.

Bakgrund

Den globala lastbilsindustrin påbörjade en konsolidering på 1970-talet och under de efterföljande 20 åren drogs antalet självständiga tillverkare ner från 25 till 6–7 stycken (tabell 10.1). Våren 1998 gick den tyska lastbilstillverkaren Daimler, med märket Mercedes, ihop med amerikanska Chrysler. Jakten på verklig skalekonomi pressade konkurrenter att själva stärka sig genom samgåenden. En typisk uppköpskandidat fanns i MAN, ett börsnoterat tyskt industrikonglomerat med en lastbils- och bussdivision, MAN Nutzfahrzeuge.

MAN:s ägarbild dominerades av tyska banker och försäkringsbolag, en form av korsäggande som styrde det tyska näringslivet alltsedan slutet av andra världskriget, den så kallade Deutschland AG-modellen. Runt millennieskiftet tryckte omvärlden på för att få till stånd en uppluckring av systemet och få det tyska näringslivet att mer fokusera på angloamerikansk aktieägarorienterad bolagsstyrning. För MAN skulle en öppen ägarbild rimligen locka till sig fientligt sinnade aktieägare med ambition att driva fram en uppdelning av bolagsgruppen.

Tabell 10.1. Stora lastbilar, global marknadsandel, 1996 (procent).

USA	Marknadsandel	Europa	Marknadsandel
Freightliner/ Ford	38	Mercedes	18
Paccar	22	Volvo	16
Navistar	17	Scania	15
Mack	12	MAN	12
Volvo	9	Iveco	12
		Renault	11
		DAF/Paccar	9
Brasilien	Marknadsandel		
Scania	38		
Mercedes	29		
Volvo	28		

Källor: Årsredovisningar.

Även Volkswagen kände av pressen från aktieägare och hotet om ett fientligt bud. Den tyska fordonsgruppen hade över 300 000 anställda, tveksam lönsamhet och pressad aktiekurs. Kring millennieskiftet kontrollerade den tyska delstaten Niedersachsen ungefär 20 procent av aktierna i VW. Med stöd av en speciell lag, den så kallade Volkswagenlagen, fanns en gyllene aktie som gav Niedersachsen rätt att blockera ett eventuellt uppköp.¹ EU hade bedömt konstruktionen som otillbörlig och arbetade nu för att få bort den gyllene aktien.

Ur ett bolagsstyrningsperspektiv styrdes VW av en allians bestående av Niedersachsen, fackförbundet IG Metall, VW:s högsta ledning med dr Ferdinand Piëch, först VW:s vd och sedan dess ordförande. Runt millennieskiftet kämpade de gemensamt för att få behålla den gyllene aktien. De fick stöd av den tyske förbundskanslern Gerhard Schröder som i sin tidigare roll som statsminister för Niedersachsen varit ledamot i VW:s överstyrelse. I bakgrunden figurerade även Porsche AG, familjeföretaget där makten delades mellan dr Ferdinand Piëch och några av hans släktingar. Bolagen Porsche och VW hade även en del produktsamarbeten. Porsche ägde en mindre aktiepost i VW. I Sverige fanns Scania, en självständig, lönsam nisch tillverkare av tunga lastbilar som ingått allianser med andra branschaktörer för att nå skalekonomi och sänka tillverkningskostnaderna. Kontrollen över Scania utövades via ett ask-i-ask-äggande där makten säkrades genom en pyramidstruktur med hjälp av röststarka A-aktier som ägdes av ett holdingbolag, vilket i sin tur kontrollerades med hjälp av röststarka A-aktier som ägdes av en stiftelse. I fallet Scania utgjordes holdingbolaget av Investor och stiftelsen av Wallenbergstiftelserna.²

Efter en tid som helägt dotterbolag till Investor återintroducerades Scania på börsen 1996. Investor hade kvarstått som ägare med drygt 45 procent av kapital och röster. Under 1998 bestämde sig Investor för att avyttra resten av Scania för att frigöra kapital för investeringar i den vid tiden så populära IT- och telekomsektorn. VW var en gammal affärspartner till Scania och sågs som en naturlig köpare av aktieposten.

Under 1998 talade VW:s vd, dr Piëch, öppet om att VW var intresserat av att köpa både Scania och MAN:s lastbilsdivision. Men det gick inte att komma överens om priset. Det lämnade en öppning för Volvo,

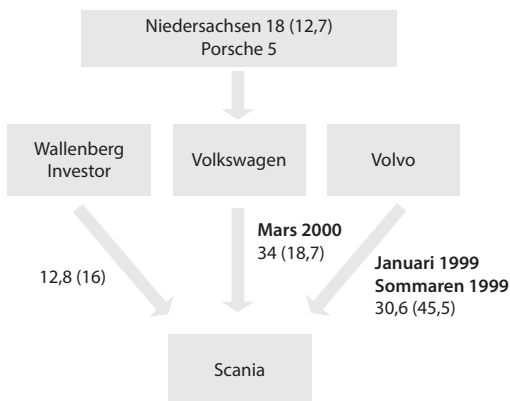
Sveriges andra stora tillverkare av lastbilar. Volvos vd Leif Johansson hade närmat sig Wallenberg för samtal om samgående mellan Volvo och Scania. Scantias vd Leif Östling var skeptisk; han trodde inte på logiken bakom ett samgående mellan två så likartade produkter som därtill var direkta konkurrenter på många marknader.³

I ett fientligt närmande, den 15 januari 1999, köpte Volvo 13 procent av aktierna i Scania. Som säljare stod olika svenska institutionella placrarare. Därefter följde en rad delikata turer och den 6 augusti kunde Volvo offentliggöra köpet av Investors resterande aktier i Scania för 315 kronor per aktie, nära nog en fördubbling av priset jämfört med de 180 kronor som aktien noterats för i samband med börsnoteringen tre år tidigare. Investor skulle ha en tioprocentig ägarandel i den nya konstellationen. I budet värderades Scania till 60 miljarder kronor. Den sammanslagna Volvo–Scania-gruppen skulle tillverka 125 000 fordon. Nu kvarstod bara klartecken från EU-kommissionen. Scantias vd Leif Östling var öppet besviken men valde trots det att kvarstå i den nya konstellationen.

Under hösten 1999 flyttade Scania-chefer till Göteborg, bland dem Scantias tekniska direktör Håkan Samuelsson, som ofta beskrevs som kronprins till vd-posten i Scania. Samuelsson skulle leda integrationsarbetet av Scantias och Volvos lastbilsdivisioner. Samuelsson hoppade dock av i februari 2000 för att i stället ta över som högsta chef för tyska MAN:s lastbilsdivision, MAN Nutzfahrzeuge. Den 14 mars beslöt EU att stoppa det planerade samgåendet mellan Volvo och Scania.

Beskedet mottogs med besvikelse av Investors och Scantias aktieägare. Volvo hade bjudit 315 kronor per aktie. För Volvo, som i genomsnitt betalat 266 kronor per aktie för 31 procent av rösterna (45 procent av aktierna) i Scania, skulle förlusten hamna på 3–3,5 miljarder kronor. Samtidigt skulle Investor bli kvar med sina Scania-aktier, men utan en affär (figur 10.1).

Volvo valde nästan omedelbart att i stället gå ihop med lastbilsdivisionen hos det franska statskontrollerade Renault, Renault RVI, inklusive dess amerikanska fordonsmärke MACK. Ett avtal tecknades våren 2001 som gav Renault 20 procent av rösterna i Volvo.⁴ Investor agerade nästa lika snabbt och sålde 34 procent av rösterna (18,7 procent av kapitalet) i Scania till VW. Det betydde att VW:s innehav i Scania skulle understiga

Figur 10.1. Ägarbilden i Scania 1999 och 2000. Röst(er) (kapital) i procent.

40-procentsgränsen för budplikt, i enlighet med den första EU-anpassningen av de svenska uppköpsreglerna 1999. Investors post av röststarka A-aktier såldes för 370 kronor, ungefär 100 kronor över börskursen. Investor skulle ligga kvar med en aktiepost om 16 procent av rösterna i Scania (12,8 procent av kapitalet).

På presskonferensen beskrev VW:s vd, dr Piëch, Scania som världens främsta lastbilstillverkare: ”vägarnas konung”. Scantias vd Östling sade sig välkomna en affär. Minoritetsaktieägarna klagade på Wallenbergsfärens agerande men utan att få gehör.

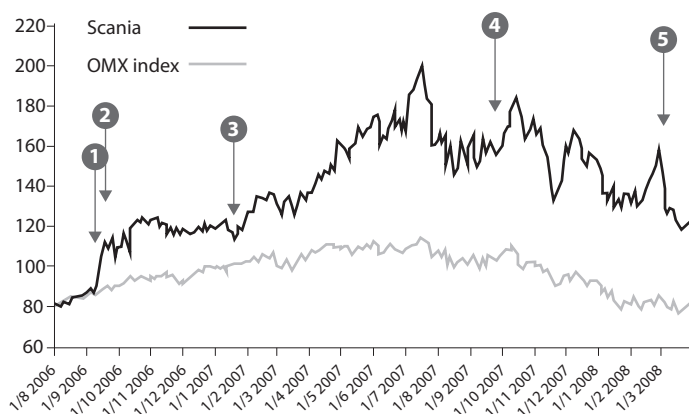
För Volvos del följde en lång period med försök att uppfylla kommissionens krav på en avyttring av Scania-aktierna. Det skulle dröja ända till 2004, då Volvo delade ut sina Scania-aktier till Volvos aktieägare genom ett nystartat investmentbolag Ainax (Scania baklänges). Därefter följde en rad okonventionella aktiviteter från Wallenbergsfären, inklusive aktieköp i Ainax och ett samgående mellan Scania och Ainax (mer om det i kapitel 13 om budplikt). År 2006 hade Wallenbergsfären nått en ägarandel i Scania på strax under 30 procent av rösterna (en anpassning till den nya budpliktsgränsen i EU:s uppköpsdirektiv).

MAN planerar för samgående

Under 2002 påbörjade MAN och Scania ett industriellt samarbetsavtal kring komponentproduktion. Två år senare utsågs Håkan Samuelsson till chef före hela MAN-gruppen. I början av 2005 sålde huvudägarna bakom MAN, en grupp tyska finansinstitutioner, samtliga aktier via Frankfurt-börsen, varefter ägarbilden i MAN var helt öppen. En del hedgefonder tryckte på för en uppdelning av MAN:s fem verksamheter och Samuelsson var pressad att lyfta resultatet för gruppen. Samtidigt utvecklades inte samarbetet mellan MAN:s lastbilsdivision och Scania i enlighet med MAN:s förväntningar. I december 2005 vände sig Samuelsson till Östling och föreslog att de två lastbilsbolagen skulle gå samman i stället för att gemensamt driva kostnadsbesparingar och expansionsstrategi. Östling sade nej, han tvekade inför tysk bolagsstyrning och ville inte heller att Scania slogs ihop med ett lastbilsföretag som var dotterbolag i en tysk koncern.

Östlings nej stoppade inte MAN:s planer. Vintern 2006 förberedde Samuelsson ett bud på Scania. Rådgivare kontaktades. Östling fick vetskap om MAN:s planer. I mars skickade Scania ut ett kryptiskt pressmeddelande om att det industriella samarbetet med MAN avbrutits. I maj fick Scantias finanschef sparken och senare framkom det att han varit positiv till en affär med MAN. Nu bytte MAN strategi och började i stället bearbeta Scantias huvudägare VW och Investor. MAN anlätande Greenhill, en liten investmentbank som med aggressiva metoder på kort tid lyckats slå sig in på den tyska marknaden.

En central person i arbetet var MAN:s ordförande, dr Eckhardt Schultz, vd för ståljätten Thyssen Krupp som hade VW som största kund och därmed nära kontakt med VW:s vd, dr Bernd Pischetsrieder. I Sverige anlätades Handelsbanken, Scantias husbank och den ena av de två affärsbankerna. Teamet på Handelsbankens investmentbank hade tidigare arbetat på SEB som rådgivare till Scania i samband med både Volvo- och Ainax-affärerna och var därför väl insatt i verksamheten. Handelsbankens investmentbanker skulle nu övertala Investor, med vd Börje Ekholm och representanter för släkten Wallenberg, att delta i en strukturaffär.

Figur 10.2. Budstriden kring Scania. Kronor.

1. 11/9 2006 MAN:s bud på Scania läcker ut.
2. 18/9 2006 MAN:s bud blir offentligt.
3. 16/1 2007 Läckor om förhandlingar och om att MAN ska höja budet.
4. 28/9 2007 VW får klartecken av AMN att köpa fler Scania-aktier.
5. 3/3 2008 Wallenberg säljer alla aktier i Scania till VW.

Den 12 juli 2006 presenterades ett konkret affärserbjudande för Investors vd. MAN skulle betala 442 kronor kontant per Scania-aktie, vilket värderade Scania till närmare 90 miljarder kronor, 30 procent över dåvarande börskurs. Ekholm lovade återkomma. Från Tyskland kom samtidigt signaler om att VW var positivt till en affär där VW skulle kvarstå som ägare i den nya lastbilsgruppen.

Investors vd Ekholm återkom i början av september med besked att någon affär inte var aktuell. Prislappen var för låg. Det fanns också osäkerhet kring tyskt fackligt inflytande i MAN:s styrelse. Dessutom skulle Scania motsätta sig ett bud från MAN och såg hellre, om det nu skulle bli en affär, att Scania i stället lade bud på MAN. Men processen var redan igång hos MAN. Den 11 september skickade MAN över en indikativ affärspropå till Investor. Detta läckte ut till aktiemarknaden och Scania stoppades på börsen. Allt verkade orkestrerat. PR-byråerna

var engagerade och läckorna till olika intressenter, inklusive medierna, var många. Påföljande dag fanns artiklar i flera tidningar om den industriella riktigheten i en affär, att både Wallenberg och VW sagt ja och att problematiken kring tyskt fackligt inflytande skulle hanteras genom att den nya lastbilsjätten omregistrerades till ett nederländskt Europabolag (så kallat *Societas Europea*).⁵

Det fientliga budet

Något gick ändå fel. Wallenbergsfären kände sig förolämpad och satte sig omedelbart på tvären. Sedan visade det sig att relationen mellan VW:s vd Pischetsrieder och ordförande Piëch inte var sådan att den förre hade mandat att stödja ett samgående mellan MAN och Scania om Wallenbergsfären motsatte sig detta. Det handlade om gamla vänskapsband både mellan Piëch och Wallenbergs älderman, Peter Wallenberg, och mellan Östling, Peter Wallenberg och Piëch. MAN hamnade därmed i ett klassiskt dilemma. Om det planerade budet drogs tillbaka skulle MAN med sin öppna ägarbild utsätta sig för uppköp, på finansmarknadsjargong ”sättas i spel”.

Eftersom hot om bud och styckning var en realitet valde MAN, för att skydda sig, att fullfölja budet. Erbjudandet, värt närmare 90 miljarder kronor, presenterades offentligt måndagen den 18 september, då som det största kontantbudet någonsin på ett svenskt börsföretag. Samuelsson talade om synergier värda fem miljarder kronor. För att stärka förhandlingspositionen hade MAN köpt Renaults 5-procentiga aktiepost i Scania. Att budet var fientligt stod klart, och Scantias styrelse tackade också omedelbart nej.

Sedan följde en period med ryktesspridning, utspel och offentliga bråk. Tidningarna skrev att Scania planerade ett motbud och att Investors riskkapitalbolag EQT skulle engagera sig. På en träff med institutionella investerare talade Östling om fantastiska utsikter för Scania i bland annat Östeuropa – en framtidsvision som knappast lät sig förvandlas till en enkel förhandling om ett pris framräknat på ett Excelark. Även Scantias fackliga representanter kom att spela en roll. Tyska arbetsmarknadslagar gjorde att

facket misstrodde budskapet om samgående på lika villkor, även om den nya konstellationen antog en europeisk bolagsstruktur. Wallenbergsfären talade om synergier på tio miljarder kronor, vilket enligt sfärens synsätt borde betinga ett betydligt högre budvärde än det som presenterats.

På Frankfurtbörsen och Stockholmsbörsen åkte MAN- och Scania-aktierna jojo. I en intervju med den brittiska affärstidningen *Financial Times* i slutet av september sade VW:s vd Pischetsrieder att han principiellt var *för* ett samgående mellan MAN, Scania och VW:s egen lastbilsverksamhet i Brasilien men att han uppmanat MAN att dra tillbaka sitt fientliga bud.

I början av oktober tog affären en ny vändning. VW dök upp som köpare av 15 procent av aktierna i MAN (figur 10.3). Därmed skulle VW garanterat få 25 procent av aktierna i ett sammanslaget MAN–Scania. VW skrev i ett pressmeddelande att affären skulle stötta det planerade samgåendet mellan MAN och Scania, MAN välkomnade VW som ny storägare och ryktet gjorde gällande att Wallenbergsfären kunde tänka sig sälja sina Scania-aktier för över 500 kronor, vilket skulle ge Scania ett sammanlagt börsvärde på över hundra miljarder kronor. I slutet av oktober köpte VW fler MAN-aktier och aktieposten nådde 20 procent samtidigt som VW fick den tyska finansinspektionens tillstånd att köpa upp till 30 procent, gränsen för tysk budplikt.

MAN höjer insatsen

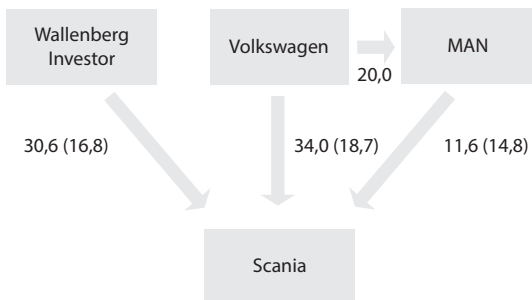
Pressen på MAN ökade. På kvällen den 5 november köpte MAN ytterligare 11 procent av aktierna i Scania. Affären beskrivs som en klassisk midnattsstrid där en grupp handlare på kvällstid fick till uppgift att ringa runt till möjliga säljare av Scania-aktier. MAN betalade 475 kronor per aktie och bland säljarna återfanns flera svenska institutionella investerare, inklusive Alecta (den korporativistiska pensionsfonden som drevs gemensamt av Svenskt Näringsliv och flera tjänstemannaförbund). Scanias styrelse förkastade dock även det nya högre budet. Dagen efter publicerades MAN:s stora prospekt kring budet på Scania.

Samtidigt spreds rykten om att MAN var på väg att köpa en del av den tyska delstaten Niedersachsens aktier i VW för att med dr Pischetsrieders goda minne skapa en koalition för att skydda VW mot Porsche och dr Piëch (beskrivs nedan). Även här gick något snett och i stället för en affär – som aldrig bekräftats – lyckades Piëch den 7 november tvinga bort Pischetsrieder från vd-posten i VW. Till ny vd utsågs Martin Winterkorn, vid tillfället vd för VW:s framgångsrika bilmärke Audi och allmänt beskriven som nära lierad till dr Piëch.

Samma dag, den 7 november, flaggade Investor för att ha köpt ytterligare 0,3 procent av kapitalet och 0,7 procent av rösterna i Scania. Förvärvet var en symbolisk markering eftersom sfären därmed både passerade 30-procentsnivån för budplikt och betalade 519 kronor per aktie, långt över MAN:s bud på 474 kronor per aktie. I ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden den 17 december beviljades Wallenbergsfären undantag från budplikt, eftersom ”maktbalansen mellan Wallenberg och VW inte hade rubbats” och därmed inte minoritetens tilltro. I försvarsdokumentet från Scania styrelse värderades samtidigt Scania till åtminstone 557 kronor per aktie, 111 miljarder kronor.

Det blev ytterligare några turer men i januari 2007 stod det klart att MAN:s stöd från VW var borta och att Wallenbergsfären var orubblig.

Figur 10.3. Ägandet i Scania 11 november 2006. Röster (kapital) i procent.



Källa: SIS Ägarservice (2006).

Den 23 januari drog MAN formellt tillbaka budet. MAN blev dock kvar med en aktiepost i Scania och VW med en aktiepost i MAN.

MAN valde nu i stället att på egen hand fortsätta att avyttra sidoverksamheter för att fokusera på lastbilar och växa i Kina, Indien och Ryssland. I december 2008 köpte MAN ut VW:s lastbils- och bussverksamhet i Brasilien och tog klivet upp till världens tredje största lastbilstillverkare efter Volvo och Daimler–Chrysler.

Utfallet av MAN–Scania–VW-kampen stärkte dr Piëchs makt som ordförande i VW, samtidigt som en rad andra höga chefer under maktkampens gång fått lämna sina positioner på de tre lastbilsbolagen. Även finansiella rådgivare offrades, bland annat på Handelsbanken.

Volkswagens roll

Efter att MAN:s bud på Scania fallit stod Volkswagen i fokus. Vintern 2007 vände sig VW till Aktiemarknadsnämnden med en propå om att få öka röstandelen i Scania från 34 till 49,9 procent utan att utösa budplikt. Nämnden beviljade ett undantag. I mars annonserade VW att de ökat sin ägarandel från 18,7 till 20,03 procent, motsvarande 35,51 procent av rösterna. Enligt Aktiemarknadsnämnden medförde inte aktieköpet någon faktisk förändring av ägandet i Scania eftersom maktbalansen mellan Wallenbergsfären och VW inte rubbades.

Marknadsaktörerna reagerade med förvåning. Berörda minoritetsaktieägare valde ändå att inte ta upp frågan. Det berodde på att Wallenbergsfären samtidigt deklarerat att de som storägare i Scania avsåg att ta sitt ansvar för kollektivet av aktieägare och agera i samtliga aktieägares intresse (som det uttryckligen formulerades i kvartalsrapporten som presenterades i april 2007).

Vid tidpunkten för Scantias årsstämma den 3 maj ökade VW sin ägarandel i Scania till 34,6 procent av rösterna. Tillsammans med MAN:s röstandel på 14,8 procent nådde det tyska röstetalet därmed 51,2 procent. Winterkorn valdes till ny ordförande och Investors vd Ekholm tog rollen som ny vice ordförande. VW stärkte även sin närvaro i MAN. Vid tidpunkten för årsstämman i maj 2007 blev Piëch ny ordförande efter Schulz,

som klev ner till vice ordförandeposten. Ytterligare två VW-ledamöter valdes in i MAN:s styrelse.

I början av hösten 2007 testade VW återigen gränsen för de svenska budpliktsreglerna, den här gången genom att fråga om det accepterades att MAN och VW sågs som två oberoende aktörer trots ägarkopplingar samt om VW i enlighet med de svenska budpliktsreglerna kunde tillåtas köpa flera aktier i Scania även över 50-procentsgränsen. Aktiemarknadsnämnden var återigen tillmötesgående bland annat genom att låta undantaget från budplikt även innefatta VW:s relation till MAN. Medierna skrev om Aktiemarknadsnämnden och citerade oförstående investerare och analytiker. Men återigen behöll omvärlden sitt lugn, förvissad om att så länge Wallenbergsfären kvarstod som investerare skulle minoritetsaktieägarnas intresse bevakas. Den här gången hade dock Wallenbergsfären sina dubier rörande nämndens hantering av VW:s aktiviteter.

I rapporten för tredje kvartalet, som kom den 11 oktober 2007, skrev vd Börje Ekholm att Investors affärsidé inte var att vara största minoritetsägare. Investor skulle försöka arbeta för en långsiktig industriell lösning för Scania, samtidigt som Investor skulle försöka maximera avkastningen till sina aktieägare, och inte längre samtliga aktieägare – som det hade stått att läsa i vårens delårsrapport. Strax före jul 2007 ökade MAN sin ägarandel i Scania från 14,8 till 15,6 procent av kapitalet. Bland de aktieägare som tagit chansen att sälja attraktiva röststarka A-aktier i utbyte mot B-aktier var Swedbanks aktiefonder. I en kommentar i början av 2008 klagade Investors vd Ekholm offentligt över konsekvenserna av Aktiemarknadsnämndens tolkning av budpliktsregeln. Den kunde enligt Ekholm leda till att VW efter vårens årsstämma fick full kontroll över Scantias styrelse.

Under några veckor i januari och februari 2008 pågick samtal mellan VW och Investor. Ryktesspridningen på aktiemarknaden var omfattande och prisgapet mellan den röststarka A-aktien och den röstsuga B-aktien ökade. MAN köpte ytterligare aktier och nådde till slut en ägarandel på 17 procent. Nu var det pensionsbolaget AMF⁶, som bytte högt värderade A-aktier mot lägre värderade B-aktier. Ordförande för fackförbundet IF Metall klagade på att AMF:s ledning saknade kompetens att agera utifrån

ett långsiktigt intresse för svensk industri. Den var i stället fokuserad på kortsiktiga vinster och handel.

Den 3 mars 2008 köpte VW samtliga Wallenbergsfärens aktier i Scania. VW:s investering växte i ett slag till 37,7 procent av kapitalet och 68,6 procent av rösterna. Till detta kunde läggas MAN:s ägarandel på 13,2 procent av kapital och 17 procent av rösterna. VW ägde även 28,7 procent av kapitalet och 29,9 procent av rösterna i MAN. VW betalade 200 kronor per Scania-aktie, motsvarande en budpremie på 33 procent. Även denna gång fick VW ett undantag från budpliktsregeln.⁷ Den här gången reagerade minoritetsaktieägarna i Scania med bestörtning. Scania-aktien föll så lågt som till 134 kronor, vilket kunde tolkas som att VW betalat en premie på 44 procent för Wallenbergsfärens aktier. Uttalanden från VW var vänligt sinnade. VW hade betonat att syftet med köpet var att tydliggöra den långsiktiga aktieägarstrukturen i Scania. VW:s vd Winterkorn lovade att företaget fullt ut skulle följa svensk bolagsstyrningspraxis med stark representation av oberoende ledamöter i Scantias styrelse.

Efterspel

I utvecklingen av Scania–MAN-affären spelade även ägandet kring VW en central roll. Huvudägandet i Porsche var uppdelat mellan delstaten Niedersachsen, med närmare 20 procent av aktierna och en gyllene aktie med rätt att blockera eventuella bud, och Porsche, som ägde en aktiepost på cirka 5 procent. I början av 2005 vände sig EU-kommissionen till EU-domstolen för att få VW-lagen klassad som illegal skyddsåtgärd. Därefter påbörjades ett försök från Porsches sida att ta kontroll över VW. Genom en rad kontroversiella och icke-konventionella transaktioner, inklusive riskfyllda terminsaffärer på toppen av finansbubblan 2008, lyckades Porsche ta full kontroll över VW. Men då hade Porsche räddats från konkurs av tyska staten och arabemiratet Qatar, Porsche och VW fusionerats, en rad toppchefer från Porsche lämnat och ordföranden Piëch stärkt sin maktposition ytterligare.⁸

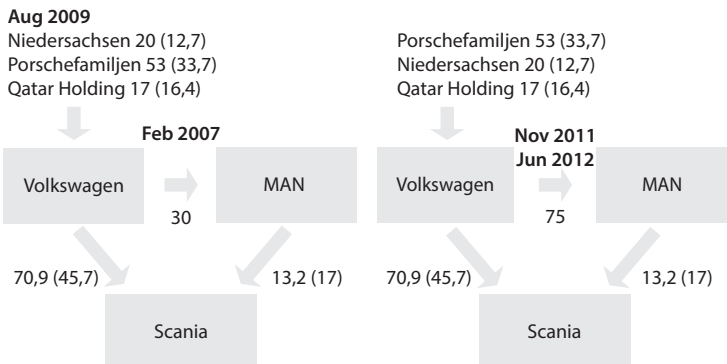
Porsches närmande till VW hösten 2008 lyfte även Scania-aktien. Eftersom ägarbilderna i VW ändrades skulle till slut budplikten utlösas.

Porsche, som inte hade något egentligt intresse av Scania, presenterade ett pliktbud strax över börskurs och fick in 7,9 procent av aktierna och 2,3 procent av rösterna. Aktieposten såldes omedelbart vidare till VW, vars ägarandel därefter nådde 49,3 procent av kapitalet och 71,9 procent av rösterna.

Piëch och VW fortsatte samtidigt att stärka inflytandet över MAN. Vd Samuelsson, finanschefen och lastbilschefen lämnade företaget i december 2009, officiellt som en följd av en korruptionsskandal inom MAN som den högsta ledningen inte fått bukt med. År 2012 var därmed samröret cementerat på tre nivåer. VW kontrollerade 75 procent av aktierna i MAN. VW kontrollerade även 46 procent av kapitalet (71 procent av rösterna) i Scania. VW kontrollerade därmed direkt och indirekt 59 procent av kapitalet (88 procent av rösterna) i Scania.

Det fanns en intressegemenskap i styrelserna då 5 av 8 aktieägarrepresentanter i MAN:s överstyrelse hämtats från VW. Dessutom var 6 av de 8 bolagsstämموvalda ledamöterna i Scania knutna till VW. Två beskrevs som oberoende, den ena var Peter Wallenberg jr med bakgrund i Wallenbergstiftelserna, och den andra var affärsjuristen Åsa Thunman. Av ledamöterna satt 4 i styrelserna för både MAN och Scania. Dessa var

Figur 10.4. Ägandet i Scania februari 2007 och juni 2012: röster (kapital). Procent.



Källor: SIS Ägarservice; Nachemson-Ekwall (kommande).

VW:s ordförande Piëch, som också fungerande som ordförande i MAN och Scania, VW:s vd Winterkorn, VW:s finanschef Hans-Dieter Pötsch samt Leif Östling, som lämnat vd-posten i Scania för en roll som ansvarig för VW:s samlade lastbilsverksamhet.

Östling klev in i både MAN och Scania som ordinarie ledamot hösten 2012. Det fanns även personkopplingar på ledningsnivå i de tre lastbilsbolagen. Förutom Leif Östling var MAN-chefen Georg Pachta-Reyhofen ansvarig för att koordinera VW-gruppens motorprogram, en nyckelkomponent i lastbilarna. En ny lastbilschef för MAN hämtades från Scania, Anders Nielsen. I Scantias ledningsgrupp kom två från VW: inköpschefen Andrea Fuder och den nye forskningschefen Harald Ludanek.

Den 10 januari 2013 offentliggjorde VW planer på att ta full kontroll över MAN genom en så kallad överenskommelse om resultatdelning, vilket var i enlighet med tysk lagstiftning och i praktiken betydde att VW ensidigt kunde diktera villkoren för ett samarbete mellan VW och MAN, där den kvarvarande minoriteten erbjöds en garanterad avkastning. Syftet var att öka tempot i samarbetet mellan MAN och Scania. När budet presenterades den 21 mars sattes det till 80,89 euro per aktie, motsvarande en premie på sju procent, långt under analytikernas förväntningar på 95 euro.

I VW uppgick andelen fria aktier till 39 procent av kapitalet (10 procent av rösterna). I enlighet med den tyska bolagsstyrningskodens rekommendation, som säger att antalet oberoende ledamöter ska vara ”tillfredställande”, hade VW en oberoende ledamot och MAN två. I båda bolagen fanns kvinnliga ledamöter och dessa var samtliga del av kvoten oberoende ledamöter och saknade erfarenhet från fordonsindustrin. I VW var det svenskan Annika Falkengren, vd för banken SEB, kontrollerad av Investor och Wallenbergsfären.

I samband med Scantias bolagsstämma i maj 2013 avvecklade VW valberedningen, trots att minoriteten ägde 38 procent av aktierna till ett värde av runt 40 miljarder kronor. I enlighet med den svenska bolagsstyrningskodens rekommendationer fanns två från VW oberoende styrelseledamöter, men från och med årsstämman 2013 satt de på ett tydligt mandat från VW. Detta förfarande möttes av starka protester från en

grupp bestående av 16 institutionella placerare som krävde en detaljerad redogörelse för styrelsens arbete inför nästa årsstämma 2014.

Hösten 2013 påbörjade Aktiespararna ett upprop bland medlemmar och allmänhet för att förmå de institutionella placerarna att sluta upp bakom tillsättandet av en så kallad *särskild granskningsman* med uppgift att kartlägga om det förekommit oegentligheter i relationen mellan Scania och VW, något som skulle kunna missgynna minoritetsaktieägarna i Scania.⁹

Analysen av Scania

Likt Skandia styrdes utfallet för Scania av tre parallella strukturer som påverkade internationella fientliga bud i den finanskapitalistiska miljön: den svenska bolagsstyrningsmodellen, kortsiktigheten hos de institutionella placerarna samt förekomsten av arbitrage rörande regler och normer. I fallet Scania återspeglar maktkampen 1) skillnader mellan den tyska intressentmodellen och den svenska ägarstyrningsmodellen, 2) arbitrage mellan olika uppköpsregler, speciellt i samband med regler om budplikt och kringgående av normer i självregleringar samt 3) kortsiktighet hos kontrollägare och institutionella investerare i deras roll som minoritetsaktieägare. Nedan utvecklas detta i detalj.

Skillnader i länders bolagsstyrningsmodeller

Nationella skillnader i bolagsstyrningsmodeller har haft stor betydelse för utfallet i maktkampen om Scania. Det påverkade relationen mellan MAN och Scania, MAN och VW liksom mellan VW och Scania. Den tyska intressentmodellen med medbestämmande – där nationella fackliga representanter sitter med i styrelsen med rätt att blockera vissa beslut inklusive personalneddragningar och nedläggning av verksamheter – skiljer sig från den svenska fackliga närvaron i styrelsen som mer handlar om en allmän rätt till information för att kunna påverka beslut som rör de

anställda. Även aktieägarnas inflytande skiljer sig åt i de två modellerna. Medan svenska styrelseledamöter sitter på ett tydligt aktieägarmandat förslås tyska ledamöter av den gamla styrelsen och väljs in av stämman på femåriga mandatperioder.

MAN hade i likhet med Skandia en spridd aktieägarbas, men då i en tysk intressentmiljö snarare än en svensk aktieägar miljö. Det framgick av MAN:s avsikt att omregistrera sig som ett europeiskt företag (*Societas Europea*) med ett regelverk som var mer öppet för internationella omstruktureringar. Från det svenska fackets horisont skulle dock inflytandet från tyska fackliga representanter bestå, eftersom MAN även framöver skulle ha en styrelse bestående av hälften fackliga företrädare. Därtill skulle redan tecknade avtal som garanterade anställningstrygghet vid vissa tyska fabriker fortsätta att gälla.

Den tyska intressentmodellen slog även igenom i agerandet hos MAN:s ordförande, som både arbetade för att behålla MAN:s konglomeratliknande struktur och dess huvudkontor i den tyska delstaten Bayern.

Styrelsen i Scania sade sig agera i samtliga aktieägares intresse när de tackade nej till MAN:s erbjudande. Eftersom VW fått ett undantag från budplikt kom tillämpningen av budplikt i Scania dock mest att återspegla ett kringgående av regler där en utebliven budpremie i stället kanaliseras till Wallenberg och Investor, som därmed tillskansade sig ekonomiska fördelar på minoritetens bekostnad. Det fanns även en delikat bolagsstyrningsvist bakom VW:s styrelsebeslut att sparka sin vd Bernd Pischetsrieder hösten 2006. Dennes arbete med att lyfta företagets lönsamhet i aktieägarnas intresse – mot fackets intresse – exploaterades av ordföranden Ferdinand Piëch, när han med stöd av facket både lyckades få bort Pischetsrieder som vd och stärka sin egen makt över VW.

I Scantias styrelse, som hade representanter både från Wallenbergsfären och VW, speglade VW:s köp av Wallenberggruppens röststarka A-aktier den konflikt som kan uppstå mellan kontrollägare och minoritetsaktieägare. Den svenska bolagsstyrningsmodellen bygger på att minoritetsaktieägarna har tilltro till kontrollaktieägarens intentioner att verka i samtliga aktieägares intresse. Så var inte fallet när Investor och Wallenbergstiftelserna sålde sina aktier med premie till VW 2008 sam-

tidigare som minoriteten blev utan. Wallenbergsfärens roll blev tredelad: 1) i styrelsen skulle ledamöterna agera i samtliga aktieägares intresse, 2) i Investor skulle ledamöterna agera i samtliga Investors aktieägares intresse, vilket innefattade Wallenbergstiftelserna som 3) även ägde aktier direkt i Scania. Det försvarsdokument som Scanias styrelse tog fram tillsammans med investmentbanken Morgan Stanley hjälpte därmed inte bolaget när VW valde att agera på egen hand.

Andra exempel på skillnader i bolagsstyrning mellan Sverige och Tyskland gäller hur styrelseledamöter rekryteras. VW:s vd Martin Winterkorn lovade i samband med förvärvet av Wallenbergsfärens aktier 2008 att VW skulle agera i enlighet med den svenska bolagsstyrningskoden. Detta upphörde i samband med årsstämman 2010, då VW gick emot de två institutionella placerarna i valberedningen, uteslöt den oberoende vice ordföranden Staffan Boman och nominerade en representant från VW i dennes ställe, varefter både ordförandeposten och vice ordförandeposten representerades av VW-män. VW nominerade även en oberoende ledamot med juridisk expertis. Detta är vanligt förekommande i tyska styrelser men inte i svenska, där styrelsens sekreterare förväntas ha juridisk kompetens. De övriga två oberoende ledamöterna blev Investors vd Börje Ekholm och Peter Wallenberg jr från Wallenbergstiftelserna, representanter från den investerargrupp som sålt sina aktier två år tidigare. De två institutionella ledamöterna, från Swedbank och Alecia, lämnade valberedningen i protest.

VW hade därmed full kontroll över Scanias styrelse, ett tydligt brott mot andemeningen i den svenska självregleringen och bolagsstyrningsmodellen. När VW våren 2013 även beslöt att avveckla valberedningen var det mest en bekräftelse på den redan rådande maktutövningen. Minoriteten i MAN hade en snarlik upplevelse av VW:s maktutövning.

Norm- och regelarbitrage

Ett exempel på regelarbitrage i samband med Scania-fallet baseras på förekomsten av en gyllene aktie i VW. VW kunde med stöd av Niedersachsens aktieinnehav köpa aktier i både Scania och MAN utan att

bekymra sig över att i sin tur bli utsatt för ett fientligt bud. Det blev till en kulturell och moralisk fråga när maktkampen förflyttades från bolagsnivån (ledningarna i Scania, Volvo, MAN och VW) till ägarna (kontrollägarna representerade av dr Piëch i VW och Peter Wallenberg sr, äldermannen i Wallenbergsfären). Utvecklingen kan också beskrivas som en agentkonflikt där kontrollägare och minoritetsaktieägare gått från att verka i en miljö som tidigare dominerats av tillit mellan olika intressentgrupper (styrning via banksektorn i Tyskland och ett system med A- och B-aktier i Sverige) till en miljö styrd av den rationalitet som dominerar aktieägarkollektiv i den finanskapitalistiska miljön.¹⁰

Scania-affären innefattar även arbitrage kopplat till regeln om budplikt. Sammantaget involverar hela affären, Porsche, VW och MAN inkluderade, ett tjugofemtal kringgåenden av idén med budplikt. En del föll inom ramen för så kallade krypande uppköp (*creeping takeover*), där mindre aktieköp görs och man slipper flagga. Även samröre mellan aktieägargrupper frångicks genom att flaggningar uteblev (som i fallet med Wallenbergsfärens förvärv av aktier i det O-listenoterade Ainax eller Porsches förvärv i VW). Vid ett antal tillfällen beviljade Aktiemarknadsnämnden undantag på sätt som var svåra att förstå för minoritetsaktieägarna. Överlag var intrycket att nämnden hellre beviljade undantag för redan engagerade aktörer än tog hänsyn till allmänhetens tilltro till börsen.

Tveksamheten kring budplikt och VW:s gyllene aktie kan ses som en illustration av den etablerade elitens (insiders) roll i en demokratisk process när EU:s regler tillämpas på en nationell marknad. Wallenberg och Piëch, två representanter för den europeiska modellen med kontrollägare, var engagerade i utformningen av regelverket och kom sedan dessutom att bli exempel på hur samma regelverk kunde kringgå. Wallenbergsfären och Piëch var båda aktiva när uppköpsdirektivet drogs igenom EU-parlamentet. Båda påverkade den nationella lagstiftningen och självregleringen.¹¹

Konflikter mellan kontrollägare och institutionella placerare

Scania-affären innehåller också en rad situationer där institutionella placerare på olika sätt bidrog till att underlätta de olika förvärven. Det gäller allt från institutionella placerare som sålde aktier till Volvo 1999 (två svenska AP-fonder sålde) och deltagare i MAN:s ”midnattsråd”, på börsjargong, i november 2006 (när pensionsbolaget Alecta sålde sina aktier) till det omfattande arbitraget mellan A- och B-aktier i slutet av 2007 och början av 2008 (av Robur Swedbanks aktiefonder och pensionsbolaget AMF). Arbitragestrategier fanns även i MAN och VW i samband med Porsches terminsaffärer. Det är värt att påpeka att svenska institutionella placerare under hela perioden, från 1999 och framåt, aldrig köpte fler aktier i Scania – inte ens när Volvo aktivt sökte köpare till sin aktiepost.

Från de institutionella placerarnas perspektiv, och med Scania som praktikfall, ser kommissionens arbete med att skapa lika spelregler för att underlätta internationella affärer vid en första anblick ut att ha varit framgångsrikt. Från kontrollägarperspektivet däremot ser de institutionella investerarnas agerande ut att ha varit styrt av portföljallokeringsmodeller och indextänkande, i syfte att nå kortsiktig portföljvinst snarare än verkligt värdeskapande i bolaget som man investerat i. Effekten blev att det var de kontrollaktieägare som hade bäst förutsättningar att hantera maktspelet på finansmarknaden som vann maktkamperna. I fallet Scania var det ledningsteamet som var lojalt mot VW:s ordförande dr Piëch som blev den obesegrade äktenskapsförmedlaren i lastbilsbranschen.

Min uppfattning är att Investor och Wallenbergsfären agerade på ett sätt som riskerar att undergräva förtroendet för aktiemarknaden. Detta illustreras av de institutionella placerarnas uppfattning att Investor gått bakom ryggen på dem och gynnat sig själv vid ett antal tillfällen. Första gången var i samband med försäljningen av Scania-aktier till VW, efter det att kommissionen blockerat samgåendet med Volvo 2000. Det andra tillfället var Ainax-affären och det tredje inträffade i samband med försäljningen till VW 2008. Noterbart är att Investor ändrade språkbruket i sin kommunikation till investerarna vid ett antal tillfällen 2006–2008, från

att agera i samtliga aktieägars intresse till att agera i Investors aktieägars intresse.

Investmentbankerna spelade en tydlig roll som mellanhänder i Scania-affären. Handelsbanken hjälpte till i förberedelserna för MAN:s fientliga bud på en av bankens större företagskunder och bidrog med att finansiera budet. Ett annat exempel är mäklarna på Swedbank, som iscensatte gryningsrådena på Scania 1999 och mäklarna på Handelsbanken och Citibank som koordinerade köpen i Scania hösten 2006. Ett tredje exempel är bankkonsortiet som verkställde Porsches termins- och optionsaffärer i VW hösten 2008.

Sammanfattning

Scania-affären beskriver väl avsaknaden av likformighet i Europas bolagsstyrningsmodeller. Aktörerna som var involverade i Scania-affären behövde förhålla sig till ett förändrat institutionellt ramverk som påverkades av övergången från en miljö med kontrollägare, som var förankrade i ett lokalt sammanhang, till internationellt verksamma, institutionella placerare, som var lojala mot kapitalmarknadens fokus på aktieägarvärde. Scania-fallet och utfallet av MAN:s fientliga bud på Scania 2006 speglar också en företagskamp, där det institutionella ramverket i finanskapitalismen (investmentbanker, jurister, kortsiktiga institutionella investerare) kan ses som katalysatorer för förändring. Utfallet med VW som segrare är inte ett resultat på en likvärdig spelplan för olika aktörer och därmed inte heller en väl fungerande marknad för företagskontroll. I stället erbjuder VW–MAN–Scania-affären en uppsjö av indikationer på att inom finanskapitalismen tar de aktörer hem spelet som är bäst skickade att utnyttja kryphål mellan olika bolagsstyrningsregimer och regelsystem.

I februari 2014 erbjöd VW 200 kronor per aktie för resten av aktierna i Scania. Samtidigt avgick Leif Östling ur VW:s styrelse. Analytikerna beskrev premien som generös samtidigt som VW kritiserades för att ha betalat för mycket.

Del 3

Vägen framåt

Kapitel 11

Uppköpsregler efter finanskrisen

I spåren av uppköpsvågen 2004–2008 blev det tydligt för de olika intressenterna i Aktiemarknadsnämnden att Sverige behövde göra en översyn av hur uppköp genomförs på Stockholmsbörsen. De internationella fientliga buden på Skandia och Scania pekade bland annat på behovet att ta hänsyn till hur den svenska ägarstyrningsmodellen fungerar, möjligheten till arbitrage mellan olika nationella regelverk samt närvaron av olika slags moderna institutionella placerare som pensionsbolag och aktiefonder.

De svenska uppköpsreglerna reviderades 2009 och 2012. Ändringarna var många men bara ett fåtal av dessa gällde de verkliga problemen. I det här kapitlet uppmärksammar jag speciellt två ändringar som har anknytning till de två fallstudierna. Den första rör den svenska aktieägarorienteringen, där de nya reglerna ytterligare stärkte aktieägarna i målbolaget och försvagade styrelsens roll. Den andra rör de regler kring intressekonflikter som även fortsättningsvis avviker från vad som står i EU:s uppköpsdirektiv och Storbritanniens Takeover Code. I kapitlet diskuteras även vad förändringarna, om de gjorts tidigare, hade kunnat betyda för utfallen i Skandia och Scania.

Kapitlet avslutas med en jämförelse med Storbritannien, som efter uppköpsvågen 2004–2008 valt en motsatt väg än den svenska och i stället stärkt styrelsens roll i målbolagen. Frågor av mer teknisk karaktär som budplikt, tvångsfusion och lika behandling av olika aktieklasser beskrivs i nästa kapitel.

I spåren av uppköpsvågen 2004–2008

Det pågick en rad fientliga budstrider på Stockholmsbörsen åren 2004–2008. De gränsöverskridande fientliga buden på Skandia och Scania var de två som fick mest publicitet. Till andra uppmärksammade affärer hör budet på sjukvårdsleverantören Capió, som genomfördes av Nordic Capital och Apax, två private equity-aktörer. Den gjordes hösten 2006 och hade flera likheter med Skandia-affären så till vida att Capiós ägarbild var öppen med samma grupp institutionella placerare som i Skandia, styrelsens ordförande hade flera roller, budgivarna hotade med att driva igenom en tvångsfusion och investmentbankerna satt på flera stolar.¹

Andra händelser på marknaden för företagsaffärer var France Telecoms preliminära samtal med Teliasonera (med svenska staten som storägare) samt schweiziska Maus Frères bud på klädmärket Gant, i strid med grundaren och entreprenörernas vilja. Isländska Milestone lade ett bud på Invik, en finansgrupp kontrollerad av familjen Stenbecks Kinnevik, som mynnade ut i ett storgärål med en grupp institutionella placerare över den budpremie som betalades för den röststarka A-aktien jämfört med dito för B-aktien.

Andra kontroversiella bud var riskkapitalköpen av njursjukvårdsbolaget Gambro, som involverade Wallenbergsfären, och säkerhetsbolaget Securitas Direkt, där private equity-bolaget EQT lade bud; riskkapitalbolaget Nordic Capitals uppköpsförsök av den finsk-svenska IT-konsulten Tietoenator (där den från Skandia-affären kända aktivistfonden Cevian var storägare) samt den amerikanska hedgefonden Decans kringgående av budplikten i samband med aktieköp i IT-konsulten IBS. Andra uppköp kritiserades utan att därmed vara fientliga. Hit hörde amerikanska Nasdaqs köp av OMX Stockholmsbörsen, med stöd av de statliga investeringsfonderna i Arabemiraten Dubai och Qatar, samt svenska statens försäljning av sprittillverkaren Vin och Sprit till franska Pernod Ricard.

Uppköpsvågen 2004–2008 indikerade tydligt att den svenska marknaden för företagskontroll ändrat karaktär. Fientliga bud hade blivit vardag och att presentera bud för aktieägarna, utan att de dessförinnan förankrats hos styrelsen, hade blivit allmänt accepterat. De här beskrivna affärerna

med Skandia och Scania visar att den svenska uppköpsmarknaden i ett europeiskt perspektiv inte fungerade effektivt. Kombinationen av aktieägarstyrning, kortsiktighet och arbitrage skapade ett behov av översyn. Tabell 11.1 sammanfattar fallstudierna.

Även antalet affärer som hanterades av det självreglerande organet Aktiemarknadsnämnden ökade de här åren. När Näringslivets börskommitté hade reviderat uppköpsreglerna 2003 låg antalet förfrågningar hos Aktiemarknadsnämnden på ungefär 30–35 per år. År 2006 var antalet ärenden det dubbla. Det hade blivit tydligt även för dem som svarar för den svenska självregleringen att uppköpsreglerna behövde ses över. Våren 2009 presenterades en revidering, som kompletterades med ytterligare ändringar 2012.² Dessa regler diskuteras längre fram, liksom i vilken utsträckning de löser de centrala problemen.

För att förstå ändringarna, eller avsaknaden av sådana, har jag utgått från Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Aktiemarknadsnämnden ska genom rådgivning och rekommendationer verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden har därtill viss fri-

Tabell 11.1. Brister i harmoniseringen av uppköpsregler.

Brister i uppköpsreglerna	Betydelse för harmonisering av förvärvsmarknaden
Aktieägarstyrningen	Länder med en bolagsstyrning som bygger på en tydlig aktieägarorientering ger större utrymme åt aktörer som driver bolagets styrning i riktning mot ett kortsiktigt vinstintresse på bekostnad av bolagets värdeskapande.
Kortsiktigheten	EU:s regler fångar inte upp att en stor del av de institutionella placerarna arbetar utifrån portföljförvaltningsmodeller och följer olika index och regler som gör att de, av skäl som inte har med bolaget att göra, hellre väljer att sälja i samband med bud än att kvarstå som ägare.
Regelarbitraget	Olika aktörer är olika skickade att utnyttja kryphål i lagstiftningen, liksom kulturella skillnader, för att driva slutresultatet i önskvärd riktning, där ett uppköp kanske inte alls är värdeskapande för samhället. Resultatet har blivit en ojämn spelplan för aktörer på marknaden för företagskontroll runt om Europa.

het i sina ställningstaganden, där olika ”bestämmelser skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte” (som det står i de svenska uppköpsreglerna från 2003 och 2009).

Revideringen 2009

NBK:s revidering av uppköpsreglerna 2009 innehöll 16 ändringar.³ Flera av ändringarna handlade om informationsgivning och tidsspann för redovisning av olika händelser, där en stor del av nyheterna hämtades direkt från London City Code on Takeovers. Sex av ändringarna hade tydlig bäring på Old Mutuals bud på Skandia 2005. Hit hörde begränsningarna av investmentbankernas aktiviteter för att minimera intressekonflikter mellan rådgivare och styrelse. Det kom också förtydliganden av styrelsens roll.

Andra ändringar hanterades direkt genom lagstiftning. Frågan om tvångsfusion, central i Skandia, ledde till en omskrivning av aktiebolagslagen. Skandia-affären ledde till att försäkringsrörelselagen anpassades till aktiebolagslagen. Frågan om budplikt, som var så central i Scania-affären, ingick från början i revideringen men kom i stället att hanteras direkt i den svenska versionen av uppköpsdirektivet, LUA. Även Svensk kod för bolagsstyrning uppdaterades. I den reviderade versionen 2008 står det uttryckligen att valberedningens ledamöters enda uppgift är att lämna förslag på ledamöter och arvodering och att de ”oavsett hur de utsetts” ska tillvarata samtliga aktieägars intresse och inte avslöja vad som diskuteras i valberedningen. Kollegiet ger inte någon förklaring till ändringen, men det förefaller rimligt att den tillkommit som en följd av att en rad institutionella investerare, främst utländska, använt valberedningen för att diskutera strategiska frågor.⁴ En viktig fråga rörde även budpremier och likabehandling av minoritetsaktieägare i bolag med differentierad rösträtt. Detta berörde både Scania och andra affärer (som isländska Milestones bud på Invik som kontrollerades av familjen Stenbeck) och löstes genom en kompromiss i uppköpsreglerna.

Det går också att kategorisera ändringarna 2009 utifrån syftet. En del ändringar gjordes för att säkerställa lika tillgång till relevant information

för att få ”bästa” eller ”mest korrekta” marknadspris. Här fick brittiska regler fungera som förebild. Andra ändringar gjordes för att tydliggöra den specifikt svenska synen på bolagsstyrning med dess starka fokus på ägarnas intressen.

Synen på styrelse, aktieägare och anställda

Genom revideringen 2009 blev det tydligare än tidigare att styrelsen enbart ska fokusera på aktieägarnas intresse av att sälja till bästa pris. I NBK-reglerna från 2003 stod det att styrelsen skulle uttala sig om ett erbjudande, och om den avstyrkte skulle skälen framgå.⁵ Men i reglerna (som beskrevs i kapitel 8) nämndes varken ”bolaget” eller ”anställda”. Det räckte med att styrelsen gav uttryck för en åsikt. När uppköpsreglerna reviderades 2009 tillkom därför en ny regel⁶ med uttalat syfte att tydliggöra styrelsens speciella ställning i den svenska aktiebolagslagen, som representant för nuvarande aktieägars intresse och inget annat: ”Styrelsen i målbolaget ska i frågor relaterade till erbjudandet agera i aktieägarnas intresse.”⁷ Regeln kompletteras i kommentaren med ett påpekande att styrelsen har ”en central roll i sammanhanget och ska under hela förfa-randet sträva efter att agera i aktieägarnas intresse”.

I revideringen 2009 gjordes även ändringar som gällde de anställdas rättigheter. I reglerna från 2003 görs inte någon direkt hänvisning till anställda. En sådan hänvisning dyker däremot upp genom införlivandet av EU:s uppköpsregler 2006. I de svenska uppköpsreglerna, LUA, står det att de anställda ska informeras på samma sätt som aktieägarna. Men informationskravet i LUA är sparsmakat jämfört med direktivet. I LUA står inget om krav på uppgifter om sysselsättning, placering av arbetsplatser etc.⁸ En tydlig hänvisning till de anställda finns däremot i revideringen av uppköpsreglerna 2009, där styrelsen åläggs att ge ett uttalande om ett erbjudande senast två veckor innan budtiden går ut. I en ny regel står det att:

Styrelsen ska med utgångspunkt i vad budgivaren uttalat i *pressmeddelandet* eller erbjudandehandlingen redovisa sin uppfattning om den inverkan som genomförandet av erbjudandet kommer att ha på bolaget, *särskilt sysselsättningen, och dess uppfattning om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver sin verksamhet...*⁹

Värd att notera är samtidigt hänvisningen till pressmeddelande, vilket begränsar kravet på styrelsen att bilda sig en självständig uppfattning om budets påverkan på anställda. Någon liknande formulering saknas i både direktivet och i London City Code. Eftersom facket sitter med i svenska bolagsstyrelser betyder detta förstås inte att de anställda blir helt utan inflytande.

Styrelsens fokus på aktieägarnas intresse förstärktes ytterligare i revideringen 2012. I den reviderade kommentaren till II.17 framgår att styrelsen i målbolaget ska kunna uttala sig fylligare om ett bud. Det ska tolkas som att styrelsen exempelvis kan förklara en positiv inställning till ett bud – som vissa kanske uppfattar som lågt – med att likviditeten i aktien blir låg om en ny storägare redan kommit över, såg 70 procent av aktierna. Fokus är återigen på intresset hos nuvarande aktieägare.

NBK 2009 och ändringarna 2012 ger styrelsen en tydlig signal att agera för aktieägarna – här och nu – och inte ta några andra hänsyn, till exempel till framtida aktieägare. Styrelsens roll begränsas till, som det beskrivs ovan, att söka ett högsta möjliga aktiepris.

Stärkt aktieägarfokus i perspektivet Skandia och Scania

NBK:s regler från 2009 och 2012 är mer aktieägarorienterade än både EU-direktivet och de brittiska uppköpsreglerna. I backspeglarna betyder det att konflikten i Skandias styrelse, där tre perspektiv framträdde – långsiktigt aktieägarvärde, kortsiktigt aktieägarvärde och intressentvärde – löstes till förmån för kortsiktigt aktieägarvärde. Det betyder också att Scantias vd

Leif Östlings samtal med en grupp institutionella aktieägare om Scantias framtidsutsikter och förmåga till värdeskapande kan sägas spegla en konflikt mellan Östlings fokus på lång sikt och aktiemarknadens önskan att diskutera nuvarande (kortsiktiga) aktiepris.

Genom den nya regeln NBK II.19 åläggs styrelsen att uttala sig om ett bud senast två veckor innan det går ut. Tidsramen tar dock inte hänsyn till de behov som finns hos institutionella investerare att snabbt kunna köpa och sälja aktier, speciellt de som anammat investeringsstrategier som följer olika index och som ofta säljer aktier långt innan styrelsen offentliggjort sin ståndpunkt. Det medför att en styrelse som sitter på ett mandat från aktieägarna, som kan falla med kort varsel (enligt ABL räcker det med att 10 procent av rösterna samlas för att kräva en extra bolagsstämma för att föreslå byte av ledamöter), ofta känner sig tvingad att agera enligt önskemålet från nuvarande aktieägare, utan direkt hänsyn till bolagets långsiktiga utvecklingsmöjlighet. Styrelsen agerar då proaktivt för att slippa "risken" att få schavottera publikt, helt i linje med den fientliga budteorin om att "hot" om att bli utbytt påverkar styrelsens och ledningens beteende.

Sett i backspegeln dök problematiken med passiva styrelser upp i båda fallstudierna och det var speciellt tydligt i Skandia där de ursprungliga institutionella investerarna sålde och en uppsättning nya aktieägare, med uttalat mål att driva igenom uppköpet, kom att ta över valberedningen och utmana den gamla styrelsen. I de reviderade reglerna 2012 stärktes den kortsiktiga aktieägarmakten ytterligare på bekostnad av styrelsen.

Hantering av intressekonflikter

Informationshantering och maktindelning spelar en central roll i aktiemarknadsrätten. På marknaden för företagskontroll får det en ytterligare innebörd när det uppstår intressekonflikter och jäv under själva budprocessen. I kapitel 8 beskrevs hur frågan om intressekonflikter är kärnan i skillnaden mellan den svenska betoningen på ägarstyrning och omvärldens fokus på bolagsstyrning. I både EU:s uppköpsdirektiv och i London City Code talas det dels om "personer som handlar i samförstånd" (*persons*

acting in concert), dels om aktörer som samarbetar muntligt, skriftligt eller underförstått (*tacit*).

Att Sverige valt att fjärma sig från språkbruket i Europa kan förklaras av att det europeiska förhållningssättet till ledamöters kunskap försvårar och begränsar arbetet för styrelseledamöter som sitter på uttalat mandat från en ägare. Det sätter samtidigt fingret på hur omöjligt uppdraget kan bli för enskilda ledamöter i bolag där det finns kontrollägare, i samband med en fientlig budstrid under finanskapitalistiska villkor. Då uppstår en situation där kännedom om ett bud även betyder kännedom om något som kan leda till att bolaget sätts ”i spel”, att aktiekursen stiger samt att institutionella placerare säljer som ett resultat av portföljbaserad allokering och gör en affär oåterkallelig. En del aktörer kan utnyttja detta för att driva en affär i en riktning som gynnar det egna intresset.

När de svenska uppköpsreglerna reviderades 2009 och 2012 berördes inte frågan om kännedom (”vetskap” på juridikspråk) i samband med bud. Orden samförstånd och underförstått saknades fortfarande. Svenska uppköpsregler berör därmed fortfarande inte aktivister som engagerar sig genom att 1) samarbeta med andra ägare, 2) påverka styrelsesammansättningar och 3) kontakta möjliga budgivare.

I NBK 2009 görs däremot en tydligare beskrivning än tidigare av de intressekonflikter som involverar ledamöter eller företagsledning. I en ny punkt – NBK 2009 II.18 – står det att en ledamot eller vd i ett målbolag, som kan ha eget intresse i en fråga relaterad till ett erbjudande, inte får delta i handläggningen av denna fråga eftersom det kan strida mot aktieägarnas intresse. Det avgörande ordvalet här är ”kan ha”, vars innebörd ligger närmare direktivet och briterernas underförstådda *tacit*.

Intressekonflikter i perspektivet Skandia och Scania

I fallstudierna Skandia och Scania påverkades utfallet av intressekonflikter och jäv i styrelserummen. Enskilda ledamöter och ledningspersoner tog på sig dubbla roller och olika aktörer samarbetade för att få kontroll.

I Skandia var styrelseledamoten Christer Gardell även vd för aktivistfonden Cevian. Han var engagerad i att få Old Mutual intresserat av att närma sig Skandia och deltog i styrelsens arbete med att förbereda en försäljning av bolaget. Cevian skrev på en avsiktsförbindelse att sälja sina aktier i Skandia i utbyte mot aktier i Old Mutual. Gardell hade också kontakter med andra aktieägargrupper, inklusive den största aktieägaren, Fidelity, och bidrog aktivt till att locka in kortsiktiga investerare i Skandia, såsom det isländska investmentbolaget Burdaras och den isländska banken Kaupthing. Det svenska regelverket gjorde det även möjligt för representanter för den amerikanska aktivistfonden Paulson & Co att ta ordförandeposten i Skandias valberedning, samtidigt som aktivistfonden uttalat sitt stöd för Old Mutuals bud.

Frågor om "samförstånd" och "underförstått" slog också igenom i Scantias styrelserum. År 2006 bestod styrelsen av tre ledamöter med nära band till Volkswagen, inklusive ordföranden Pischetrieder. I styrelsen satt även två ledamöter från Wallenbergsfären: Sune Carlsson var ledamot i Investor och Peter Wallenberg jr i Wallenbergstiftelserna. De två "oberoende" ledamöterna hade båda styrelseuppdrag i Wallenbergsfären: Staffan Bohman i Atlas Copco och Peggy Bruzelius i Electrolux. Personunionen förstärktes av att det även fanns korsande styrelseuppdrag, där Carlsson var ordförande i Atlas Copco.

Redan våren 2006 fördes samtal mellan Pischetsrieder och MAN:s ordförande. Scantias styrelse behandlade MAN:s bud i fem offentliga uttalande hösten 2006. Endast vid ett tillfälle, den 12 oktober, valde VW:s representanter i styrelsen att inte delta utan i stället anmäla sig själva jäviga. I samtliga andra uttalanden rekommenderade en enig Scaniastyrelse aktieägarna att avstå från MAN:s erbjudande. Frågan om "underförstått" kunde också ha aktualiserats när VW köpte aktier i MAN, när VW köpte på sig flera aktier i Scania och när VW köpte samtliga Wallenbergs aktier i Scania 2008.

Att efteråt analysera vad som skulle ha kunnat hända om Sverige haft en mer brittisk inställning till "samförstånd" och "underförstått" låter sig inte göras – ingen kan ju veta hur personer agerat om spelplanen varit en annan. I NBK 2009 blev det däremot tydligare att ledamöter

med intressekonflikter inte ska delta i det direkta arbetet med ett bud. Aktiemarknadsnämnden stoppade 2008 möjligheten för en ledamot som skrivit på en avsiktsförklaring att acceptera ett bud att fortsätta delta i styrelsearbetet.¹⁰ Men det är fortfarande oklart var gränsen ska dras i den förberedande fasen, det vill säga när ett bolag "sätts i spel" och blir en faktisk uppköpskandidat. I de brittiska uppköpsreglerna beskrivs användandet av avsiktsförklaringar mer utförligt. Där måste en ledamot som skrivit på en avsiktsförklaring offentliggöra detta omedelbart.¹¹

"Underförstått" i MAN–VW–Scania 2008

Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden har inte varit helt samspelta i sin tolkning av "underförstått" – *tacit* – i uppköpsreglerna. Under budstriden mellan MAN, VW och Scania gjorde de motsatta tolkningar, vilket ledde till att de två organen även hade olika uppfattningar i frågan om budplikt. Hösten 2006 valde Aktiemarknadsnämnden att inte lägga ihop VW:s och MAN:s aktier i Scania. Om så skett hade det tvingat VW att lägga ett bud på Scania. Aktiemarknadsnämnden tillämpade heller inte budplikt i samband med att VW köpte ut Wallenbergsfären ur Scania vintern 2008. Framför allt det senare ledde till omfattande kritik från aktörer på aktiemarknaden såväl som från allmänheten (i det förra fallet ville ingen att det skulle bli en affär).

Finansinspektionen valde att öppna ärendena i båda fallen.¹² Finansinspektionen ifrågasatte om det varit riktigt att inte ta med "underförstått" och i stället låta LUA bara tala om parter som "samarbetar". I förarbetena till LUA talas om "en skriftlig eller muntlig överenskommelse att samarbeta".¹³ Finansinspektionen uppmärksammade att det inte framgår av förarbetena varför lagstiftaren i sina motiv till lagen inte nämner direktivets hänvisning till underförstådda avtal. Det är dock FI:s uppfattning att lagen bör tolkas i linje med EG-rätten och att sådana samarbeten som avses i LUA 3 kap. 5 § även omfattar underförstådda överenskommelser mellan två parter.

Enligt Finansinspektionen borde alltså VW lagt ett bud när bolaget köpte aktier i MAN, eftersom det då var "underförstått" att de agerade i

samförstånd. Finansinspektionen tar frågan längre genom att påpeka att det torde vara uppenbart att VW i samtliga aktieförvärv i MAN, liksom Scania, avser att stärka sin maktposition i bolaget. Daniel Stattin (2010) går också på Finansinspektionens linje och pekar på att förarbetena till LUA inte förklarar varför ”underförstått” inte finns med.

Finansinspektionen avstod trots kritiken från att riva upp Aktiemarknadsnämndens beslut. Ingen hade ju överklagat. Här går det bara att tillägga att skälet till att ingen överklagade rimligen var att berörda aktörer på aktiemarknaden trodde att Wallenberg och Investor skulle agera för samtliga aktieägars intresse, helt i linje med vad de uttalat offentligt. Dessutom var det ingen aktör som 2007 förstod att VW fått ett allmänt undantag från budplikten. När Porsche 2009 blev kontrollägare i VW utlöstes dock budplikten, helt enligt den juridiska normen. Ett pliktbud lades då men utan premium, vilket innebar att endast ett fåtal procent av aktieägarna accepterade det.

Due diligence-undersökningar

Frågan om företagsbesiktning, så kallad *due diligence*-undersökning, våldade stort huvudbry för styrelserna i flera av de företag som mötte fientliga bud 2004–2008. I NBK 2003 lämnades det ett stort spelutrymme för styrelsen att själv avgöra både om de ville tillåta en due diligence-process och i så fall var gränsdragningen skulle göras.¹⁴ Varken i aktiebolagslagen eller inom ramen för börsrätten finns det precisa begränsningar av hur långt en styrelse kan gå i sin medverkan.

Aktiemarknadsnämnden skriver i ett uttalande 2006 att det är upp till styrelsen att avgöra om det ligger i aktieägarnas intresse att genomföra en due diligence och att det är styrelsen själv som avgör nivån på informationsgivningen.¹⁵ I uppköpsreglerna 2009 tillkom ett stycke om att styrelsen bör sträva efter att due diligence-undersökningar görs så snabbt som möjligt för att inte i onödan störa verksamheten i målbolaget.¹⁶ Styrelsens möjlighet att tillåta due diligence är därmed hanterad. Svårigheten uppstår i det motsatta förhållandet, det vill säga när styrelsen vill neka en due diligence-undersökning. Den möjligheten har betydelse

om styrelsen har anledning att befara att due diligence i sig skulle kunna leda till att det skapas ett intresse hos flera aktörer för att köpa ett bolag. Stattin (2009) menar att det är svårt att se hur det rättsligt ska gå att pröva om en styrelse måste tillåta due diligence.

I Old Mutual–Skandia-affären utgjorde Old Mutuals begäran om att få genomföra due diligence en viktig ingrediens, just för att sätta Skandia i spel. Förfrågan, som gjordes i samband med det indikativa budet, läckte ut och fick Skandia-aktien att stiga, något som kunde ses som intäkt för att ett bud borde ligga i aktieägarnas intresse. Framför allt styrelseledamoten Gardell drev på, bland annat genom att till övriga styrelsen peka på risken för ett rättsligt efterspel. Därtill drog due diligence-undersökningen ut på tiden och det skadade Skandias affärer. Till detta kan läggas att Old Mutuals indikativa bud presenterades som vänligt sinnat. Frågan är hur Skandias styrelse skulle ha agerat om den redan från början vetat att Old Mutual även kunde tänka sig att lägga ett fientligt bud. Revideringen 2009 hanterade tidsaspekten men inte styrelsens möjlighet att neka en due diligence-undersökning om det fanns tveksamheter eller risk för att bolaget skulle sättas i spel.

En liknande erfarenhet gjorde den svenska kläddesignern Gant, där schweiziska Maus Frères först gjorde en vänligt sinnad framstöt till Gants styrelse men sedan lade ett fientligt bud som lyckades, en historia som återges i boken *Gant: När tre svenska entreprenörer gjorde ett amerikanskt varumärke globalt*.¹⁷

Värderingsutlåtande

I NBK 2003 nämns inget om rådgivares roll. Skälet var rimligen att det först under uppköpsvågen 2004–2008 blev vanligt i Sverige att liksom i övriga Europa anlita investmentbanker och teckna avsiktsförklaringar att acceptera bud, precis som i USA och Storbritannien.¹⁸ Däremot dyker frågan om rådgivarnas roll upp i NBK 2009. Det står att det är viktigt att en finansiell rådgivare är verkligt oberoende och att ersättningar inte får kopplas till utfallet eller nivån på utfallet. Styrelsen och företagsledningen måste anlita var sin expert, helt i linje med britternas uppköpskod. Där-

emot behöver inte svenska styrelser teckna ett löpande rådgivningsavtal med en rådgivare, vilket är fallet enligt brittisk kod.

I Skandia uppstod en rad konflikter vid anlitandet av rådgivare. Skandia anlidade investmentbanken Morgan Stanley, som arbetade aktivt med att förbereda olika intressenter för en affär, fick en ersättning kopplad till utfallet och utarbetade ett värderingsutlåtande, som emellertid aldrig publicerades. Intrassekonflikten blev tydlig när stora delar av styrelsen fick klart för sig att det var styrelsen och inte företagsledningen som anlitat Morgan Stanley – det senare var då standard i svenska börsbolag – samt att företagsledningen var negativ till Old Mutual som köpare.

I budstriderna syns även spår av rådgivare som bytt sida. I Skandia fanns det rådgivare som representerade flera budgivare. I Scania hade MAN:s rådgivare på Handelsbanken tidigare arbetat på SEB och där varit rådgivare åt Scania. Den här typen av intrassekonflikter hanteras inte i NBK 2009. När de svenska uppköpsreglerna reviderades 2012 stoppades däremot möjligheten för rådgivare att få ersättning kopplad till budvärdet.

Sammanfattning

I spåren av en rad fientliga bud över nationsgränserna under högkonjunkturåren 2004–2008 gjordes flera ändringar i de svenska uppköpsreglerna 2009 och 2012. I det här kapitlet har jag försökt reda ut om de ändringar som gjordes bidragit till att skapa en effektivare marknad för företagskontroll, och därmed underlättat fientliga bud över nationsgränserna i samhällets intresse. I de fall inga ändringar gjorts har jag i stället försökt föra resonemang kring varför de uteblivit. Jag har främst utgått från fallstudierna Skandia och Scania och där tittat på frågor som berör synen på bolaget som helhet och styrelsens roll som neutral part samt olika former av intrassekonflikter.

Många ändringar har varit av teknisk karaktär och inriktade på att göra de svenska uppköpsreglerna mer lika de brittiska. På några områden blev det samtidigt tydligt att svenska uppköpsregler både avvek från brittiska dito och EU:s direktiv. Det blev ännu tydligare än tidigare att en svensk bolagsstyrelse sitter på mandat från befintliga aktieägare. I praktiken

betyder det att de reviderade uppköpsreglerna inte tar hänsyn till att många aktieägare är institutionella placerare som investerar i enlighet med kortsiktiga portföljstrategier snarare än utifrån bolagsanalyser.

Revideringarna tog inte heller hänsyn till riskerna för att nuvarande, eventuellt kortsiktiga, aktieägare verkar för att styrelsen sätter bolaget i spel. Med andra ord har likriktningen på den europeiska marknaden för företagskontroll minskat. Detta går tvärt emot EU:s ambition och rimmar illa med teorin om en effektiv marknad för företagskontroll.

Kapitel 12

Budplikt och andra frågor

Budplikt har kommit att spela en central roll i arbetet med att harmonisera EU:s uppköpsregler. Budplikt gäller relationen mellan olika grupper av aktieägare. I kapitlet beskrivs mer i detalj hur de svenska budpliktsreglerna utvecklats. Det visar sig att de har varit svåra att förstå och förutse för aktörer på den svenska aktiemarknaden. Det blir extra tydligt när kontrollägarskiftet involverar aktörer från andra länder. Här används Scania-affären som illustration, med flera olika exempel där bland annat VW lyckades kringgå regler om budplikt i båda länderna.

Problematiken kring budplikt och hantering av kontrolläggande dyker upp även i andra sammanhang. Här beskrivs situationen med tvångsfusion och likabehandling av A- och B-aktier.

Avslutningsvis analyserar jag hur de olika regelverken kring offentliga bud fungerar i en miljö med fria kapitalflöden och ett stort inslag av institutionellt kapital. Slutsatsen är att svenska börsbolag under perioden 2004–2008 var särskilt sårbara för uppköp och kortsiktigt tänkande.

En svensk budplikt

Sedan Sverige fick budplikt 1999 har den ändrats vid flera tillfällen. Sänkningen av budpliktsgränsen från 40 till 30 procent 2003 visade sig vara allt annat än okomplicerad. De aktieägare som kontrollerade mellan 30 och 40 procent av aktierna träffades av den nya regeln, som beskrevs i kapitel 8, medan ägare av mer än 40 procent undantogs. Ändringen hanterades som en juridisk teknikalitet och passerade utan någon större uppmärksamhet.

Det finns till exempel ingen rapportering av ändringen i medierna. År 2006 blev budplikt en del av uppköpsdirektivet och kom därefter att bli lag genom LUA.¹ I samband med detta försvann skillnaden i hantering av aktieägare som ägde mellan 30 och 40 procent och aktieägare som ägde över 40 procent. Nu undantogs alla som ägde mer än 30 procent av aktier eller röster. En närmare genomgång av ändringen ger samtidigt bilden av en rad svenska särdrag av betydelse för utvecklingen för den svenska uppköpsmarknaden:

- I likhet med Storbritannien, Tyskland och Frankrike avstod Sverige från att introducera ytterligare gränser ovanför 30-procentsnivån. En rad länder introducerade däremot gränser vid 50 procent – exempelvis Finland, Danmark och Italien. Norge har gränser vid 33 procent, 40 procent och 50 procent.
- Sverige har fler undantag än andra länder. Sedan 1999 har ungefär två tredjedelar av frågorna som behandlats av Aktiemarknadsnämnden rört dispens från budplikt. I Finland och Storbritannien, länder med olika förhållningssätt till budplikt, är undantagen få.
- Aktiemarknadsnämndens beslut har uppfattats som svåra att följa och den svenska budplikten har kritiserats för att vara svår att förutse för aktörer på aktiemarknaden och andra intressenter.

I Scania-affären, inklusive VW och MAN, går det att spåra ett tjugofemtal exempel på kringgående av *andemeningen* med budplikt: att skydda ursprungliga minoritetsägare från en ny ägares intentioner, och att säkerställa lika behandling avseende värde i samband med kontrollägarskifte. I tabell 12.1 ges endast några exempel som direkt berört Scania.

Av alla kringgåenden av budplikten kan en handfull härledas direkt till direktivets regler medan resten utgör fall för självreglering, tillämpning av olika bolagsstyrningskoder, olika bolagsrätter liksom inslag av politiska hänsyn och särintressen både på nationell nivå och EU-nivå. Nedan beskrivs två av exemplen mer i detalj: Ainax, Investors och VW:s aktieköp efter MAN:s fientliga budförsök, och relationen mellan VW, MAN och Scania.

Ainax

Volvo skapade 2004 ett holdingbolag, Ainax, där den enda tillgången utgjordes av aktier i Scania, motsvarande 24,8 procent av rösterna och 13,7 procent av kapitalet. Investor och Wallenbergstiftelserna köpte vid en rad tillfällen aktier i Ainax utan att beröras av budplikt.

Ainax noterades den 8 juni 2004 på Nya Marknader, en handelsplattform ägd av dåvarande Stockholmsbörsen, avsedd för bolag som inte bedömdes leva upp till noteringskraven på huvudlistan ännu. I fallet Ainax saknades en lång historik. På Nya Marknader fanns exempelvis inte något krav på flaggning vid 5 procents ägande eller budplikt och bolagen bevakades inte heller av Aktiemarknadsnämnden.² Strax efter notering offentliggjorde Investor att man kontrollerade 4,2 miljoner aktier i Ainax, vilket motsvarade 15 procent av rösterna och aktierna. Flaggningen gjordes för att möjliggöra röstning vid Ainax första bolagsstämma den 1 juli där Investor avsåg att föreslå styrelseledamöter. Investors direkta och indirekta ägande i Scania uppgick därefter till 25 procent av rösterna.

Flaggningen kritiserades av en rad aktörer på aktiemarknaden, speciellt i ljuset av att det var Investors ordförande Claes Dahlbäck som i egenskap av dåvarande ordförande i NBK varit med och utformat NBK:s regler kring budplikt och därmed bidragit till att bolagen på Nya Marknaden hållits utanför. Den 1 november 2004 lade Scania ett bud på hela Ainax, där aktieägarna i Ainax erbjöds byta in sina aktier i Ainax mot aktier i Scania, utan budpremie. I december flaggade Wallenbergsfären, bestående av både Investor och stiftelser, för 21 procent av aktierna i Ainax. Det betydde att sfärens innehav i Scania, så snart Ainax tagits över, skulle passera 30,6 procent av rösterna.

Agerandet möttes av kritik från institutionella ägare och medier.³ Nu reagerade Aktiemarknadsnämnden och därefter uppgav representanter från Wallenbergsfären och Investor att de hade ett skriftligt avtal om att *inte* samverka. Wallenbergstiftelserna ägde vid tillfället 40 procent av rösterna i Investor och det fanns en stor intressegemenskap bland styrelseledamöterna. När samgåendet mellan Ainax och Scania var klart sommaren 2006 hade de två ”oberoende” aktörerna i Wallenberggruppen

Tabell 12.1. Scania-affären och exempel på missbruk relaterat till budplikt

2000–2013.

Datum	Missbruk av budplikt	Inflytande i styrelsen
2 mars 2000	EU blockerar Volvos plan att köpa upp Scania. Kräver att Volvo säljer sina aktier motsvarande 30 procent av rösterna (45 procent av kapitalet).	
27 mars 2000	VW köper 34 procent av rösterna (18,7 procent av kapitalet) i Scania från Investor och Wallenberg, vilket understiger då gällande gräns för budplikt på 40 procent, sedan 1999.	Maj 2000. VW får in 3 ledamöter i Scanias styrelse. VW vd Ferdinand Piëch blir ordförande.
2004	Volvo skapar Ainax av Scanias A-aktier. Wallenberg och Investor köper mer än 30 procent av rösterna, men hävdar att de agerar oberoende av varandra. Ingen budplikt eftersom Ainax inte är noterad på börsens huvudlista.	Maj 2002. VW:s vd Bernd Pischetsrieder blir ny ordförande i Scania.
Sommaren 2006	EU:s krav på budplikt vid 30 procent blir svensk lag.	
Sommaren 2006	Ainax likvideras. Investor och Wallenberg ägare till 29,9 procent av rösterna i Scania.	
Hösten 2006	MAN köper 15,6 procent av aktierna i Scania och VW köper 20 procent av aktierna i MAN.	
7 november 2006	Wallenberg köper ytterligare aktier i Scania och passerar 30 procents röstandel utan att det föranleder budplikt.	
Mars 2007	VW ber att få öka ägarandelen i Scania till 50 procent utan att det ska utlösa budplikt. Aktiemarknadsnämnden tillstyrker.	
7 och 30 mars 2007	VW ökar röstandelen i Scania i två steg till 36,4 procent (20 procent av kapitalet).	Maj 2007. Investors vd Börje Ekholm blir ledamot i Scania. VW byter ut sina 3 ledamöter från VW, inklusive vd Martin Winterkorn. Två oberoende ledamöter kvarstår.

Datum	Missbruk av budplikt	Inflytande i styrelsen
Oktober 2007	VW får Aktiemarknadsnämndens tillstånd att köpa obegränsat med aktier i Scania, eftersom ägarandelen översteg 30 procent innan reglerna ändrades 2006.	
31 januari och 28 februari 2008	VW ökar röstandelen i Scania i två steg till 38 procent av rösterna (20,9 procent av kapitalet).	
3 mars 2008	VW köper samtliga Investors och Wallenbergstiftelsernas aktier i Scania utan budplikt. Ökar till 68,6 procent av rösterna (37,7 procent av kapitalet).	Maj 2008. VW föreslår 2 nya ledamöter, varefter VW har koppling till 5 av 8 ledamöter, 2 har koppling till Wallenberg, som sålt, och en är "oberoende".
5 januari, 13 februari och 31 mars 2009	Porsche köper aktier i VW, vilket utlöser klausul om ägarförändring i Scania, varefter Porsche lägger ett pliktbud utan premie. Porsche får in 3,5 procent av rösterna (7,9 procent av aktierna) som säljs vidare till VW. Därefter har VW direkt och indirekt kontroll över 70,9 procent av rösterna (45,7 procent av kapitalet).	Maj 2010. Två oberoende ledamöter lämnar. 6 av 9 ledamöter har koppling till VW, 2 har koppling till Wallenberg. Bara en är verkligt "oberoende".
November 2011–juni 2012	I två steg ökar VW ägandet i MAN till 75 procent, varefter det indirekta och direkta ägandet i Scania stiger till 88 procent av rösterna (63 procent av kapitalet).	Maj 2012. Börje Ekholm lämnar Scania, varefter 7 av 9 ledamöter har koppling till VW, en till Wallenberg och en är verkligt "oberoende".
Mars 2013		VW upplöser valberedningen i Scania.
Februari 2014		VW bjuder 200 kronor per aktie för resten av aktierna i Scania.

tillsammans 16,5 procent av aktierna och 29,9 procent av rösterna i Scania.⁴ Sammanfattningsvis illustrerar Ainax-fallet 1) kringgående av flaggningskrav, 2) två fall av brott mot andemeningen med budplikt och 3) en ifrågasatt tolkning av begreppet samförstånd mellan parter.

Investors och VW:s aktieköp efter MAN-bråket

Volkswagen köpte sina första aktier i Scania 1999, motsvarande 18,7 procent av kapitalet och 34 procent av rösterna. Vid den aktuella tidpunkten var det tydligt att VW ville hamna under budpliktsgränsen 40 procent. Investor och övriga Wallenbergsfären behöll tillsammans 13 procent av kapitalet och 16 procent av rösterna. Den efterföljande utvecklingen kan illustrera hur metodiskt VW arbetat sig in i Scania, i samspel med förändringarna av de svenska budpliktsreglerna och Aktiemarknadsnämndens tolkning av dessa. Sammantaget gjorde detta att VW kunde ta kontroll över Scania utan att betala en budpremie till minoritetsaktieägarna.

Denna process påbörjades redan hösten 2006 när VW köpte aktier i MAN, som vid den aktuella tidpunkten ägde aktier i Scania.⁵ Det ledde inte till budplikt eftersom VW, i enlighet med Aktiemarknadsnämndens synsätt, vid tidpunkten inte hade något formellt inflytande över MAN. Att VW tidigare uttalat intresse för samarbete mellan VW, MAN och Scania samt att det pågick en budstrid berördes inte i Aktiemarknadsnämndens beslut. Agerandet fick ändå Wallenbergsfären att köpa fler aktier och därmed passera 30-procentsgränsen för budplikt. Aktiemarknadsnämnden lät det passera med hänvisning till att det inte påverkade maktbalansen mellan VW och Wallenbergsfären och därmed inte hade avgörande inverkan på minoritetaktieägarnas ställning i bolaget.⁶

I mars 2007 beviljade Aktiemarknadsnämnden VW ett undantag för budplikt och fick möjlighet att öka ägarandelen i Scania till 49,9 procent.⁷ För aktiemarknadens aktörer gav detta intryck av att det fanns en budpliktsgräns för VW vid 50 procent. Eftersom Investor vid den aktuella tidpunkten tydligt deklarerade att de skulle agera med samtliga

Scania-aktieägares intresse för ögonen – bland annat genom att skriva så i delårsrapporten våren 2007 – passerade Aktiemarknadsnämndens beslut utan reaktion. Alla parter drog slutsatsen att det både fanns en 50-procentsgräns och att Wallenbergssfären skulle bevaka VW. Det visade sig inte stämma.

Svårigheten för både småsparare och institutionella placerare att tolka Aktiemarknadsnämndens uttalande som offentliggjordes den 7 mars 2007 blir tydlig vid läsning av den sista meningen:

Aktiemarknadsnämnden medger Volkswagen AG undantag från den budplikt som annars skulle kunna uppkomma vid ytterligare förvärv av aktier i Scania AB. Undantaget gäller för förvärv som resulterar i ett sammanlagt aktieinnehav representerande högst 49,99 procent av röstetalet för samtliga aktier i Scania. Detta beslut skall gälla omedelbart.

Daniel Stattin skriver i en kommentar till svårigheten för utomstående att tolka Aktiemarknadsnämndens ställningstagande att ”man kan fråga sig vad som är huvudregeln – budplikt eller undantag”.⁸

Nästa test kom hösten 2007 när VW återkom till Aktiemarknadsnämnden med en förfrågan om att få köpa *obegränsat* med aktier i Scania *utan* att utlösa budplikt. VW hävdade att 30-procentsgränsen egentligen redan var passerad, att de svenska budpliktsreglerna ändrats sommaren 2006 – då den tidigare begränsningen för ägare med mellan 30 och 40 procent av aktierna togs bort – samt att MAN och VW inte skulle ses som om de agerade i samförstånd.

Även den här gången tilldelades VW ett undantag.

I mars 2008 köpte VW Investors och Wallenbergstiftelsernas samtliga aktier i Scania för 200 kronor per aktie, en prislapp som låg 33 procent över A-aktien. Detta utlöste berättigad kritik från minoritetsaktieägare, småsparare och institutionella investerare som ansåg sig missgynnade. Scania-aktien sjönk på kort tid ned till 134 kronor, ett tecken på hur väl tilltagen premie som VW egentligen betalat. Reaktionen från både minoritetsaktieägare, medier och politiker blev kraftig. Aktiespararnas ordförande rasade, ledande företagsledare tog till orda och händelsen diskuterades i riksdagen.⁹

Representanter från fyra av de största svenska institutionella placera-
rarna skrev på DN Debatt under rubriken "Behandla aktieägarna lika"
och krävde ändring av minoritetsskyddet.¹⁰ Investors vd Börje Ekholm
försvarade sig med att Investor, i den uppkomna situationen, hade att
bevaka de *egna* aktieägarnas intresse.

Aktiemarknadsnämnden beskrev VW:s köp av Scania-aktier som en
juridisk teknikalitet eftersom VW redan fått ett undantag våren 2007.
Finansinspektionen drog en annan slutsats i en skrivning hösten 2008,
men stannade då vid att konstatera att eftersom ingen aktör överklagat
Aktiemarknadsnämndens beslut om undantag våren 2007 fanns inget
att göra. Att minoritetsaktieägarna vid den tidpunkten räknade med att
Investor skulle agera i samtliga aktieägars intresse var inte något som
behandlades i Finansinspektionens uttalande.¹¹

När de svenska uppköpsreglerna reviderades 2009 berördes inte frågan
om budplikt. Det ansågs vara en fråga för riksdagen. Både Kollegiet för
svensk bolagsstyrning och Svenskt Näringsliv vände sig därefter direkt
till Justitiedepartementet med förslag om att det skulle införas en andra
budpliktsgräns vid 50 procent.¹² Därefter har inget hänt.

Lika behandling av olika aktieklasser

I revideringen av NBK:s regler 2009 växte frågan om budplikt till att
även handla om prisskillnader mellan olika aktieklasser. Lika behandling
av aktier av samma slag utgör en grundprincip i aktiebolagslagen. Olika
priser för olika aktieklasser berör relationen mellan aktieägargrupper
som har lika rättighet till bolagets utdelning men olika rösträtt. Det
berör också möjligheten att köpa kontrollposter på börsen utan att det
utlyser budplikt eller krav på att alla ska få chans att delta på lika villkor
i ett erbjudande.

Inom forskningen finns två olika synsätt på vem som har den verk-
liga rätten till bolagets värde (se kapitel 5). Adolf Berle och Gardiner
Means menar att kontroll är en tillgång som *tillhör* bolaget och att en
budpremie därmed tillfaller bolaget att fördela *lika* mellan aktieägarna.
Henry Manne fokuserar i stället på risken för att en kontrollägare som

inte får betalt för nedlagt arbete med bolagsstyrningen vägrar att sälja. Det leder till att en strukturuomvandling som annars varit önskvärd för samhället uteblir.

I 2003 års NBK-regler accepterades prisskillnad mellan olika aktieslag, men den skulle vara rimlig, något som aktiemarknaden i olika utlåtanden tolkade som 10 procent.¹³ Samtidigt fanns flera exempel på uppköp med samma pris på A- och B-aktier. Hit hörde Volvos bud på Scania (1999), uppköpet av Gambro (2006) och VM-Data (2006). MAN erbjöd samma pris för A- och B-aktierna i Scania (2006).

Trenden bröts i samband med att den isländska investmentbanken Milestones 2007 köpte Stenbecksfärens finansbolag Invik. Huvudägaren, investmentbolaget Kinnevik som kontrollerades av Stenbeck, fick 10 procent mer i betalning än B-aktieägarna.¹⁴

En grupp svenska och utländska institutionella placerare gjorde gemensam sak för att få Aktiemarknadsnämnden att stoppa möjligheten att ge olika pris på A- och B-aktier.¹⁵ Institutionerna menade att marknadspraxis ändrats till förmån för lika priser, i linje med idén att ett bud borde likställas med en likvidering av bolaget varvid samtliga aktieägare, oavsett klass, får samma utdelning. Resonemanget har likheter med Berles och Means synsätt. Men Aktiemarknadsnämnden hänvisade även denna gång till att det viktiga var att det fanns tydlig *information* om prisskillnaden, vilket det funnits i Invik-affären.

När uppköpsreglerna reviderades (2009) togs frågan upp. En grupp kontrollägare med A-aktier, knutna till Industrivärden och Handelsbankssfären, motsatte sig då resonemanget om likabehandling. De menade att det var motiverat att kontrollägaren fick en premie på nedlagt arbete i rollen som huvudägare. De hävdade dessutom att krav på lika behandling stred mot grundläggande äganderätt och kontraktsfrihet. Argumentationen påminde om den som svenska staten tillsammans med Wallenbergsfären och Svenskt Näringsliv hade när de försvarade A- och B-aktier i samband med Europaparlamentets arbete med uppköpsdirektivet kring millennieskiftet.

Ett nytt brott mot principen om likabehandling skedde när VW vin-
tern 2008 betalade en premie för Wallenbergsfärens A-aktier i Scania, utan

att det utlöst budplikt, och därmed lämnade B-aktieägarna med en lägre värderad aktie. Lika behandling av aktier med olika rösträtt hanterades i revideringen av NBK 2009.

Behandling av innehavare av aktier med icke identiska villkor

Finns det i målbolaget aktier av olika slag ska vederlag av samma form erbjudas för aktier av samtliga slag.¹⁶

En av ledamöterna i NBK:s grupp reserverade sig, Industrivärden vd Anders Nyrén. NBK:s skrivning innehåller också spår av kompromiss genom att Aktiemarknadsnämnden får bevilja undantag om det visar sig att olika priser är en förutsättning för att A-aktieägarna ska gå med på en affär och att det även ligger i B-aktieägarnas intresse. Den nya regeln har inte testats ännu.

Tvångsfusion

Lagen om tvångsfusion hade betydelse för utfallet i flera fientliga budstrider efter millennieskiftet. Det gällde en omskrivning av aktiebolagslagen kring millennieskiftet som en följd av det svenska EU-medlemskapet. Möjligheten att rösta igenom en avnotering av ett bolag vid endast 66 procent av rösterna betydde i praktiken att minoritetsskyddet vid 90 procent kunde åsidosättas, vilket både skulle sänka budpriset och tvinga många institutionella investerare att sälja av. Men det var först i samband med Skandia-affären som det tillämpades i ett stort börsbolag med många aktieägare. I Skandia hotade Old Mutual med avnotering vid ett flertal tillfällen senhösten och vintern 2005–2006, vilket påverkade institutionella investerares beslut att sälja.

Aktiespararnas riksförbund vände sig våren 2006 till Justitiedepartementet med en förfrågan om översyn av lagen. Hösten 2006 kom ändå ett nytt test på tvångsfusionen, i samband med att de två riskkapitalbolagen Nordic Capital och Apax la ett fientligt bud på sjukvårdsleverantören Capio. I Capio-affären framgick det redan i pressmeddelandet att budbolaget, Opica, förbehöll sig rätten att driva igenom affären som en tvångsfusion även om det inte nådde en acceptans på 90 procent.¹⁷ Uttalandet

fick hård kritik från Aktiespararna som menade att det var ett ovanligt hot och att detta handlande borde ha hamnat hos tingsrätten. Aktiespararna ansåg vidare att handlandet stred mot god sed på aktiemarknaden.

Capios två största ägare, Andra och Fjärde AP-fonderna, lämnade in ärendet för ett utlåtande hos Aktiemarknadsnämnden, som slog fast att förfarandet var förenligt med gällande regler, eftersom Opica *informerat* om tvångsinlösen. Dock framgick det att förfarandet var ett gränsfall och att reglerna förmodligen skulle förändras i framtiden.¹⁸ Återigen blev minoritetsaktieägarna tagna på sängen. Många ansåg att Aktiemarknadsnämnden missade möjligheten att stoppa ett agerande som till synes skadade tilltron till aktiemarknaden och redan var föremål för behandling av Justitiedepartementet.

Frågan om tvångsfusion hade också betydelse för händelseförloppet i Scania-affären. Investör och Wallenberg ökade sitt aktieinnehav i Scania hösten 2006, delvis för att markera att de inte tänkte acceptera en situation där VW tvingade fram en fusion. Möjlighet att använda sig av tvångsfusion i börsbolag stoppades av Justitiedepartementet sommaren 2007.

Sammanfattning

I det här kapitlet har jag beskrivit hur den svenska självregleringen genom Aktiemarknadsnämnden agerat i tre frågor: budplikt, likabehandling av A- och B-aktier samt specialfallet med tvångsfusion. Frågan om budplikt, liksom den om likabehandling av A- och B-aktier, har visat sig vara komplex att hantera i ett svenskt sammanhang, där det är vanligt med kontrolläggande och differentierad rösträtt. Införlivandet av nya EU-regler har gjorts med stor eftersläpning och de beviljade undantagen har varit många. Aktiemarknadsnämnden tycks ha tolkat ”god sed på börsen” som att värna möjligheten att *genomföra* en affär snarare än att värna allmänhetens tillit och förtroende. Aktiemarknadsnämnden har sällan utnyttjat möjligheten att självt ta upp frågor, den har avstått från att informera omvärlden om möjliga tolkningsproblem eller påtala behov av förändringar.

Jag anser att nämnden har agerat på ett sätt som gjort det möjligt för olika aktörer på aktiemarknaden att kringgå principerna i gällande regler,

vilket blivit speciellt tydligt när utländska investerare varit inblandade i affärer. Därmed har man misslyckats i sin uppgift att värna om grundläggande normer för uppförande på den svenska aktiemarknaden.

Frågan om likabehandling av A- och B-aktier tycks ha hämmat viljan att introducera bolag med just A- och B-aktier, eftersom den gjort det svårare att förutse vad betalningen blir vid ett bud. Den svenska utvecklingen har avvikit både från EU:s uppköpsdirektiv och de brittiska *takeover*-reglerna. Min slutsats är att förändringarna i de svenska uppköpsreglerna i kombination med Aktiemarknadsnämndens tolkningar skapat en miljö där svenska börsbolag varit mer sårbara för uppköp och kortsiktigt agerande. Detta har i sin tur bidragit till att förstärka tendensen till kortsiktighet, både på kapitalmarknaden och i styrningen av börsnoterade bolag. Därför bör vi ställa oss frågan hur regelverken kan reformeras för att främja ett långsiktigt hållbart värdeskapande. Om detta handlar nästa kapitel.

VW:s bud på Scania i februari 2014 ger intryck av att en förändring kan vara på gång, åtminstone vad gäller budplikten. Däremot kvarstår problematiken med att underlätta för bolag att kvarstå som noterade.

Kapitel 13

Europas agerande i spåren av finanskrisen

I detta kapitel gör jag en internationell utblick – med fokus på Europa-debatt – över den aktuella politiska diskussionen och den senaste akademiska forskningen om problemet med kortsiktighet på kapitalmarknaden. Efter finanskrisen har frågan om brister i kapitalmarknadens funktionssätt och hinder för långsiktigt värdeskapande hamnat högt på den politiska agendan i EU och USA. I forskningslitteraturen diskuteras behovet av att främja långsiktigt agerande på ägarnivå – inte minst hos de institutionella ägarna. Man ser en risk att ägarnas kortsiktiga agendor påverkar företagsledningarnas beslut på ett sätt som står i strid mot långsiktigt värdeskapande.

Slutsatsen av akademisk forskning är att synen på aktiebolaget håller på att förändras samt att harmonisering av regelverken inom Europa behöver ses över och stärkas.

Ny syn på institutionella investerare

I spåren av finanskrisen har flera forskare tagit fram förslag på hur institutionella investerare skulle kunna förändra sitt beteende i riktning mot ett mer långsiktigt ansvarstagande. Det handlar om i vilken grad institutionella investerares kortsiktighet beror på regleringar, som i så fall kan behöva reformeras, och vad som beror på investeringsstrategier, som i så fall kan medföra att förvaltningsmandat och modeller för utvärdering behöver revideras.¹ Dessa forskare pekar alla på att pensionsbolagens uppdrag i relation till uppdragsgivaren – syssломannarollen – kan behöva

omvärderas. I angloamerikansk terminologi beskrivs idéer om aktsamhet, lojalitet och opartiskhet och om att agera sunt på ett sätt som en normalt aktsam person skulle göra (*prudent person principle*). Principer för aktsamhet i uppdraget att förvalta andras pengar har därefter kommit att tolkas som investeringsstrategier som utvärderas mot olika index.

I Sverige saknas begrepp som aktsamhet men principen är ändå densamma och förvaltningsmandaten formuleras direkt i form av en modellportfölj med olika marknadsindex. Effekten blir att det skapats ett kortsiktigt flockbeteende som möjligen är effektivt för att maximera avkastningen på kort sikt men sker på bekostnad av den långsiktiga avkastningen. Med andra ord sker en omfördelning av pensionskapital från morgondagens till dagens sparare. Det här beskrivs av bland andra finansekonomerna James Hawley och Andrew T. Williams² samt Frank Jan De Graaf och Keith L. Johnson.³ De pekar alla på alltför strikt tillämpning av modern portföljteori för utvärdering av investeringar från 1990-talet och framåt. Framöver skulle förvaltningen kunna inriktas mot faktisk värdetillväxt i enskilda bolag på lång sikt och inte mot kortsiktig relativ indexförvaltning. Idag väljer många förvaltare att sälja sina aktier i samband med bud – som driver aktiekursen uppåt – endast för att de ser det som sitt uppdrag att leverera mätbar avkastning under ett kvartal eller under ett år.

Det finns numera en rad vetenskapliga studier som pekar på att mer koncentrerade portföljer med större investeringar i enskilda bolag och med längre tidshorisont ökar möjligheten till avkastning.⁴ Det finns studier som visar att bolag med en uttalad hållbar strategi, utvärderade i enlighet med faktorer som mäter ansvar för miljö, samhället och styrning – så kallade ESG-variabler – utvecklas bättre över tid. Och det finns studier som pekar på att aktieaktivism lönar sig. Om de tre grupperna av studier kombineras genom 1) finansiell analys för att välja ut bolag, 2) integrering av ESG-faktorer samt 3) engagemang som ägare, då skapas den gynnsamma cocktail som behövs för hållbara långsiktiga investeringar. Aktivt och engagerat ägande som tar ansvar för miljö, samhälle och styrning med hjälp av olika ESG-variabler utgör samtidigt en naturlig del av

alla långsiktiga investeringar. I olika rapporter från OECD, Världsbanken och EU-kommissionen talas om tålmodigt kapital (*patient capital*).

Ett sätt att underlätta för den här typen av placeringsstrategier vore att genomföra de förslag till integrerad rapportering (som ger genomlysning av bolagets strategier för långsiktigt värdeskapande) som nu diskuteras. Det är också viktigt att förändra avgiftsmodellerna inom kapitalförvaltning. Dessa bör utformas så att kapitalförvaltarna inte som idag tvingas fokusera på låga kostnader, vilket nästan ensidigt används när stora placeringsmandat upphandlas. Större utrymme borde ges för en utvärdering på lång sikt, där det blir möjligt att ta hänsyn till att den kompetens som krävs för att vara en långsiktig och aktiv investerare kanske även kostar pengar initialt.

En modell för att ge institutionella investerare incitament att agera långsiktigt har tagits fram av forskarna Patrik Bolton och Frederik Samama.⁵ De förordar en modifierad variant av den franska modellen med dubbel rösträtt som innebär att endast investerare som förbinder sig att äga aktier under en längre tid får rösta på stämman. Bolton och Samama har arbetat fram en matematisk modell för att värdera rösträtten där investerare som äger aktier över en längre period erbjuds kompensation genom tilldelning av optioner eller så kallade lojalitetsaktier. Modellen har bland annat uppmärksammats av Al Gore, USA:s tidigare vicepresident, som gjort sig känd för sitt nydanande engagemang i miljöfrågor och som myntat begreppet hållbar kapitalism.⁶

Group 30, en fristående organisation inom OECD med medlemmar som Raguham G. Rajam, Lawrence Summer, Axel Weber, Paul Krugman, Mervyn King och Jean Claude Trichet – alla prisbelönade forskare eller riksbankschefer – efterlyser även redovisningsregler som differentierar mellan kortsiktiga och långsiktiga placeringar. G30 vill bland annat ha en ny redovisningsmetod för börsaktier som inte bygger på marknadsvärdering utan i stället kan kopplas till en förutbestämd tidpunkt (*market-to-market accounting* ersätts med *target-date accounting*). Pengar som allokeras till specifika fonder ska kunna värderas utifrån en tänkt avkastning på flera års sikt. Placeringshorisonten är fem eller tio år.

Storbritannien

Efter revideringarna 2009 och 2012 är de svenska uppköpsreglerna mer orienterade mot att skydda aktieägarnas rättigheter än vad det brittiska regelverket är. Faktum är att i Storbritannien har förändringarna av uppköpsreglerna istället gått i riktning mot att lyfta fram fler intressenter än enbart aktieägarna när det gäller inflytande i bolagsstyrningsprocessen. Av den brittiska aktiebolagslagen från 2006 framgår det att styrelseledamöters ansvar för bolagets framgång innefattar att en ledamot ska agera med bolagets intressenter *som helhet* för ögonen. Med det avses bolagets långsiktiga utveckling, anställdas intressen och relationer till övriga intressenter, hänsyn till miljö- och samhällseffekter, skydd av företagets goda namn liksom rättvis behandling av alla intressenter.⁷

Londonbörsen reviderade även sina uppköpsregler 2011 (den tionde versionen). Det skedde i spåren av den amerikanska livsmedelstillverkaren Krafts fientliga bud på den brittiska chokladtillverkaren Cadbury 2009 och den efterföljande nedläggningen av en av fabrikerna.⁸ Revideringen stärkte ställningen för andra intressentgrupper än aktieägarna. Londonbörsen kräver nu att budgivaren tydligt beskriver sina avsikter med förvärvet, vad de ser för utsikter för målbolaget och vad övertagandet kan betyda för de anställda. I erbjudandet till aktieägarna i det uppköpta bolaget måste det också framgå hur styrelsen i det uppköpta bolaget värderar budet liksom vad styrelsens oberoende rådgivare anser.⁹ Styrelsen i målbolaget åläggs i sin tur att beskriva ägarskiftets effekter för medarbetarnas anställningstrygghet och arbetsvillkor och redogöra för sin bedömning av bolagets framtid med den nya ägaren. Det står uttryckligen att styrelsen kan ta hänsyn till andra faktorer än pris i samband med rekommendation till aktieägarna.

Den svenska förstärkningen av aktieägarnas inflytande i budsituationer, försvagningen av styrelsens roll och fokus på att underlätta affärer, som skedde i uppköpsreglerna 2009 och 2012, har inte någon motsvarighet i utvecklingen av de brittiska reglerna. I London har regelförändringar snarare utvecklats i motsatt riktning.

Efter finanskrisen har Storbritannien även reviderat sin bolagsstyr-

ningskod och förändrat synen på aktieägarna som en passiv skara. Det brittiska finansdepartementet gjorde sommaren 2009 en översyn av de rörliga ersättningssystemen i banksektorn och institutionella aktieägars ansvar i bolagsstyrningsprocesser.¹⁰ Det mynnade ut i en uppförandekod (Stewardship Code) för institutionella placerare med riktlinjer för hur institutionella aktieägare bland annat kan samarbeta mer för att driva bolagsstyrningsfrågor med större kraft. Detta kan tolkas som en uppgörelse med britternas tidigare odelat positiva syn på värdet av spritt aktieäggande. Britterna har också gått i bräsch inom EU för att stämman ska fatta beslut om incitamentsprogram till ledande befattningshavare, så kallad *say on pay*. Britterna ställer också särskilt hårda krav på ledamöter i finansinstitut, där det tydliggjorts att dessa ska prioritera allmänintresset framför aktieägarintresset i styrelsearbetet.

I Storbritannien har man även arbetat för att göra det möjligt för aktieägarna att ha större inflytande över bolagsstyrelsernas sammansättning. Storbritannien har däremot avstått från att utveckla en modell med externt tillsatta valberedningar, eftersom britterna inte vill riskera att enskilda ägargrupper eller investerare med uttalat kortsiktigt fokus får direkt inflytande över nomineringen av ledamöter.

Reformer för att stävja kortsiktigheten

I spåren av finanskrisen 2008 har det kommit ett stort antal forskningsrapporter, offentliga utredningar och politiska initiativ som diskuterar behovet av bättre bolagsstyrning och ökad långsiktighet på kapitalmarknaden. Utredningarna och initiativen har kommit från bland annat EU-kommissionen, den brittiska regeringen och OECD. Gemensamt för dessa rapporter och initiativ är att de ifrågasätter finansteorins hypotes om effektiva kapitalmarknader (se kapitel 4, s. 46) som beskrivning av verkligheten. Man konstaterar att det funnits allvarliga brister i etablerade finansiella beräkningsmodeller. Modellerna har inte fungerat som de rationella och effektiva verktyg för att fördela kapital till olika verksamheter som var avsikten, utan skapat ett flockbeteende som driver på kortsiktighet och tillgångsbubblor som när de spricker för med sig höga kostnader för

samhällsekonomin. Det syns också tecken på att den pågående diskussionen om bristerna i etablerad finasteori fått institutionella investerare som pensions- och aktiefonder att ompröva sina placeringsmodeller och i stället införa strategier som fokuserar på det enskilda bolagets möjlighet att skapa värde.¹¹

Nedanstående citat från en rapport till den brittiska regeringen 2012, författad av John Kay, nationalekonom från London School of Economics och kolumnist i tidningen *Financial Times*, sammanfattar på ett bra sätt den framväxande synen på bristerna i dagens kapitalmarknad:

Kortsiktighet är ett problem på den brittiska aktiemarknaden och den tar sig uttryck i bristande förtroende och motstridiga mål hos aktörer som är engagerade i investeringar på aktiemarknaden.¹²

Storbritannien har tillsatt en parlamentarisk utredning som ska se över de institutionella placerarnas uppgift och ägaransvar.¹³ Syftet är att ta fram en ny plikt gentemot de kunder vars kapital de förvaltar (*fiduciary duty*). Hit hör att styrelseledamöter och förvaltare ska kunna väga in olika mått på ansvar för miljö, samhällspåverkan och styrning, så kallade ESG-faktorer (*environmental, social and governance*) samt analyser av det enskilda bolagets långsiktiga möjlighet att utvecklas i investeringsmandatet.

I en rapport från en ägarkommission utsedd av brittiska regeringen 2012, *The UK report to the Ownership Commission*, ifrågasätts 1900-talets ensidiga förespråkande av det listade aktiebolaget som företagsform med dess ensidiga orientering mot ägarnas intressen. I stället riktas blicken mot andra organisationsformer som stiftelser, kooperativ och onoterade företag för att driva värdeskapande verksamhet.

Allt detta har lett till att den brittiska försäkringsföreningen ABI presenterat en egen uppförandekod, som kompletterar den allmänna Stewardship kod som FRC står bakom. Budskapet i koden, som infördes 2013, är att "bra bolagsstyrning förväntas stärka och stödja ett bolags långsiktigt hållbara prestation: Det är kritiskt för långsiktigt värdeskapande och ekonomisk tillväxt."¹⁴ Syftet är att utveckla en uppförandekod för brittiska pensionsbolag där aktivt och ansvarstagande engagemang ses som en naturlig del av investeringsprocessen. Det pekas också på fyra

olika former av engagemang: *voice* – *escalate* – *loyalty* – *exit* (göra sin röst hörd – köpa fler aktier – vara passiv ägare – sälja). Albert Hirschmans gamla begrepp från 1970-talet (se s. 60) kompletteras därmed med ett fjärde alternativ för ägare – där mer aktier köps för att stärka närvaro och engagemang. Bland idéerna i koden finns incitament för långsiktiga investerare att ta rollen som insiders och bli aktiva ägare med förmåga att utveckla bolaget.

I spåren av den finansiella krisen 2008 har även harmoniseringsarbetet i Europa fått ny fart. EU-kommissionen har bland annat arbetat med att få fram riktlinjer för hur institutionella placerare ska engagera sig på bolagsstämman, hur röstningen ska bli mer genomlyst och hur aktieägarna överlag ska kunna få en bättre dialog med styrelsen.¹⁵

Regelverken för de finansiella företagen, inklusive bankerna, har skärpts. Styrelseledamöterna i bankerna ska ta hänsyn till andra intressen än aktieägarnas, antalet styrelseuppdrag för varje enskild bankledamot ska begränsas och valberedningens förslag på nya ledamöter ska godkännas av respektive lands finansinspektion. Samtidigt har EU-kommissionens tidigare fokus på harmonisering och likriktning övergått till en ökad förståelse för att det inte finns en bästa modell för värdeskapande bolagsstyrning. Sverige har exempelvis fått ett undantag genom att valberedningen i banker får tillsättas av aktieägarna och inte behöver utgöra ett organ inom styrelsen. Kandidaterna ska dock fortfarande godkännas av Finansinspektionen.

Även OECD och FN arbetar aktivt med att ta fram riktlinjer för hållbart värdeskapande. Det pågår ett internationellt arbete för att etablera en gemensam standard för så kallad integrerad rapportering, Integrated Reporting Initiative (IRRC), där finansiell rapportering och hållbarhetsredovisning vävs ihop i en gemensam reviderad årsredovisning.¹⁶ Detta handlar om ett nytt sätt att se på företagets värdeskapande där långsiktighet och värde för alla intressenter lyfts fram. I Sverige har Volvo som första börsbolag valt att delta i IRRC-projekt för att utveckla integrerade årsredovisningar. Den här nya rapporteringsstandarden ställer ökade krav på ledningar och styrelser att både tänka långsiktigt och se företagets roll i ett bredare samhällsperspektiv.

Ny syn på aktiebolaget

Ett ensidigt fokus på nuvarande aktieägars intresse som bolagsstyrningsmekanism tas upp i en rapport från EU-kommissionen om en eventuell revidering av uppköpsdirektivet.¹⁷ I rapporten kritiseras bland annat bristerna i budpliktsreglerna. Det konstateras att enskilda länder har stor tolkningsfrihet över nivåer och undantag. Dessutom kringgår aktörer ofta budpliktsregeln genom att aktieköp görs över en längre period eller indirekt med hjälp av olika finansiella instrument.

I rapporten ifrågasätts även själva grundbulten i EU:s uppköpsregler – bolagsstyrning för att maximera värdet för en intressent: nuvarande aktieägare. I stället presenteras en alternativ styrmodell, framtagen av Margaret Blair och Lynn Stout (1999) som tar fasta på att det är de bolag som över tid är duktiga på att skapa aktieägarvärde som också lyckas bäst med att bygga detta på sikt. Modellen tar avstånd från Michael Jensens och William Mecklings principal-agent-diskussion (se s. 26) med dess förenklade kontraktsrelation och fokus på att maximera aktieägarvärdet. I stället stöder sig Blair och Stout på idén om företagsledningen som den aktör som i rollen som lagledare gör prioriteringar mellan olika intressenters önskemål och behov i syfte att maximera bolagets värde.¹⁸

Modellen är tydligt inspirerad av Herbert Simons arbete från 1940-talet om företagsledningens förmåga att hantera sammansatta målfunktioner. När en företagsledning strävar efter att göra tillräckligt bra ifrån sig i olika avseenden, exempelvis leverera en ”tillräckligt hög” vinst i närtid, finns ofta också utrymme för långsiktiga satsningar. Företagsledningen kan ta risker utan att pressas av att börskursen måste hållas hög i närtid för att göra bolaget oattraktivt för fientliga bud eller på annat sätt riskera att förlora jobbet. Avsikten var att rapporten om EU:s uppköpsdirektiv skulle kunna fungera som underlag för en revidering. Medlemsländernas intresse för att göra denna översyn saknas dock.

Den brittiska bolagsstyrningsforskaren Colin Mayer beskriver i sin bok *Firm commitment. Why the corporation is failing us and how to restore trust in it* hur aktieägarorienteringen medfört en kortsiktighet som både lett till värdeöverföring från framtida aktieägare till nuvarande aktieägare och

till en värdeöverföring till nuvarande aktieägare från andra bolagsintressenter.¹⁹ Mayer menar att lösningen inte kan ligga i mer reglering – som är dyrt, kan kringgå och lätt blir en lägstanivå – när det verkliga problemet är det publika bolagets bristande förmåga att bygga hållbara värden som också grundas på moral och etik. I stället behövs ett nytänkande där tre idéer skulle kunna fungera som utgångspunkt:

1. Aktieägarna borde kunna få olika rösträtter, men inte genom svenska A- och B-aktier eller på det franska sättet med dubbel rösträtt för dem som har ägt aktier i mer än två år. I stället förlorar de som planerar att sälja inom en snar framtid sin rösträtt. Bara de som åtar sig att äga aktier över exempelvis en 5- eller 10-årsperiod får rösta på stämman och tillsätta ledamöter. Kortsiktiga aktieägare som vill sälja handlar med aktier utan rösträtt.
2. För att säkerställa stabilitet och kontinuitet bör ledamöter i styrelsen få överlappande mandatperioder.
3. Aktieägarnas mandat bör ändras så att styrelseledamöter får ett tydligare ansvar för att driva bolaget lönsamt för flera intressentgrupper och inte bara nuvarande aktieägare. För att säkerställa att bolaget mäktar med att göra det som är tänkt, vilket ligger i samhällets intresse, tas det fram ett direktiv som lägger fast bolagets långsiktiga målsättning. Direktivet förvaltas sedan av en stiftelse, där en grupp förtroendevalda får till uppgift att säkerställa att bolaget utvecklas i linje med den formulerade intentionen.

Sammanfattning

I spåren av den finansiella krisen 2008 har förståelsen vuxit hos jurister, reglerande institutioner och politiker för behovet att bygga om kapitalmarknadens funktionssätt för att möjliggöra mer av långsiktighet. Det gäller hur institutionella investerare som pensionsbolag och aktiefonder ska kunna investera i linje med spararnas långsiktiga intresse av både god avkastning och bolagsutveckling. I det senare ingår behovet att möjliggöra för bolag att överleva även på börsen. Det fientliga budet ses alltmer som

ett ganska trubbigt instrument för bolagsstyrning eftersom det tvingar företagsledningen att fokusera på det kortsiktiga så aktiekursen kan hållas hög.

Inom EU såväl som Storbritannien pågår en rad projekt för att få institutionella investerare att frångå riskspridning i linje med modern portföljförvaltning med dess fokus på indexförvaltning och följa John-beteende. I stället talas det om mer av absolut avkastning, investeringar som utvärderas på längre sikt, större innehav och mer engagerade ägare. Inom bolagsstyrningsforskningen talas det om att tydligare sätta bolagets samlade intresse i centrum, vilket gör det möjligt för fler grupper än bara aktieägarna att få inflytande.

Belackarna är ofta snabba att påpeka att det är svårt att ändra beteenden, speciellt när många intressen – ofta motstridiga – är involverade. Att det inom områdena bolagsstyrning och kapitalförvaltning rör sig om ekonomiska intressen på global och lokal nivå gör det knappast enklare. Det nya i spåren av finanskrisen 2008 är att allt fler aktörer på kapitalmarknaden börjar tala om att en förändring behövs där bolag ges möjlighet att utvecklas långsiktigt och hållbart.

Kapitel 14

Vägen framåt och en ny syn på uppköp

Idén med den här boken har varit att ge en ny syn på den svenska uppköpsmarknaden, så som den utvecklats sedan 1980- och 1990-talen då den svenska kapitalmarknaden öppnades och valutaavregleringen avskaffades. Under denna period skedde många förvärv på Stockholmsbörsen. Genom att beskriva mekanismerna bakom uppköpen, speciellt vid fientliga bud över nationsgränserna, har jag försökt visa hur angloamerikanska influenser och EU-reglering i samspel med svenska traditioner och ägarförhållanden skapat förutsättningarna för uppköp på den svenska kapitalmarknaden. Jag har också försökt visa hur Sverige genom ett regelverk med utpräglat fokus på aktieägarnas nuvarande intresse främjat ett kortsiktigt tänkande bland ägare och styrelser och gjort svenska börsbolag sårbara för uppköp.

I detta slutkapitel gör jag ett försök att dra slutsatser av min analys och presenterar några förslag på hur de svenska regelverken kring uppköp och institutionella investerare skulle kunna förbättras för att skapa ett mer stabilt ägande i de svenska börsbolagen och samtidigt främja dagens behov av långsiktigt hållbart värdeskapande.

Analysen i korthet

Fram till millennieskiftet gjordes många nyintroduktioner bland etablerade företag och många förvärv. Nyintroduktionerna uteblev i början av 2000-talet men uppköpen fortsatte. Bland köparna fanns ofta utländska industriföretag och riskkapitalister inom den så kallade private

equity-branschen. Den vanliga förklaringen till uppköpen har varit att det svenska skattesystemet urholkat det privata ägandet, vilket fått till följd att börsen dränerats på vad som brukar beskrivas som långsiktiga och engagerade ägare. I deras ställe har det kommit institutionella investerare som placerat i enlighet med portföljallokeringsmodeller, köpt små aktieposter i syfte att sprida risken och utvärderats mot olika jämförelseindex. Utformningen av institutionernas förvaltningsmandat har gjort att de i budsituationer i portföljbolag haft starka drivkrafter sälja sina aktier för att få en säker kortsiktig vinst.

Ett genomgående tema i boken är att bolagsstyrningsmodeller är en del av ett historiskt och kulturellt arv och därmed styrda av tidigare erfarenheter (*path-dependent*). Detta kan göra import av regler från en juridisk tradition till en annan problematisk.¹ Regelimporten kan få oavsiktliga effekter och till och med motverka sitt syfte. Därför argumenterar jag för att introduktionen av nya regler behöver föregås av en kritisk konsekvensanalys, vilket inte alltid varit fallet i Sverige.

För att förstå betydelsen av en marknad för företagskontroll som är öppen för fientliga bud har jag beskrivit den grundläggande teorin bakom aktiebolags värdeskapande. Jag har utgått från de två huvudsakliga flöden som styr företag. Det ena representeras av det finansiella flödet i vilket kapital fördelas mellan olika verksamheter. Aktörerna som bestämmer över det finansiella flödet styr över nyinvesteringar, emissioner, utdelningar eller lån. Det andra flödet är det operativa där resurser fördelas genom värdeskapande processer via forskning, inköp, produktion, kundvård, byggnader etc. I finanskapitalismen, där stort inflytande överförs till aktieägarna, har fokus på det finansiella flödet dominerat. Maktbalansen mellan de styrande organen bolagsstämma–styrelse–företagsledning har rubbats till förmån för ägarna och då speciellt till aktörsgruppen nuvarande aktieägare.²

Jag har försökt beskriva hur *aktieägarvärde* i stället för *bolagsvärde* fått en dominerande roll i bolagsstyrningen. Så har det sett ut i stora delar av västvärlden, men Sverige har visat sig vara extra känsligt för den här utvecklingen. Det beror bland annat på att Sverige har lång tradition med regelverk orienterade mot att skydda och främja aktieägares intressen.

Det avspeglas till exempel i hur bolagsstyrelser tillsätts. I Sverige är det nuvarande ägare i form av valberedning och årsstämma som föreslår och tillsätter styrelsen som med kort varsel kan bytas ut på en extra stämma. Men modellen har baksidor där den mest ger uttryck för en välmenad direktdemokrati men i realiteten saknar både nödvändig förankring i det samlade aktieägarkollektivet och förmåga att väga in ett långsiktigt perspektiv.

Till detta kan läggas att uppköpsregler utformats för att underlätta aktiehandel och främja likviditet snarare än bolagens möjligheter att överleva som värdeskapande enheter. I Sverige, med sitt ägarfokus, är det mer uttalat än i Kontinentaleuropa och Storbritannien. Det syns tydligt i den passiva roll regelverket ger ledamöterna i en svensk bolagsstyrelse i samband med en budsituation. Samtidigt ser vi en växande dominans av institutionella ägare, svenska såväl som utländska, vars placeringsregler ofta tvingar dem att agera kortsiktigt och sälja i samband med ett bud.

Jag hävdar att detta kortsiktiga fokus har smittat av sig på övriga kontrollägares strategier som i de fall de inte är helt dominerande ägare, eller har tillgång till mycket annat kapital, behöver stöd av övriga aktieägare för kapitalanskaffning. Det innefattar merparten av ägare som kontrollerar sina bolag med hjälp av differentierad rösträtt. Hit hör även de svenska investmentbolagen. Kortsiktigheten har också spridit sig till styrelser och företagsledning som anser att de är beroende av kapitalmarknaden inte bara för kapitalanskaffning utan även för legitimitet. Mellanhänder som investmentbanker, jurister och andra rådgivare har kunnat utnyttja detta för att driva utfallet av ett uppköpsförsök, speciellt vad gäller ett fientligt bud, i den riktning som för dem är kommersiellt önskvärd, det vill säga så att affären går igenom.

Effekten av den här kortsiktigheten på den svenska aktiemarknaden beskrivs i fallstudierna kring sydafrikansk-brittiska Old Mutuals fientliga bud på försäkringsbolaget Skandia 2005 och den utdragna kampen om Scania som gällde de två tyska fordonstillverkarna Volkswagen och MAN 1997–2011. Medan den första gällde bolag med spritt ägande handlade den sista om ett bolag styrt med svenskt kontrolläggande och differentierad rösträtt.

I boken beskrivs även revideringarna av de svenska uppköpsreglerna 2009 och 2012. Jag argumenterar för att ändringarna inte hanterade de problem som uppmärksammats ovan utan snarare gjorde det ännu lättare att genomföra fientliga bud på svenska börsbolag. Resultatet är att aktieägarorienteringen i den svenska bolagsstyrningsmodellen har förstärkts. Exempelvis kan regelverk II.17 som infördes 2012 (beskrivet i kapitel 8) tolkas som att en svensk bolagsstyrelse inte bara ska förhålla sig passiv i samband med bud, den ska till och med sätta sig in i de säljande aktieägarnas situation och ha synpunkter på en eventuellt lägre likviditet i aktien. Dessutom har Sverige valt att behålla modellen med endast en gräns för budplikt: 30 procent. Många andra länder har infört fler nivåer.

Min utgångspunkt är att beslut om förvärv och samgåenden bör väga in att värdeskapande både tar tid och är beroende av ageranden från andra grupper än enbart nuvarande aktieägarna: anställda, kunder, underleverantörer och framtida aktieägare. I en internationell miljö där vissa företag är skyddade från uppköp och har möjlighet att agera fritt, även över nationsgränser, löper sämre skyddade företag större risk att bli uppköpta än andra. Till slut blir det färre möjliga målbolag att slåss om – den ”fria” marknaden krymper. I finanskapitalismen, där framgången för fientliga bud över nationsgränserna präglas av dominansen av indexföljande institutionella placerare och förmågan att utnyttja skillnader mellan olika nationella regelverk, vinner inte alltid ”bra” företagsledningar – som har som mål att bygga långsiktiga värden – över ”dåliga”. Det kan bli precis tvärtom. Detta är ett perspektiv som saknas i den svenska lagstiftningen.

Jag menar att denna utveckling har hämmat den svenska kapitalmarknadens förmåga att behålla huvudkontoren för bolag i Sverige, vilket många anser har negativa effekter på tillväxt och utvecklingskraft i den svenska ekonomin.³ Vi har ett regelverk som ensidigt gynnar en av bolagets intressenter – nuvarande ägare – på bekostnad av andra intressenter. I bolag med spritt ägande har styrelse och företagsledning haft incitament att fokusera på den kortsiktiga aktiekursutvecklingen, i linje med de institutionella investerarnas intressen. I bolag med kontrollägare har ägaren – när denne valt att kliva av – ofta sålt till aktörer utanför börsen, eftersom dessa betalat en premie. Större aktieposter faller utanför

ramen för de flesta institutionella investerares portföljförvaltningsstrategi. Slutresultatet blir en kortsiktighet som ger en förmögenhetsöverföring från framtida generationer till nuvarande.⁴

De fyra buffertfonderna i det allmänna pensionssystemet illustrerar detta väl. Pensionssystemet som helhet vilar på inbetalningar från alla löntagare, vilket förutsätter en sund utveckling av bolag i Sverige, samtidigt som de fyra fonderna i sina aktieplaceringar helt styrs av kortsiktiga förvaltningsresultat. Det är motstridiga målfunktioner.

I spåren av en rad uppmärksammade uppköp över landsgränserna och finanskraschen 2008 pågår en mängd initiativ för att se över regler kring bolagsstyrning, fientliga bud över nationsgränserna och institutionella investerars portföljförvaltning. Dessa har också berörts i kapitel 13. Det pågår dessutom en diskussion kring aktiebolaget som organisationsform och hur den kan reformeras för att främja långsiktigt värdeskapande.

Sverige och hållbar kapitalism

Även i Sverige syns tecken på att en förändring mot mer långsiktighet hos de institutionella investerarna kan vara på väg. Hösten 2013 presenterade Nasdaq OMX Nordic Stockholm en lista med förslag på hur intresset för Stockholmsbörsen ska återskapas. Bland annat föreslogs att informationskraven i kvartalsrapporteringen dras ner för att minska bolagens rapporteringsbörda och sänka trycket på bolagsledningarna från kortsiktiga investerare. Det märks även ett ökat intresse för frågor som berör hållbarhet, där styrelsens ansvar för bolagets hantering av frågor gällande miljö, mänskliga rättigheter och antikorruption betonas. Här har Finansdepartementet, som har ansvaret för den statliga bolagssektorn, tagit en ledande roll genom tydliga ägardirektiv och förväntningar på styrelserna.

I TeliaSonera tolkades mutanklagelserna i spåren av köpet av en mobillicens i Uzbekistan 2008 som ett utslag av kortsiktig vinstjakt och passivitet hos huvudägaren, den svenska staten. Det pågår också en högljudd diskussion kring private equity-branschens framfart på områdena vård, skola och omsorg, där ett (kortsiktigt) vinstfokus tolkats i den offentliga debatten som att skattemedel förslösas och kvaliteten sjunker. En statlig

utredning pågår som ska se över vilka krav som kan ställas på ägare inom välfärdssektorn. I direktiven säger regeringen att det är av största vikt att de som äger och driver företag ska ha ett långsiktigt och seriöst engagemang. Det pågår dessutom ett arbete med att få de svenska pensionsfonderna, AP-fonderna och aktiefonderna att agera mer ansvarstagande i sina investeringar. Samtliga AP-fonder och fondbolagen hos de fyra storbankerna har undertecknat FN:s principer för ansvarsfulla investeringar, UN Principles of Responsible Investment.

Från svenskt håll uppmärksammas även risken för missbruk av de svenska uppköpsreglerna och bolagsstyrningskoden av internationella ägare. Ett uppmärksammat exempel på regelmissbruk är Scantias bolagsstämma våren 2013 där en grupp svenska institutionella placerare protesterade mot VW:s beslut att ta bort valberedningen som organ för att föreslå styrelseledamöter. VW:s åtgärd beskrevs som ett brott mot tanken bakom den svenska bolagsstyrningsmodellen, eftersom VW som majoritetsägare i Scania nu ensamt kunde föreslå och godkänna samtliga styrelseledamöter. Aktiespararna tog upp frågan hösten 2013 och ordföranden i Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Hans Dalborg, markerade öppet sitt missnöje mot stämmobeslutet. Kollegiet har också efterlyst större långsiktigt engagemang från representanter i valberedningar liksom större ansvar från huvudägare att ta hänsyn till minoritetens intresse.

Ett annat uppmärksammat exempel är budet på oljebolaget Alliance Oil hösten 2013. Bolaget var registrerat på Bermuda och huvudägaren, en rysk familj, drev via bolaget Alford igenom ett bud med hjälp av så kallad *almagation* där bara 75 procent av aktieägarna, inklusive huvudägaren, behövde tillstyrka budet på stämman. Aktiemarknadsnämnden tillstyrkte eftersom den följde reglerna på Bermuda, utan att ta hänsyn till att Alliance Oil i övrigt sagt sig följa den svenska bolagsstyrningskoden, uppvisade en delvis svensk styrelse, hade svenska revisorer och i sin bolagsordning på en rad punkter hänvisade till svenska minoritetsskyddsregler. Stockholmsbörsen har därefter vänt sig till Kollegiet för svensk bolagsstyrning för att få till stånd en översyn av de svenska uppköpsreglerna.

Institutionella investerare

Diskussionen om institutionella investerars uppdrag och ägarroll har aktualiserats i en utredning av AP-fonderna. I AP-fonderna i pensions-systemet föreslås bland annat att de kvantitativa placeringsregler som varit styrande för fondernas förvaltning ersätts med aktsamhetsprincipen (*prudent person rule*).⁵ I utredningen påpekas också att förvaltningsmandatet hittills utgått från modern portföljteori, vilket skapat en kortsiktig placeringsstil. Utredningen påtalar behovet av friare placeringsregler med möjlighet att investera mer koncentrerat.⁶ Detta verkar redan ha haft effekt. I Första AP-fondens årsredovisning för 2013 skriver vd:n Johan Magnusson att fondens långsiktiga inriktning gör det naturligt för fonden att ha en mer koncentrerad aktieportfölj med större utrymme för ett engagerat ägande.

Det finns också en tydlig trend bland andra svenska institutionella placerare att lägga om sin förvaltningsstil i riktning mot mer koncentrerade portföljer med färre aktier, vilket gör det möjligt att ägna mer tid åt analys och aktivt ägande i varje enskilt bolag. Effekterna av en sådan ny placeringsfilosofi blir tydlig om man tittar på följande exempel från hösten 2013.

Nordea fonder, som förvaltar 55 miljarder kronor placerade på Stockholmsbörsen har gått från drygt 100 aktier till omkring 40, den rena indexfonden borträknad. I deras Sverigefond, med 8 miljarder kronor under förvaltning, har antalet aktier halverats från 60 till 30. År 2008 hade Nordea innehav på mer än 5 procent i 8 bolag. I november 2013 hade Nordea innehav som översteg 5 procent i 28 bolag.

Alecta, som förvaltar 550 miljarder kronor, utvärderar sedan några år inte mot börsindex. Det har 110 miljarder kronor på Stockholmsbörsen fördelade på 40 innehav samt över 3 procent av kapitalet i Stockholmsbörsens största företag, klädkedjan H&M. Hösten 2013 var placering i H&M dubbelt så stor som H&M:s andel av Stockholmsbörsens samlade värde.

Folksam förvaltar 300 miljarder kronor.⁷ Av dessa är 38 miljarder kronor placerade i svenska aktier.⁸ I spåren av finanskrisen gick Folksam in

som stor investerare i Swedbank 2008 och köpte aktier för 13 miljarder kronor, vilket gav en ägarandel på 9 procent av kapital och röster.

Till dessa exempel kan läggas att *Skandia Liv* vintern 2011 köpte tillbaka Skandias verksamhet i Norden från Old Mutual som därefter blivit ett helägt dotterbolag till Skandia Liv.

Nya riktlinjer för institutionella placerare

Förlagsvis borde de stora svenska institutionella placerarna, särskilt AP-fonderna och livförsäkringsbolagen, se över sina riktlinjer för att bättre fullfölja det samhällsuppdrag som ligger i att man förvaltar tillgångar åt breda befolkningsgrupper och tydligare konstruera sina portföljer med utgångspunkt från förmånstagarnas långa investeringshorisont. Dagens kvantitativa restriktioner (till exempel AP-fondernas tak för andel aktier i portföljen) bör ersättas med kvalitativa regler om förvaltarens plikt mot uppdragsgivaren vad gäller aktsamhet, långsiktighet och hållbart värdeskapande. Det skulle ge aktörerna friare ramar att placera sitt kapital och förutsättningar att ta ett ökat ägaransvar. Dessutom skulle det skapa möjligheter att utvärdera förvaltningen med andra mått än börsens jämförelseindex. Det skulle kunna innebära att svenska institutionella placerare kompletterar sin nuvarande indexnära aktieförvaltning med investeringar i större aktieposter, som utvärderas med en längre placeringshorisont och inte nödvändigtvis måste avyttras i samband med uppköp. Dessa strategiska investeringar skulle möjliggöra ett engagemang i bolagets strategiska utveckling.

En vanlig invändning mot att svenska institutioner borde ta en mer aktiv ägarroll är de korporativistiska inslagen i styrningen av exempelvis AP-fonder och tjänstepensionsförsäkringsbolagen, där styrelser är politiskt tillsatta eller består av företrädare för arbetsmarknadens parter. Därmed, menar man, finns en risk att styrelsernas ägarroll politiseras och "samhällsintresse" används som argument för att driva snäva särintressen.

Jag har svårt att förstå denna oro i en tid då globaliseringen gjort internationell konkurrens om kapital, kunder och investeringar till en realitet. Att institutioner investerar i större aktieposter med längre pla-

ceringshorisont behöver inte betyda annat än en portfölj med större aktieposter. Redan idag utövar institutionella investerare rösträtt och sitter i valberedningar. Inget tyder på att de har använt sin ägarmakt för politiska syften. Den enda skillnaden med en ny förvaltningsmodell är att de utövar sin ägarroll med ett längre investeringsperspektiv, där de även väger in att det institutionella kapitalet är en del av ett ekosystem som innefattar både nuvarande och framtida sparare samt pensionärer. Att en stor del av detta kapital härrör från svenska källor betyder då att just de här förvaltarna har ett speciellt intresse för framtida lokal tillväxt liksom en överlägsen förmåga att hitta och utvärdera bra investeringsobjekt på en marknad där de har god lokal kännedom.

Tillit och tröghet vägen framåt

Under perioden 2007–2013 sjönk antalet företag noterade på Stockholmsbörsens stora och medelstora listor från 162 till 130. Även om noteringarna vintern 2014 verkar ta fart kvarstår problematiken kring hur de nya börsbolagen ska överleva. Det finns en brist på ägarkapital som gör det svårt för gamla kontrollägare att sälja större aktieposter till nya långsiktiga ägare på börsen, där det enda reella alternativet ofta är uppköp. Institutionella investerare som placerar i enlighet med portföljmodeller kommer även fortsättningsvis att ta för små aktieposter för att axla rollen som huvudägare med industriellt fokus. Bolag med spritt ägande får svårt att överleva.

När jag följer den debatt som förs i Storbritannien, på EU-nivå och inom OECD upplever jag att svenska politiker, ägare och företagsledare inte kommit lika långt när det gäller att inse bristerna på dagens kapitalmarknad och det kortsiktiga vinstfokus det för med sig. Jag argumenterar för att det är hög tid att vi i Sverige tar initiativ till en bred översyn av vårt ramverk för bolagsstyrning, företagsförvärv, institutionell kapitalförvaltning och förutsättningar även för det privata aktieägandet. För att vi ska få en svensk kapitalmarknad som främjar långsiktigt värdeskapande anser jag att det krävs åtgärder för att föra in element av *tröghet* i bolagsstyrningen som hindrar att kortsiktiga aktörer tar över agendan. Här är några förslag som skulle kunna fungera som startpunkt för en sådan översyn.

1. *Begränsa inflytandet från kortsiktiga ägare.* Systemet med olika aktieslag – till exempel svenska A- och B-aktier – bör reformeras så att endast de som åtar sig att äga aktier över exempelvis en 5- eller 10-årsperiod får rösta på stämman och tillsätta ledamöter. Kortsiktiga aktieägare som vill ha frihet att sälja får endast köpa aktier utan rösträtt. I modellen skulle aktier kunna omvandlas från B- till A-aktier och omvänt under innehavstiden.
2. *Främja långsiktighet i valberedningen.* Endast investerare med uttalad ambition att vara långsiktigt engagerade borde få stämmans förtroende att delta i arbetet att föreslå nya ledamöter. En modell vore att kräva att valberedningens ledamöter gör en avsiktsförklaring som registreras hos Finansinspektionen precis som flaggningsmeddelanden görs idag.
3. *Främja långsiktighet i styrelsearbetet.* För att säkerställa stabilitet och kontinuitet bör ledamöter i styrelsen ha överlappande mandatperioder. Det bör bli svårare att kalla till en extra stämma och med kort varsel byta ut en hel styrelse.
4. *Inför ett intressentperspektiv i bolagsstyrningen.* I regleringen av aktiebolaget bör styrelsen få ett tydligare ansvar för att driva bolaget lönsamt i flera gruppers intresse, inte bara nuvarande aktieägares. Ett sätt att främja detta vore att till varje bolag knyta en stiftelse som har i uppgift att formulera ett direktiv. Ledamöterna i stiftelsen utses på långa mandatperioder av bolagsstämman. Stiftelsen får också till uppgift att följa upp att bolaget utvecklas i linje med den formulerade intentionen.
5. *Stärk styrelsens roll i samband med uppköp.* Styrelsen måste få lättare att försvara sig mot ovälkomna budgivare och propåer. Det gäller hanteringen av budplikt, reciprocitet (där en styrelse i ett målbolag får försvara sig om budgivaren lyder under regelverk som gör spelplanen ojämn), intressekonflikter samt hur andra aktörskategorier som anställda, underleverantörer, samhället i stort och framtida aktieägare ska kunna göra sina röster hörda.
6. *Stärk hushållen i rollen som privata direktägare.* Eftersom hushållen ofta väljer att vara långsiktiga ägare spelar de en central roll som legi-

timerande av den svenska ägarmodellen, men för att kunna göra det måste hushållens andel av Stockholmsbörsen både växa och aktiveras. Det nya *Investeringsparkontot*, med sina fördelaktiga skatteregler för omplaceringar, är ett steg i rätt riktning men det behövs göras mer. Exempelvis skulle en allmän skatteamnesti för gamla aktieposter stimulera allmänhetens aktivitet och engagemang.

Vi måste också hitta former för att återskapa tilliten mellan större ägare och minoriteten. Det skulle skapa förutsättningar för ett samordnat agerande i situationer där nya ägare, exempelvis olika aktivistfonder och utländska investerare, inte följer de normer som finns på den svenska aktiemarknaden. Vi måste också göra det möjligt för styrelsen i bolag som saknar huvudägare att agera långsiktigt. Det medför att de aktörer som är involverade i den svenska självregleringen behöver fundera igenom sina roller, vilket även innefattar ramverket för Finansinspektionens delegering av uppdrag till Aktiemarknadsnämnden.

Juristernas fokus på aktiemarknadsrättens kontraktsjuridik måste tonas ner och den rena bolagsrätten få mer utrymme. Värdeskapande handlar inte bara om att fördela överskottet utan lika mycket om att bygga, utveckla och förmera. I den nuvarande miljön där ett stort antal aktörer inte följer svenska normer går en stor del av tilliten till marknaden förlorad. Aktiemarknadsnämndens roll behöver därför ses över och utvecklas. Fler parter intressen måste vägas in. Lagstiftning kan bli lösningen.

Det finns också utrymme för staten att ta en mer aktiv ägarroll. Många länder i Europa har löst bristen på inhemskt kontrollkapital genom att låta en statlig aktör ta större aktieposter. Den vägen har bland annat Finland, Österrike och Frankrike valt. Sverige skulle också kunna öppna för olika styrmodeller för börsnoterade bolag med kontrollägare och för dem utan kontrollägare. I bolag som saknar kontrollägare bör den svenska *ägarstyrningen* förändras i riktning mot *bolagsstyrning*, det vill säga styrningsmekanismer som balanserar ägarnas intressen mot bolagets intresse av goda förutsättningar för långsiktigt värdeskapande. För detta krävs bland annat att de ägare som engagerar sig i valberedningen åläggs ett tydligt ansvar för helheten och för att arbeta utifrån ett långsiktigt perspektiv.

I bolag med kontrollägare måste det bli enklare för minoritetsaktieägarna att hävda sina rättigheter. Bland annat bör rollen stärkas för sådana ledamöter som står oberoende från bolagets största ägare. Idag har en oberoende ledamot endast en möjlighet att reservera sig mot beslut. Den enda åtgärd som i praktiken står till buds är att avgå, och eftersom orsaken sällan blir känd är den åtgärden ganska meningslös. Den leder enbart till att en mer medgörlig ledamot tar plats. En idé är att låta de oberoende ledamöterna i styrelsen i bolagsstyrningsrapporten skriva under på att de varit tillfreds med styrelsearbetet under året. I sammanhanget borde begreppet oberoende ledamot definieras bättre. Kanske behövs även en översyn av om styrelseordförandes makt blivit för stor jämfört med övriga ledamöters? Fler styrelser borde kanske ta till sig kodens möjlighet att ha oberoende ledamöter med i valberedningen, vid sidan av styrelsens ordförande? Kanske borde ännu fler ledamöter delta i valberedningens arbete?

I denna bok, som är en utveckling av min doktorsavhandling, argumenterar jag för att den svenska idén med aktieägarvärde som övergripande princip för bolagsstyrning tolkats för snävt och blivit en hämsko för ett hållbart värdeskapande i svenskt näringsliv. Jag ifrågasätter inte förvärv och fusioner i sig. De är ett naturligt inslag i strukturomvandlingen i ett dynamiskt näringsliv. Däremot argumenterar jag för att *fientliga* bud där bara ett intresse kommer till tals – nuvarande aktieägars – är ett dyrt och ineffektivt sätt att åstadkomma önskvärd strukturomvandling.

I en miljö där institutionella investera sprider sina risker genom omfattande diversifiering, har små aktieposter och utvärderar i enlighet med olika index, fungerar det fientliga budet inte alls. Vill vi att Stockholmsbörsen ska fungera som ett nav för svenskt näringslivs utveckling och kapitalförsörjning även i framtiden måste vi därför tänka i nya banor kring svensk bolagsstyrning och de svenska institutionella investerarnas roll. Min förhoppning är att den här boken bidrar till en sådan diskussion.

Appendix

Några lagar och regler

Svenska aktiebolagslagen (2005)

ABL 3 kap. 3 § Uppgift om verksamhetens syfte

Om bolagets verksamhet helt eller delvis skall ha ett annat syfte än att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna, skall detta anges i bolagsordningen. I så fall skall det också anges hur bolagets vinst och behållna tillgångar vid bolagets likvidation skall användas.

ABL 8 kap. 41 § Aktiebolagslagens ”generalklausul”

Styrelsen eller någon annan ställföreträdare för bolaget får inte företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

ABL 18 kap. 2 § Om jäv

Om vetskap existerar hos en organledamot, skall bolagets styrelse och verkställande direktör anses ha vetskap. Om den som faktiskt vet något underlåter att meddela detta kan det föranleda skadeståndsskyldighet.

Svenska takeover-reglerna (2003)

II.14 Målbolagets skyldighet att uttala sig om ett erbjudande:

– står inget om anställda.

NBK-reglerna (2009)

II.18 Beskrivning av intressekonflikter som involverar ledamöter eller företagsledningen.

En ledamot av målbolagets styrelse får inte delta i handläggningen av en fråga som är relaterad till erbjudandet, om styrelseledamoten till följd av intressegemenskap med budgivaren eller av annan anledning

kan ha ett intresse i frågan som strider mot aktieägarnas intresse. Det nu sagda gäller på motsvarande sätt målbolagets verkställande direktör.

II.19 Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet. Styrelsen åläggs att ge ett uttalande senast två veckor innan budet går ut.

Styrelsen ska med utgångspunkt i vad budgivaren uttalat i pressmeddelandet eller erbjudandehandlingen redovisa sin uppfattning om den inverkan som genomförandet av erbjudandet kommer att ha på bolaget, särskilt sysselsättningen, och dess uppfattning om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver sin verksamhet.

EU:s takeover-direktiv (2004)

Artikel 3. Allmänna principer (s. 15)

b) Innehavarna av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När ett målbolags styrelse ger värdepappersinnehavarna råd skall den ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet.

c) Målbolagets styrelse skall handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.

Artikel 2. Behandlar definitioner och där står:

d) personer som handlar i samförstånd (*persons acting in concert*): fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren eller målbolaget på grundval av ett uttryckligt, eller underförstått (*tacit*), muntligt eller skriftligt avtal som syftar antingen till att uppnå kontroll över målbolaget, eller till att försvåra ett framgångsrikt genomförande av erbjudandet.

Artikel 6. Information om erbjudandet och där står:

(i) Budgivarens avsikter i fråga om den framtida verksamheten i målbolaget och, i den mån det påverkas, även det budgivande bolaget, deras anställda och ledning, inklusive varje väsentlig förändring av anställningsvillkoren och i synnerhet budgivarens strategiska planer för bolagen och de effekter dessa kan förväntas få på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver verksamhet.

Artikel 8. Offentliggörande av erbjudandet. Här beskrivs styrelsens roll i målbolaget:

5. Målbolagets styrelse skall upprätta och offentliggöra en handling där dess uppfattning om erbjudandet anges tillsammans med de skäl som denna uppfattning grundar sig på, inbegripet styrelsens åsikter om den inverkan som genomförandet av erbjudandet har på bolagets samtliga intressen, särskilt sysselsättningen, och dess åsikter om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver verksamhet som det beskrivits i erbjudandehandlingen.

UK Companies Act (2006)

I (§ 172) Duty to promote the success of the company:

A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to —

- (a) the likely consequences of any decision in the long term,
- (b) the interests of the company's employees,
- (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,
- (d) the impact of the company's operations on the community and the environment,
- (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and,
- (f) the need to act fairly as between members of the company.

UK City Code on Takeovers (2011)

I noten till styrelsens skyldigheter i regel 25.2 (a)

Factors which may be taken into account:

1. The provisions of the Code do not limit the factors that the board of the offeree company may take into account in giving its opinion on the offer in accordance with Rule 25.2(a). In particular, when giving its opinion, the board of the offeree company is not required by the Code to consider the offer price as the determining factor and is not precluded by the Code from taking into account any other factors, which it considers relevant.

Tyska konstitutionen (1949)

Artikel 14 2 § angående äganderätten:

Property entails obligations. Its use shall also serve the public good.

Noter

Kapitel 1. Inledning

1. Liberaliseringen av världens kapitalmarknader brukar härledas till den marknadsekonomiska politik på 1970-talet som drevs fram av den amerikanske presidenten Ronald Reagan och den brittiska premiärministern Margaret Thatcher.
2. Braunerhjelm och Henrekson (2013).
3. Andersson, Dieden och Ejermo (2012).
4. I en rapport för Globaliseringsrådet beskriver Henrekson och Jakobsson (2008) Stockholmsbörsens utveckling i relation till svensk BNP.
5. Politikern Franz Müntefering publicerade en lista på utsatta bolag och förespråkade större statligt engagemang i näringslivet. Utspelet tolkades som kritik mot kapitalismen och finanskapitalismens avreglerade kapitalmarknader.
6. Simon (1957).

Kapitel 2. Bolagsstyrning

1. Nerep och Samuelsson (2009).
2. Se exempelvis Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand (2010).
3. Hirschman (1970) beskrev detta med begreppen *voice*, *exit* och *loyalty*.
4. Östman (1993); Sjöstrand (1993, 2005).
5. Se till exempel Barontini och Caprio (2005), Burkart och Lee (2008) eller Henrekson och Jakobsson (2008). Holmén och Nivorozhkin (2007) har studerat 200 börsnoterade företag 1985–2000 och finner att familjeäggande är bra, förutsatt att kontrollen inte grundar sig på aktier med olika rösträtt. Företag med A- och B-aktier får ett lägre Tobins q.
6. Coase (1937).
7. Williamson (1975).
8. Det här resonemanget om separation mellan de många aktieägarna och företagsledningen utvecklas även i Fama och Jensen (1983).
9. Coffee (1991); La Porta m.fl. (1999); Cioffi (2000); Hall och Soskice (2001).

10. Carlsson (2013) skriver om hur professor Eric Rhenman vid Handelshögskolan i Stockholm och Lunds universitet under 1960- och 1970-talen gjorde sig till en svensk uttolkare av intressentmodellen.
11. Idén att äganderätten begränsas av allmänintresset går tillbaka till den franske filosofen Auguste Comte (1798–1857) och dyker upp i en rad konstitutioner som den italienska, spanska och tyska. I den tyska konstitutionens Artikel 14.2 angående äganderätten står: *Property entails obligations. Its use shall also serve the public good (Eigentum verpflichtet. Sein Gebrauch soll zugleich den Wohle der Allgemeinheit dienen)*. Se vidare i appendix (s. 197).
12. En vanlig referens är Rappaport (1986).
13. Tirole (2006).
14. Hansmann och Kraakman (2001).
15. Utvecklingen har inte riktigt tagit fart. I praktiken är det bara tyska bolag som valt att byta bolagsform. Fackligt inflytande har ändå förblivit tydligt i tyska bolag.

Kapitel 3. Några olika styrmodeller

1. Cioffi (2000); Armour och Skeel (2007).
2. Armour och Skeel (2007).
3. Taxell (1961); Stattin (2009, s. 64–65).
4. I Norge utses valberedningens ledamöter på bolagsstämman och inte som i Sverige under året; större aktieägare adjungeras ända fram till årsstämman. Dessutom förespråkas en modell där mindre aktieägare och andra intressenter deltar, och inte de största i fallande ordning. Ledamöter som är aktuella för omval får inte ingå i valberedningen.
5. Granovetter (1985) talar om inbäddat beteende (*embeddedness*). Liebowitz och hans medförfattare (1990) använder stigberoende för att beskriva att vi agerar utifrån tidigare erfarenhet snarare än utifrån vad som kanske vore bäst nu (*path-dependency*).
6. Aoki (2001).
7. Aguilera och Jackson (2003).
8. Crouch (1986); Hancher och Moran (1989).
9. Scott (2001).

10. Aoki (2001); Aguilera och Jackson (2003).
11. Fligstein och Choo (2004, s. 80).
12. Roe (2003).
13. Gourevitch och Shinn (2006).
14. Bebchuk och Hamdani (2009).
15. Berle och Means (1932).
16. Bebchuk och Hamdani (2009).
17. Burkart och Panunzi (2008).
18. Coffee (2006); Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand (2010).

Kapitel 4. En finanskapitalism med pensions- och fondsparande

1. Epstein (2001).
2. Tecken på att de avreglerade kapitalmarknaderna efter 1990-talet inte förde med sig förväntat välstånd var a) växande inkomstskillnader i västvärlden, b) perioder med hög arbetslöshet, c) återkommande krascher på kapitalmarknaderna med stora kostnader för drabbade företag samt d) svag avkastning på aktiemarknaderna jämfört med obligationsmarknaderna. Att avreglerade kapitalmarknader inte levererat i enlighet med förväntningar betyder däremot inte att avregleringen i sig var fel, bara att det kanske hade behövts mer av institutionella förändringar, av helt annat slag, för att ekonomin sammantaget skulle fungera bättre.
3. Exempelvis Kahneman och Tversky (1979).
4. Aglietta och Reberioux (2005); Jackson (2011).
5. Exempelvis Parenteue, i Epstein (2005); Franzén (2009).
6. Beskrivningar av avregleringen av kredit- och valutamarknaderna som följde på liberaliseringen av västvärldens ekonomier under 1970- och 1980-talen finns i en uppsjö av rapporter och böcker. Bland dem som tidigt ifrågasatte kostnaderna för den här finansialiseringen av världsekonomin märks Epstein (2005). För en beskrivning av orsakerna till finanskrisen 2008 föreslås Cooper (2008).
7. Enligt Holmén och Högfeldt (2005) kontrollerades 1993 så mycket som 83 procent av röstvärdet av investmentbolag. Samtidigt stod investmentbolagen endast för 17 procent av kapitalet på börsen. År 2010 kontrollera-

des 48 procent av röstvärdet av investmentbolag, vilkas andel av kapitalet samtidigt minskat till knappt 6 procent (Henrekson och Jakobsson 2012).

8. Charkham och Simpson (1999).
9. Armour och Skeel (2007).
10. Federation of European Securities Exchanges, FESE (2007).
11. Galer (2002), rapport för OECD.
12. EU-direktiv 2003/41/EG.
13. *Buffertkapitalsutredningen. AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven* (SOU 2012:53).
14. Davies och Heineman (2011) erbjuder en övergripande genomgång av institutionella investerare och kortsiktighet; även Franzén (2009); Hawley m.fl. (2011a).
15. Hawley och Williams (1997).
16. Black (1998).
17. Romano (2001).
18. Jackson och Petraki (2011).
19. Davies och Heineman (2011).
20. Coffee (2006).
21. Graham, Harvey och Rajgopal (2005).
22. Davies och Haldane (2011).
23. Finansprofessor Patrick Bolton gjorde en genomgång av vetenskapliga artiklar om kortsiktighet i samband med EU:s konferens om bolagsstyrning i Dublin den 16 maj 2013.
24. Brochet, Loumitioti och Serafeim (2012).
25. De Graaf och Johnson (2009).
26. Till kritikerna hör Nordeas ordförande Björn Wahlroos, Folksam tidigare vd Anders Sundström, Markus Uvell, Timbro, samt riksdagspolitikern Per Bylund.
27. Aglietta och Reberioux (2005); Minnow och Monks (2008); Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand (2010); Kay (2012).
28. Huse (2007).
29. Brodin m.fl. (2000); Lazonick och O'Sullivan (2000); West (2009).

Kapitel 5. Marknaden för företagskontroll

1. Berle och Means (1932).
2. Fama (1970).
3. Jensen och Ruback (1983).
4. Windolf (2008).
5. Bebchuk (2002); Bebchuk, Cohen och Ferrell (2004).
6. Grossman och Hart (1980a och b).
7. Easterbrook och Fischel (1981).
8. Easterbrook och Fischel (1991).
9. Shleifer och Summers (1988).
10. Gilson (2006).
11. Nenova (2003).
12. Jackson och Miyajima (2007).
13. Jackson och Petraki (2011).
14. Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand (2010).
15. Paccos (2007).

Kapitel 6. En europeisk marknad för bolagsstyrning och förvärv

1. Programförklaringen beskrivs i "The plan to move forward" från kommissionären för den inre marknaden, Fritz Bolkestein, den 21 maj 2003.
2. Koderna är antingen del av självregleringen, som i Sverige, eller reglerade i lag, som i Tyskland. Sverige var en av de sista länderna i Europa med att ta fram en kod 2005.
3. En studie gjordes för kommissionens räkning 2006.
4. Bland dem som väl beskrivit hur uppköpsdirektivet togs fram finns Skog (1997); Hopt (2002); Berglöf och Burkart (2003); Enriques och Gatti (2007); Hansman och Kraakmann (2009).
5. Stattin (2009).
6. A.a.
7. Gilson (2006).
8. Det är en annan sak att ett fientligt bud i en angloamerikansk miljö avser ett bud fientligt mot företagsledningen och styrelsen medan ett bud som adresseras direkt till aktieägarna knappast kan betraktas som fientligt.

9. Bland uppgifterna i en amerikansk 13D-registrering märks syftet med aktieköpet, vilket gör att nuvarande aktieägare förstår om köpet beror på planer på framtida förvärv, fientligt bud, rösträttsbråk på stämman eller på att aktien verkar undervärderad.
10. Berle och Means (1932/1968); Manne (1965).
11. Ledamöters ansvar regleras i amerikansk lag genom den så kallade Business Judgement Rule, som förutsätter att ledamöter fattat beslut i god tro, med företagets bästa för ögonen samt saknar egenintresse och agerar oberoende. Två rättsutlåtanden från 1980-talet, Unical och Revlon, beskriver olika sätt som delstaten Delaware tolkar BJR på. Carl Svernlövs avhandling *Ansvarsfrihet* (2007, s. 136) erbjuder en jämförelse mellan BJR, the Delaware Law och den svenska regeln om oaktsamhet (vårdslöshet).
12. Tyska uppköpsregler beskrivs i Cioffi (2002); Gordon (2004); Hopt och Leyens (2004).
13. Höpner och Jackson (2001) ger en beskrivning av budstriden kring Mannesmann och den betydelse den fick för utvecklingen av tysk bolagsstyrning.
14. Hopt (2011).
15. Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006:451).
16. Riskmetrics (2009).
17. Coffee (1991, 1999); Hall och Soskice (2001).
18. Becht (2003); Burkart och Lee (2008).
19. Bebchuk och Hamdani (2009).
20. Hopt (2002).

Kapitel 7. En svensk ägarstyrning

1. Det samlade marknadsvärdet på NasdaqOMX uppgick till 4 300 miljarder kronor halvårsskiftet 2013 (SCB 2013).
2. SCB (2013).
3. Henrekson och Jakobsson (2005).
4. SOU 2005:58.
5. Henrekson och Öhrn (2011).

6. Henrekson och Jakobsson (2012) pekar på att nedgången i antalet noteringar inte alls varit lika kraftig i Storbritannien. Där har i stället storleken på aktiemarknaden legat konstant över tiden. Efter finanskraschen verkar dock sambandet ha brutits. Under 2012 växte den internationella osäkerheten kring om det publika bolaget var på väg att förlora sin konkurrenskraft. Tidningen *Economist* skrev (19 maj 2012) att det publika bolaget hotades av alternativa bolagsformer som riskkapitaläggande, men att detta inte var en önskvärd utveckling utifrån ett demokratiskt perspektiv.
7. Pressrelease, www.lpx-group.com, den 30 september 2010. Kaplan och Strömberg (2008) ger en bra bild av hur den svenska riskkapitalmarknaden utvecklats. Se även www.svca.se.
8. Henrekson och Jakobsson (2012).
9. Under 2010 och 2011 blev en skattemässigt gynnsam behandling av riskkapitalsektorn till en delikat politisk fråga. Debatten fokuserade främst på ägande i den skattefinansierade välfärdssektorn där bland annat ägare till friskolor är skrivna i olika skatteparadis. Kritik riktades också mot att partners i riskkapitalbolagen inte betalar vanlig inkomstskatt utan ersätts som delägare genom utdelning till ett ägarbolag. Exempelvis SVT, Johan Zachrisson (21 december 2011): "Friskolor ska inte ägas från skatteparadis."
10. Det här beskrivs i Henrekson och Jakobsson (2005). Sverige har sedan år 2000 sänkt inkomstskatt och företagsskatt och tagit bort förmögenhetsskatt och arvsskatt. Men skatt på aktieutdelningar och aktievinster kvarstår.
11. Agnblad m.fl. (2001); Söderström (2003); Högfeldt (2005).
12. Burkart (2005).
13. Carlsson (2007).
14. Krügers bolag hade från början tusendelsröster, men från och med 1944 tilläts bolag bara ge ut aktier med tiondelsröster. Idag ligger andelen börsbolag med rösträttsdifferentiering kring 40 procent (Henrekson och Jakobsson 2012), en spegling av kritik från det internationella investerarkollektivet.
15. För en beskrivning arbetstagarrepresentanternas roll i styrelsen se exempelvis Victorin (2000).
16. Collin (1998).

17. Högfeldt (2005).
18. SOU 1986:23.
19. Det är värt att notera att Wallenberg (tillsammans med Svenskt Näringsliv) använde äganderätt och mänskliga rättigheter som huvudargument, ett resonemang som rimmar väl med Alchian och Demsetz (1972).
20. Sinani m.fl. (2008).
21. Granovetter (1985).
22. Dyck och Zingales (2002).
23. Det finns flera exempel, där pensionspaketet till ABB:s tidigare vd Percy Barnevik är ett av de mer uppmärksammade (Carlsson och Nachemson-Ekwall 2003). Historien om de stora bonusarna till cheferna i Skandia återges i Nachemson-Ekwall och Carlsson (2004).
24. Sjöstrand (2005); Östman (1993, 2008).
25. Den här rädslan kvarstår och kan härledas till den starka ideologiska debatt som pågick i Sverige i början av 1980-talet i samband med introduktionen av de så kallade löntagarfonderna. I Nycander (2008) erbjuds en bra beskrivning.
26. Lagen om investeringsfonder (SFS 2004:4).
27. A.a., 20 §.
28. Försäkringsrörelselagen (2010:2043).
29. Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).
30. Björkmo (2009).
31. Romano (2001).
32. Collin (1998); Sinani m.fl. (2008).
33. Graden av konglomeratisering berodde sannolikt mer på tidsandan än ägarstyrningen, eftersom det berörde hela paletten från helägda bolagsgrupper (Johnsonkoncernen) och börsnoterade Wallenbergbolag (där beskrivningen av dåvarande Asea som en koloss på lerfötter utgör ett målande exempel) till bolag med korsägande (Volvo och dåvarande Skånska Cementgjuteriet).

Kapitel 8. Svenska uppköpsregler

1. Stattin (2009).
2. SOU 2005:58, s. 58.

3. Föreningens huvudmän är: Aktiemarknadsbolagens Förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm AB, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenskt Näringsliv.
4. AMN (25 §), stadgar om Uttalanden.
5. Domstolsverket (1985, s. 343); Ericsson (1991, s. 8).
6. NBK (2003 II.1), Målbolagets skyldighet att uttala sig om ett erbjudande.
7. Takeover Code (Artikel 2, 3, 6 och 8).
8. Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006:451, 4 kap.). Information till anställda.
9. Stattin (2012).
10. A.a. Stattin refererar bland annat till texter av Rolf Dotevall, Kristoffer Taxell och Carl Svernlöv.
11. Åtgärder vidtagna av personer närstående budgivaren (1.3 b).
12. Det här diskuteras i Leo-lagen (lagen om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m., 1987:464); även AMN 2012:05.
13. Takeover Panel (2009), brittiska uppköpskoden (Regel 3.3).
14. A.a. (Regel 3.3, sektion D.21).
15. NBK (2003 IV.3), Styrelseledamöters eller ledande befattningshavares deltagande i ett erbjudande.
16. NBK (2003 II.15), Målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning.
17. Skog (1997) beskriver ingående den delikata processen bakom tillblivelsen av en svensk budplikt.
18. För en allmän diskussion kring prisskillnader föreslås Aktiemarknadsnämndens yttrande i samband med Gota Banks bud på Wermlandsbanken (AMN 1989:7).
19. Bland aktörer som var undantagna från budplikt (SIS Ägarservice 2003), eftersom ägandet översteg 30 procent, kan nämnas Wallenbergstiftelserna (Investor), familjen Persson (Hennes & Mauritz), familjen Wallenstam (Wallenstam), Söderbergstiftelserna (Ratos), familjen Pauls-

son (Skistar), familjen Douglas (Latour), familjen Bennet (Elanders) och Stenbecks stiftelser (Kinnevikgruppen).

20. Helsinki Takeover Code (2013).

21. Norwegian Code of Corporate Governance and Takeovers (2005).

Kapitel 9. Old Mutuals bud på Skandia

1. Enronkraschen 2001 var den största amerikanska företagsskandalen i spåren av IT-bubblan. Den ledde till hårdare regler för börsbolag genom den så kallade Sarbanes–Oxley Act 2003. I Sverige bidrog Skandia till att Sverige fick en bolagsstyrningskod 2004, som ett av de sista länderna i Europa.

2. Gripenberg och Lucas (2004).

3. Dessa var Burdaras och Kaupthing, två aktörer som bidrog till den isländska bankkrisen 2008.

Kapitel 10. VW, MAN och Scania

1. Gyllene aktier dyker upp i bolag där stater i samband med privatiseringar valt att behålla inflytande. EU-domstolen klassar förekomsten som illegal försvarståtgärd och det är här EU haft störst framgång i arbetet med harmonisering på bolagsstyrnings- och uppköpsområdena.

2. Högfeldt (2005).

3. Svenska medier är fulla av exempel där Östling uttalar sig kritiskt mot konsolideringsvägen i lastbilsindustrin, exempelvis Swärd och Larsson Ask (1999).

4. Aktieposten avyttrades våren 2012 då Industrivärden stod som huvudsaklig köpare.

5. Artiklar planterades i både *Financial Times* (Shellock 2006) och *Dagens Industri* (Nachemson-Ekwall 2006a).

6. AMF ägs gemensamt av Svenskt Näringsliv och fackföreningsrörelsen LO.

7. Finansinspektionen uppmärksammade VW:s undantag från budplikt i ett uttalande den 10 april 2008: "MAN behöver inte lägga bud på Scania." Enligt FI:s bedömning gick det att hävda att MAN:s aktiepost i Scania skulle räknas ihop med VW:s innehav, vilket därmed skulle föranleda

ett bud. Eftersom ingen intressent lämnat in en protest mot Aktiemarknadsnämndens beslut kunde FI dock inte ta upp frågan. FI konstaterade samtidigt att VW redan beviljats ett generellt undantag från budplikt.

8. En detaljerad beskrivning av den här fascinerande maktkampen finns i ett material sammanställt av Nachemson-Ekwall (2012b).

9. Särskild granskningsman utgör en del av minoritetsskyddet i den svenska aktiebolagslagen. En minoritet bestående av 10 procent av samtliga aktier i bolaget – eller en tredjedel av de aktier som är företrädna på stämman – kan besluta att utse en särskild granskare som då får direktiv att kartlägga misstankar om oegentligheter och missförhållanden på ett specifikt område. Granskningsmannen utses formellt av Länsstyreslen, men på förslag av minoriteten.

10. Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand (2010).

11. I sammanhanget är det relevant att peka på att den svenska socialdemokratiska regeringen agerade till stöd för den svenska modellen med differentierad rösträtt under arbetet med uppköpsdirektivet.

Kapitel 11. Uppköpsregler efter finanskrisen

1. Budstriden på Capio utgör den tredje fallstudien i avhandlingen av Nachemson-Ekwall (2012c).

2. År 2009 bestod medlemmarna i NBK av Lars Otterbeck (ordförande), tidigare vd Alecta och vid tidpunkten ledamot i Old Mutual; affärsjurist Claes Beyer på Mannheimer Swartling; Peggy Bruzelius, vd kapitalförvaltaren Lancelot och styrelseledamot i flera Wallenbergkontrollerade bolag; Johan Bygge, finanschef Wallenbergkontrollerade Investor; Björn Franzon, tidigare vice vd Fjärde AP-fonden; Tomas Nicolin, tidigare vd Alecta; Marianne Nilsson, ansvarig bolagsstyrning Swedbank Robur; Anders Nyrén, vd Industrivärden; Eva Persson, bolagsjurist Volvo; Göran Tidström, vd revisionsfirman Öhrlings PricewaterhouseCoopers; Hans Wibom, affärsjurist Vinges advokatbyrå.

3. ”NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar”, 5 oktober 2009.

4. Kollegiet, 1 juli 2008, s. 16; förutom Skandia finns andra anekdotiska exempel på situationer där valberedningen engagerat sig i själva styrningen, bland annat Boliden och Eniro, två bolag som i likhet med Skandia saknat tydlig kontrollägare.
5. Näringslivets börskommitté 2003 (II.14). Målbolagets skyldighet att uttala sig om ett erbjudande.
6. NBK 2009 (II.17). Målbolagsstyrelsens roll.
7. A.a.
8. Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, kap. 4. Information till anställda.
9. NBK 2009 (II.19), Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet.
10. AMN (2008:43).
11. Takeover Panel (2009, section D20–21).
12. Finansinspektionen (2008).
13. Proposition 2005/06:140, s. 106.
14. NBK 2003 (II.15).
15. AMN 2006:55.
16. NBK 2009 (II.20).
17. Björk (2008).
18. En personlig återgivning av hur amerikansk *investment banking* fungerar i en svensk miljö ges av Ramel (2011).

Kapitel 12. Budplikt och andra frågor

1. Material har hämtats från icke publicerat material (Nachemson-Ekwall 2012b) samt arbetspapper (Nachemson-Ekwall kommande).
2. Andra handelsplatser som Nordic Growth Market och Aktietorget följde Stockholmsbörsens krav. Om Ainax varit noterat där skulle alltså en köpare av en stor aktiepost ha behövt flagga.
3. Bland annat Billing (2004a och b).
4. Enligt SIS Ägarservice ägde Investor 10,7 procent av kapitalet (19,3 procent av rösterna) och Wallenbergstiftelserna 5,8 procent av kapitalet (10,6 procent av rösterna).

5. VW köpte 15 procent av aktierna i MAN den 4 oktober 2006. Den 11 oktober 2006 annonserade MAN köpet av 14,27 procent av aktierna i Scania (11,48 procent av kapitalet). Den 27 februari 2007 ökade VW sin andel i MAN till 29,9 procent.
6. AMN 2006:44.
7. AMN 2007:08.
8. Citerat i Stattin (2007/08, s. 873).
9. Mellqvist (2008); Pehrson (2008); Söderström (2008); Tandan (2008); Wäingelin (2008).
10. Andersson m.fl. (2008).
11. Finansinspektionen (2008).
12. Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 9 oktober 2009.
13. Under perioden 2000–2005 genomfördes ungefär 25 uppköp, varav ett tiotal innehöll olika priser för A- och B-aktier. Skillnaden varierade mellan 5 och 23 procent. En mer detaljerade beskrivning finns i Aktie marknadsnämndens uttalande 2007:34.
14. Jonnergård och Larsson (2009) beskriver maktspelet mellan olika aktörer för att få till stånd en likabehandling mellan A- och B-aktieägare. Beskrivningen bygger på flera artiklar skrivna av Nachemson-Ekwall i *Dagens Industri* (2007–2008).
15. Isländska Racon erbjöd 230 kronor för B-aktien och 253 kronor för A-aktien, som inte var noterad och därmed saknade marknadspris. Bland kritiska institutionella investerare märktes Fjärde AP-fonden, Nordea Fonder and Swedbank Robur. De fick sedan stöd av en grupp utländska institutioner, inklusive amerikanska Calpers, brittiska Hermes, tyska DWS Investments och den norska oljefonden NBIM.
16. NBK 2009 (II.11, s. 28).
17. Nordic Capital (2006).
18. AMN 2006:30; Nachemson-Ekwall (2006b).

Kapitel 13. Europas agerande i spåren av finanskrisen

1. Ambachtsheer och Bauer (2013); Hawley m.fl. (2011a); Severinson och Yermo (2012). En bra översikt av aktuell forskning finns i en rapport från World Economic Forum (2011).

2. Hawley m.fl. (2011b).
3. De Graaf och Johnson (2009).
4. Ambachtsheer och Bauer (2013).
5. Bolton och Samama (2013).
6. Gore och Blood (2012).
7. UK 2006 Companies Act, § 172: I, se appendix, s. 197.
8. *Financial Times* skrev att Lord Mandelson, brittisk näringsminister, varnat styrelsen och Kraft med orden ”Om ni tror att ni kan komma hit för att tjäna snabba pengar så kommer ni snart att bli varse stark opposition från de ortsboende... och från den brittiska regeringen” (Guthrie och Wiggins 2009). Kommentaren var unik, och speglade ett ingrepp från en regering som haft rykte om sig att inte engagera sig i budstrider på Londonbörsen, såvida det inte handlade om tydliga konkurrensfrågor. Kraft-frågan togs upp i underhuset där ledamöter pläderade för ”en Cadbury-lag för att hindra fientliga bud på brittiska bolag som inte låg i allmänhetens intresse” (Wiggings 2010).
9. Takeover Panel (2011), Londonbörsens uppköpsregler (§ 25.2).
10. *Walker Report* (2009).
11. *de Larosière-rapporten* från EU-kommissionen 2009; *Turner-rapporten* från den brittiska finansinspektionen, FSA, 2009 samt G20/OECD High-Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors (september 2013).
12. Kay (2012, s. 9).
13. UK Law Commission, *Fiduciary Duty of Investment intermediaries* (2013), nedladdat den 3 december 2013 från http://lawcommission.justice.gov.uk/consultations/fiduciary_duties.
14. Association of British Insurers (2013), ”Improving corporate governance and shareholder engagement”, s. 3, tillgängligt på www.abi.org.uk.
15. EU-kommissionen (2012).
16. Rådet för integrerad rapportering.
17. The Takeover Bid Directive Assessment Report.
18. Blair och Stout (1999, s. 248–328).
19. Mayer (2013).

Kapitel 14. Vägen framåt och en ny syn på uppköp

1. Aguilera och Jackson (2003); Fligstein och Chou (2005); Kallifatides m.fl. (2010).
2. Sjöstrand och Östman (2005).
3. Entreprenörskapsforum har i rapporter och debatter beskrivit svenska huvudkontors betydelse för Sveriges konkurrenskraft, bland annat Andersson, Dieden och Ejermo (2012).
4. Till dem som studerat detta hör Hawley m.fl. (2011); Severinson och Yermo (2012); Mayer (2013).
5. SOU 2012:53.
6. A.a.
7. Dessa innefattar bland annat livsmedelsjätten KF, bostadsbolaget HSB och fackföreningen LO.
8. Tillgångarna är fördelade på Folksam och KPA Pension.

Referenser

Böcker och tidskrifter

- Ambachtsheer K. och R. Bauer (2013). "Ten strategies for pensionfunds to better serve their beneficiarier", slutsatser från arbetsgrupp om hållbar kapitalism organiserad av Capitalism Rotman International Centre for Pension Management i samarbete med The Generation Foundation, juni 4–5, Toronto, Kanada.
- Aglietta, M. och A. Reberieux (2005). *Corporate governance adrift, a critique of shareholder value*. Cheltenham, UK och Northampton, MA: Edward Elgar.
- Aguilera, R. och G. Jackson (2003). "The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants", *The Academy of Management Review*, vol. 28, s. 447–465.
- Aguilera, R., I. Filatotchev, H. Gospel och G. Jackson (2008). "An organizational approach to comparative corporate governance: costs, contingencies, and complementarities", *Organization Science*, vol. 19, s. 475–492.
- Angblad, J., E. Berglöf, P. Högfeldt och H. Svancar (2001). "Ownership and control in Sweden: Strong owners, weak minorities, and social control", i Barca, F. och M. Becht (red.), *The control of corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M. (2001). *Toward a comparative institutional analysis*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Aoki, M. (2005). "Endogenizing institutions and institutional changes", reviderad föreläsning för 2005 World Congress of the International Economic Association i Marocko och baserad på Aoki (2001). *Towards a comparative institutional change*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Aoki, M. (2006). "Whither Japan's corporate governance?", i Aoki, M., G. Jackson och H. Miyajima (red.), *Corporate governance in Japan: Institutional change and organizational diversity*. Oxford: Oxford University Press.

- Alchian, A. och H. Demsetz (1972). "Production, information, costs and economic organization", *American Economic Review*, vol. 62, december, s. 777–795.
- Andersson, M., S. Dieden och O. Ejermo (2012). "Sverige som kunskapsnation, klarar sig näringslivet utan storföretagen", rapport nr 4, Entreprenörsskapsforum.
- Armour, J. och D.A. Skeel jr (2007). "Who writes the rules for hostile takeovers and why – The peculiar divergence of US and UK takeover regulation", *Georgetown Law Journal*, vol. 95, s. 1727.
- Barontini, R. och L. Caprio (2005). "The effect of family control on firm value and performance: Evidence from Continental Europe", *European Financial Management*, vol. 12, nr 5, s. 689–723.
- Bebchuk, L.A. (2002). "The case against board veto in corporate takeovers", *University of Chicago Law Review*, vol. 69, s. 973–1035.
- Bebchuk, L.A., A. Cohen och A. Ferrell (2004). "What matters in corporate governance?" diskussionspapper 491/09/2004 reviderat för publicering i *Review of Financial Studies*, Harvard Law School, Cambridge.
- Bebchuk, L.A. och A. Hamdani (2009). "The elusive quest for global governance standards", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157, s. 1263–1317.
- Bebchuk, L.A. och M. Roe (1998). "A theory of path dependence in corporate governance and ownership", Columbia Law School, 4 juli, The Center for Law and Economic Studies Working Paper, nr 131.
- Becht, M. (2003). "Reciprocity in takeovers", ECGI Law Working Paper, nr 14.
- Becht, M., P. Bolton och A. Röell (2002). "Corporate governance and control", ECGI Finance Working Paper, nr 2.
- Becht, M., J.R. Franks, C. Mayer och S. Rossi (2006). "Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus fund", ECGI Finance Working Paper, nr 138.
- Berger, P. och T. Luckman (nytryck 1991 [1966]). *The social construction of reality: A treatise in the sociology of knowledge*. London: Penguin.
- Berglöf, E. och M. Burkart (2003). "European takeover regulation", *Economic Policy*, s. 171–213.

- Berle, A.A. och C.G. Means (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Björk, M. (2008). *Gant: När tre svenska entreprenörer gjorde ett amerikanskt varumärke globalt*. Stockholm: Ekerlid.
- Björkmo, M. (2009). *Fyra dyra fonder? Om effektiv förvaltning och styrning av AP-fonderna*, Rapport för Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO), 2009:4. Stockholm: Finansdepartementet.
- Black, B.S. (1998). "Shareholder activism and corporate governance in the United States", *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, s. 459–465.
- Blair, M. och L.A. Stout (1999). "A team production theory of corporate law", *Business Law Institute Virginia Law Review*, vol. 85, nr 2, s. 248–328, mars.
- Bolton, P. och F. Samama (2013). "L-shares. Rewarding long-term investors", ECGI Financial Working Paper, nr 342.
- Braunerhjelm, P. och B. Carlson (1999). "Industry clusters in Ohio and Sweden, 1975–1995", *Small Business Economics*, vol. 12, s. 279–293.
- Braunerhjelm, P., K. Eklund och M. Henrekson (2012). *Ett ramverk för innovationspolitiken: Hur göra Sverige mer entreprenöriellt?*. Stockholm: Samhällsförlaget.
- Brochet, F., M. Loumitioti och G. Serafeim (2012). "Short-termism: Don't blame investors", *Harvard Business Review*, juni.
- Brodin, B., L. Lundkvist, S.-E. Sjöstrand och L. Östman (2000). *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm: EFI Förlag.
- Bryman, A. (1988). *Quantity and quality in social research*. London: Unwin Hyman.
- Burkart, M., D. Gromb och F. Panunzi (1997). "Large shareholders, monitoring and the value of the firm", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, nr 3, s. 693–728.
- Burkart, M. och S. Lee (2008). "One share, one vote: The theory", *Review of Finance*, vol. 12, s. 1–49.
- Burkart, M. och F. Panunzi (2008). "Takeovers", i Freixas, X., P. Hartmann och C. Mayer (red.), *Financial markets and institutions: A European perspective*. Oxford: Oxford University Press, s. 265–297.

- Byrne, M. (2004). "Qualitative interviewing", i Seale, C. (red.), *Researching society and culture*, andra upplagan. London: Sage, s. 179–192.
- Callon, M. (red.) (1998). *The Laws of the markets*. Oxford: Blackwell.
- Campbell, J.L. (2004). *Institutional change and globalization*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Carlin, W. (2009), "Ownership, corporate governance, specialization and performance: Interpreting recent evidence for OECD countries", i Touffut, J.-P. (red.), *Does company ownership matter? Efficiency and growth*. Cheltenham och Northampton: Edward Elgar.
- Carlsson, B. och S. Nachemson-Ekwall (2003). *Livsfarlig ledning. Historien om kraschen i ABB*. Stockholm: Ekerlid.
- Carlsson, R.H. (2007). "Swedish corporate governance and value creation", *Corporate governance; An international review*, vol. 15, s. 1038–1055.
- Carlsson, R.H. (2013). *Tidig med allt. Alltid före sin tid. Eric Rhenman*. Stockholm: Ekerlid.
- Chandler, A.D. (1962, 1977). *The visible hand: The managerial revolution in American business*. Cambridge, MA: Belknap.
- Charkham, J. och A. Simpson (1999). *Fair shares. The future of shareholder power and responsibility*. Oxford: Oxford University Press.
- Cioffi, J. (2000). "Governing globalization, the state, law and structural change in corporate governance", *Journal of Law and Society*, vol. 27, s. 572–600.
- Cioffi, J. (2002). "Restructuring Germany inc.: The politics of company and takeover law reform in Germany and the European Union", *Law and Politics*, vol. 24, s. 355–402.
- Coase, R. (1937). "The nature of the firm", *Economica*, vol. 4, s. 386–405.
- Coffee, J.C. (1991). "Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor", *Columbia Law Review*, vol. 91, s. 1277.
- Coffee, J.C. (1999). "The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, vol. 93, s. 641–708.

- Coffee, J.C. (2006). *Gatekeepers: The role of the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Collin, S.-O. (1998). "Why are these islands of conscious power found in the ocean of ownership? Institutional and governance hypothesis explaining the existence of business groups in Sweden", *Journal of Management Studies*, vol. 35, s. 719–46.
- Cooper, G. (2008). *The origin of financial crises: Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. New York: Vintage Books.
- Crouch, C. (1986). "Sharing Public Space: States and Organized Interest in Western Europe", I Hall, J. (red.), *States in History*. Oxford/New York: Basil Blackwell, s. 177–2010.
- Cyert, M. och J. March (1963/1992). *A behavioural theory of the firm*. Cambridge, MA: Blackwell.
- Davidoff, S. (2009). *Gods at war – shotgun takeovers, government by deal, and the private equity implosion*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Davies, P., E.P. Schuster och E. van de Walle de Ghelcke (2010). "The takeover directive as a protectionist tool", ECGI Law Working Paper, nr 141.
- Davies, R. och A. Haldane (2011). "The short long", tal i anslutning till 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: New Paradigms in Money and Finance? Bryssel, maj.
- Davies, S. och B.W. Heineman (2011). "Are institutional investors part of the problem or part of the solution?", Yale School of Management, Millstein Center of Corporate Governance and Performance, oktober.
- De Graaf, F. och K. Johnson (2009). "Modernizing pension fund legal standards for the twenty-first century", *Rotman International Journal of Pension Management*, vol. 2, nr 1, s. 44–51.
- Dewey, D. (1961). "Mergers och cartels: Some reservations about policy", *American Economic Review*, vol. 52, s. 1607–1617.
- DiMaggio, P. och W. Powell (1983). "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Sociological Review*, vol. 48, s. 147–160.

- Donaldson, T. och L. Preston (1995), "The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications", *Academy of Management Review*, vol. 20, s. 65–91.
- Dyck, A. och L. Zingales (2002). "Private benefits of control: An international comparison", National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, nr 8711.
- Easterbrook, F. och D. Fischel (1981). "The proper role of a target's management in responding to a tender offer", *Harvard Law Review*, vol. 94, nr 6, s. 1161–1204.
- Easterbrook, F. och D. Fischel (1991). *The economic structure of corporate law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Enriques, L. (2003). "The mandatory bid rule in the proposed EC takeover directive: Harmonization as rent-seeking?", i Ferrarini, G., K. Hopt, J. Winter och E. Wymeersch (red.), *Reforming company and takeover law in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Enriques, L. (2006). "EC company law directives and regulations: How trivial are they?", *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, vol. 27, s. 1–78.
- Enriques, L. och M. Gatti (2007). "EC reforms of corporate governance and capital markets law: Do they tackle insiders' opportunism?", *Northwestern Journal of International Law and Business*, vol. 28, s. 1–33.
- Epstein, G.A. (red.) (2005). *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK och Northampton, MA: Edward Elgar, s. 1–16.
- Fama, E.F. (1970). "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, vol. 25, s. 383–417.
- Fama, E.F. och M.C. Jensen (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, s. 327–329.
- Fligstein, N. (2001). *The Architecture of markets: An economic sociology of twenty-first-century capitalist societies*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Fligstein, N. och Choo, J. (2005). "Law and corporate governance. Annual review", *Law Social Science*, vol. 1, s. 61–84.
- Flyvbjerg, B. (2004). "Five misunderstandings about case study

- research", i Seale, C., G. Gobo, J. Gubrium och D. Silverman (red.), *Qualitative research practice*. London: Sage, s. 420–434.
- Franzén, T. (2009). "Bolagens vinstmål är en orsak till finanskriser", *Ekonomisk Debatt*, vol. 37, nr 4, s. 86–96.
- Freeman, E.W. (1983). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Fridsted, D. och S.-I. Sundqvist (1996–2009). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Halmstad: SIS Ägarservice AB (Sundin, A. och S.-I. Sundqvist gav ut 1996–1999 via DN).
- Friedman, M. (1970). "The social responsibility of business is to increase its profits", *The New York Times Magazine*, 13 september.
- Galer, R. (2002). "Prudent Person Approach", Second OECD conference on private pensions in Brazil, Sao Paulo, Brasilien, 23–24 maj.
- Gerner-Beuerle, C., D. Kershaw och M. Slinas (2011). "Is the board neutrality rule trivial? Amnesia about corporate law in European takeover regulation", LSE Law, Society and Economy Working Papers, nr 3.
- Gilson, R. (1996). "Corporate governance and economic efficiency: When do institutions matter?", *Washington University Law Quarterly*, vol. 74, s. 327–345.
- Gilson, R. (2006). "Controlling shareholders and corporate governance: Complicating the comparative taxonomy", *Harvard Law Review*, vol. 119, s. 1641–1679.
- Goergen, M., M. Martynova och L. Renneboog (2005). "Corporate governance convergence, evidence from takeover regulation", ECGI Law Working Paper, nr 33.
- Gordon, J. (2004). "An American perspective on the new German anti-takeover law", ECGI Law Working Paper, nr 2.
- Gore, A. och D. Blood (2012). "Sustainable capitalism", Generation Investment Management LLP, tillgängligt på <http://www.generationim.com>.
- Gourevitch, P. och J. Shinn (2005). *Political power and corporate control: The new global politics of corporate governance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- Graham, J., C. Harvey, S. Rajgopal (2005). "The implications of corporate financial reporting", National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, nr 10550.
- Granovetter, M. (1985). "Economic action and social structure. The problem of embeddedness", *American Journal of Sociology*, vol. 91, s. 481–493.
- Grant J., T. Kirchmaier och J. Kirshner (2009). "Financial tunnelling and the mandatory bid rule", ECGI Financial Working Paper, nr 536.
- Grossman, S. och O. Hart (1980a). "Disclosure laws and takeover bids", *Journal of Finance*, vol. 35, s. 323–334.
- Grossman, S. och O. Hart (1980b). "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, vol. 11, s. 42–64.
- Grossman, S. och O. Hart (1988). "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, s. 175–202.
- Hall, P. och D. Soskice (2001). *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hancher, L. och M. Moran (1989). "Organizing regulatory space", i Hancher, L. och M. Moran (red.), *Capitalism, culture and economic regulation*. London: Oxford University Press, s. 271–299.
- Hansen, J.E. (2002). "The mandatory bid rule, the rise to prominence of a misconception", *Stockholm Institute for Scandinavian Law 1957–2009*.
- Hansmann, H. och R. Kraakman (2001). "The end of history of corporate law", *Georgetown Law Journal*, vol. 89, s. 439–468.
- Hansmann, H. och R. Kraakman (2009). I Kraakman, R. (red.), *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press.
- Hawley, J.P., K. Johnson och E. Waitzer (2011). "Reclaiming fiduciary duty balance", *The Rothman International Journal of Pension Management*, vol. 4, s. 4–16.
- Hawley, J.P., J. Kamath och A.T. Williams (red.) (2011b). *Corporate governance failures: The role of institutional investors in the global financial crisis*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

- Hawley, J.P. och A.T. Williams (1997). "The emergence of fiduciary capitalism," *Corporate Governance: An International Review*, vol. 5, s. 206–213.
- Hawley, J.P. och A.T. Williams (2007). "Universal owners: Challenges and opportunities", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, s. 415–420.
- Henrekson, M. och U. Jakobsson (2005). "The Swedish model of ownership and corporate control in transition", i Huizinga, H. och L. Jonung (red.), *Who will own Europe? The internationalisation of asset ownership in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Henrekson, M. och U. Jakobsson (2008). "Globaliseringen och den svenska ägarmodellen", underlagsrapport 19 till Globaliseringsrådet (2008), P. Braunerhielm (red.), augusti.
- Henrekson, M. och U. Jakobsson (2012). "The Swedish corporate control model: convergence, persistence or decline?", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 20, s. 212–227.
- Henrekson, M. och N. Öhrn (2011). "Fortsätter huvudkontoren att flytta ut?", *Ekonomisk Debatt*, vol. 1, s. 29–38.
- Hirschman, A. (1970). *Exit, voice, and loyalty. Responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hollingsworth, J.R och R. Boyer (red.) (1999). *Contemporary capitalism: The embeddedness of institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Holmén, M. och P. Högfeldt (2005). "A law and finance analysis of initial public offerings", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, s. 324–358.
- Holmén, M. och E. Nivorozhkin (2007). "The impact of family ownership and dual class shares on takeover risk", *Applied Financial Economics*, vol. 17, nr 10, s. 785–804.
- Hopt, K.J. (2002). "Takeover-regulation in Europe: The battle for the 13th directive on takeovers", *Australian Journal of Corporate Law*, vol. 15, s. 1–15.
- Hopt, K.J. (2011). "Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation", *LIX American Journal of Comparative Law*, vol. 1, nr 2.

- Hopt, K.J. och P.C. Leyens (2004). "Board models in Europe: Recent developments of internal corporate governance structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy", Law Working Paper, nr 18, European Corporate Governance Institute, Bryssel.
- Horn, L. och B. Van Apeldoorn (2007). "The marketization of European corporate control: A critical political economy perspective", *New Political Economy*, vol. 12, s. 211–236.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Högfeldt, P. (2005). "The history and politics of corporate ownership in Sweden", i Morck, R.K. (red.), *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers*. Chicago: University of Chicago Press.
- Höpner, M. och G. Jackson (2001). "An emerging market for corporate control. The Mannesmann takeover and German corporate governance", Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Discussion Paper, nr 1/4.
- Jackson, G. och H. Miyajima (2007). "Varieties of capitalism, varieties of markets: Mergers and acquisitions in Japan, Germany, France, UK and the United States", Rieti Discussion Paper Series, juni.
- Jackson, G. och A. Petraki (2011). "Understanding short-termism: The role of corporate governance", rapport för Glasshouse Forum.
- Jensen, M. och W. Meckling (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nr 4, s. 305–360.
- Jensen, M. och R. Ruback (1983). "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, s. 5–50.
- Jonnergård, K. och U. Larsson-Olaison (2009), "After the contest: Effects of deviances of EU regulation on investors' voice behaviour", Working Paper, Linnéuniversitetet, presenterat på Svenska Nätverket för Europaforskning, 26–29 maj.
- Kahneman, D. och A. Tversky (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*, XLVII, s. 263–291.

- Kallifatides, K. och S. Nachemson-Ekwall (2012). "Awakening giants. Modification of institutional investor governance rationalities in the European post-financial crisis era", presenterat vid NCGN 4th Workshop i Reykjavik, 15 juni, tillgängligt på http://streamdp.hhs.se/LinkedStaffDocs/download.aspx?dl=01718_005.
- Kallifatides, K., S. Nachemson-Ekwall och S.-E. Sjöstrand (2010). *Corporate governance in modern financial capitalism. Old Mutual's hostile takeover of Skandia*. Cheltenham, UK och Northampton, MA: Edward Elgar.
- Kirchner, C. och R. Painter (2000). "Towards a European modified business judgment rule for takeover law", *European Business Organisation Law Review*, vol. 1, nr 2, s. 353–400.
- Lannoo, K. (1999). "A European perspective on corporate governance", *Journal of Common Market Studies*, vol. 37, nr 2, s. 269–294.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes och A. Shleifer (1999). "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, vol. 54, s. 471–517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer och R. W. Vishny (1999). "Investor protection: Origins, consequences, reform", Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper 1882/1999, oktober.
- Lazonick, W. och M. O'Sullivan (2000). "Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, s. 13–35. Även i Clarke, T. (red.) (2004). *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*. London: Routledge, s. 290–303.
- Liebowitz, S. och S.E. Margolis (1990). "The fable of the keys", *Journal of Law and Economics*, vol. 30, nr 1, s. 1–26.
- Manne, H. (1965). "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 73, nr 2, s. 110–120.
- Martynova, M. och I. Renneboog (2006). "The performance of the European market for corporate control: Evidence from the 5th takeover wave", ECGI Finance Working Paper, nr 135.
- Mayer, C. (2013). *Firm commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*. Oxford: Oxford University Press.

- Micklethwait, J. och A. Wooldridge (2005). *The company: A short history of a revolutionary idea*. Modern Library Edition, USA.
- Minnow, N. och R. Monks (2008). *Corporate governance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Modigliani, F. och M. Miller (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, vol. 48, s. 261–297.
- Nachemson-Ekwall, S. (2008). "Swedish Ownership 1948–2008", nedtecknad föreläsning på SNS Tylösandskonferens, 27 augusti.
- Nachemson-Ekwall, S. (2010). "EU och bolagsstyrning – blir det bättre efter den världsekonomiska krisen?", i Oxelheim, L., L. Pehrson och T. Persson (red.), *EU och den globala krisen*, Europaperspektiv. Stockholm: Santérus, s. 197–229.
- Nachemson-Ekwall, S. (2012a). "Institutionella investerares förmåga att utöva kontrolläggande", rapport för Svenskt Näringsliv, serie om ägande, februari.
- Nachemson-Ekwall, S. (2012b). "Scania, the market for corporate control and the mandatory bid rule", opublicerat manuskript, Institutionen för organisation och ledarskap, Handelshögskolan i Stockholm.
- Nachemson-Ekwall, S. (2012c). *An institutional analysis of cross-border hostile takeovers: Shareholder value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*, doktorsavhandling. Stockholm: Institutionen för organisation och ledarskap, Handelshögskolan i Stockholm.
- Nachemson-Ekwall, S. (kommande). "Scania and the mandatory bid rule", opublicerat manuskript, Center for Governance and Management Studies, Handelshögskolan i Stockholm.
- Nachemson-Ekwall, S. och B. Carlsson (2004). *Guldregn – sagan om Skandia*. Stockholm: Bonniers fakta.
- Nenova, T. (2003). "The value of corporate voting rights and control. A cross country analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 68, s. 325–351.
- Nerep, E. och P. Samuelsson (2009). *Aktiebolagslagen – en lagkommentar*, andra upplagan. Stockholm: Thomson Reuters Professional.

- Noaks, L. och E. Wincup (2004). *Criminological research-understanding qualitative methods*. London: Sage.
- Nycander, S. (2008). *Makten över arbetsmarknaden: Ett perspektiv på Sveriges 1900-tal*, andra upplagan. Stockholm: SNS Förlag.
- Paccès, A. (2007). *Featuring control power: Corporate law and economics revisited*, doktorsavhandling. Rotterdam: Erasmus University of Rotterdam.
- Parenteau, R.W. (2005). "The late 1990s US bubble: Financialization in the extreme", i Epstein, G.A. (red.), *Financialization and the world economy*. Cheltenham, UK och Northampton, MA: Edward Elgar, s. 1–16.
- Pfeffer, J. och G. Salancik (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper and Row.
- PricewaterhouseCoopers, PwC (2011). "PwC valuation index, tracking the market to understand value", frågeformulär.
- Rajan, R. och L. Zingales (2001). "The influence of financial revolution on the nature of firms", *American Economic Review*, vol. 91, s. 206–211.
- Ramel, K. (2011). *En finansmans bekännelser – veni, vidi, ridi*. Stockholm: Ekerlid.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: Free Press.
- Roe, M.J. (2003). *Political determinants of corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Romano, R. (2001). "Less is more. Making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance", *The Yale Journal on Regulation*, vol. 18, s. 174–252.
- Scharfstein, D. (1988). "The disciplinary role of takeovers", *Review of Economic Studies*, vol. 55, s. 185–199.
- Schiller, R. (2008). *The subprime solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Schmidt, R. och G. Spindler (2002). "Path dependence, corporate governance och complementarity", *International Finance*, vol. 5, nr 3, s. 311–333.

- Scott, R. (2001). *Institution and organizations*. Thousand Oaks: Sage, s. 280.
- Selznick, P. (1957). *Leadership in administration*. New York: Harper and Row.
- Severinson, C. och J. Yermo (2012). "The effect of solvency regulations and accounting standards on long-term investing", OECD Working Papers in Finance, Insurance and Private Pensions, nr 30, tillgängligt på www.oecd.org/daf/fin/wp.
- Shleifer, A. och L. Summers (1988). "Breach of trust in hostile takeovers", i Auerbach, A. (red.), *Corporate takeovers: Causes and consequences*. Chicago: University of Chicago Press, s. 33–57.
- Simon, H. (1957). *Administrative behaviour. A study of decision-making processes in administrative organizations*. New York: Macmillan.
- Sinani, E., A. Stafsudd, S. Thomsen, C. Edling och T. Randoy (2008). "Corporate governance in Scandinavia: Comparing networks and formal institutions", *European Management Review*, vol. 5, s. 27–40.
- SIS Ägarservice, se Fridsted och Sundqvist.
- Sjöstrand, S.-E. (1985). *Samhällsorganisation – en ansats till en institutionell ekonomisk mikroteori*. Lund: Doxa.
- Sjöstrand, S.-E. (1993). *Om företagsformer*. Stockholm: Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan (EFI).
- Sjöstrand, S.-E. (2005). "Om vertikala och horisontella organisationsprocesser", i Lind, J. och W. Schuster (red.), *Redovisningens teori, praktik och pedagogik. En vänbok till Lars Östman*. Stockholm: EFI, Handelshögskolan i Stockholm.
- Skog, R. (1997). *Does Sweden need a mandatory bid rule? A critical analysis*. Amsterdam: SUERF.
- Skog, R. (2004). "The European union's proposed takeover directive, the 'breakthrough' rule and the Swedish system of dual class common stock", *Scandinavian Studies in Law*, vol. 45, s. 173–192.
- Skog, R. (2007). "Harmonisering av bolagsrätten inom EU – fortfarande vind i seglen?", *Nordisk tidskrift för Selskabsret*, vol. 1, s. 66–78.
- Smith, A. (1977/1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. University of Chicago Press.

- Soros, G. (2009). *The crash of 2008 and what it means: The new paradigm for financial markets*. New York: PublicAffairs.
- Stattin, D. (2007/8). ”Dispenser från budplikt vid Volkswagens köp av Scania-aktier”, *Juridisk Tidskrift*, vol. 4, s. 873.
- Stattin, D. (2009). *Takeover, offentliga uppköpserbjudanden på aktie marknaden enligt svensk rätt*, andra upplagan. Stockholm: Thomson Reuters.
- Stattin, D. (2012). ”Tillräknande av vetskap i aktiebolags- och aktiemarknadsrätten”, *Juridisk Tidskrift*, s. 1–35.
- Svernlöv, C. (2007). *Ansvarsfrihet. Dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt*, doktorsavhandling. Stockholm: Norstedts juridik.
- Söderström, H.T. (red.) (2003). *Ägarmakt och omvandling – den svenska modellen utmanad. Ekonomirådets rapport*. Stockholm: SNS Förlag.
- Taxell, L.E. (1961). *Aktieägarens rättsskydd*. Åbo: Rättsvetenskapliga institutionen, Åbo Akademi.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Weber, M. (1983). *Ekonomi och samhälle: Förståendesociologins grunder*. Lund: Argos.
- West, A. (2009). ”Corporate governance convergence and moral relativism”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, s. 107–119.
- Victorin, A. (2000). ”Employee participation on the company board: The Swedish experience”, rapport till OECD Company Law Reform in OECD Countries: A Comparative Outlook of Current Trends, Stockholms universitet, 7–8 december.
- Williamson, O. (1975). *Markets and hierarchies analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization*. New York: Free Press.
- Windolf, P. (2008). ”What is financial capitalism?”, artikel för Glasshouse Forum.
- Wymeersch, E. (2008). ”The takeover bid directive, light and darkness”, Universiteit Gent Financial Law Institute Working Paper, nr 1.

- Yermo, J. (2008). "Governance and investment of public pension reserve funds in selected OECD countries", Working Paper, nr 15, tillgängligt på <http://ssrn.com/abstract=1116396>.
- Östman, L. (1993). "De vertikala och horisontella styrningsprocessernas betydelse för den ekonomiska effektiviteten", i Samuelsson, L. och L. Östman, *Redovisningens roller*. Stockholm: EFI, Handelshögskolan i Stockholm.
- Östman, L. (2008), "De finansiella styrformernas svenska historia", i Östman, L., *Den finansiella styrningens realiteter och friktioner*. Stockholm: EFI, Handelshögskolan i Stockholm, s. 7–34.

Officiella publikationer Europeiska kommissionen

- Commission Communication (2011). *The EU corporate governance framework: Green paper*, Bryssel, 5 april, COM (2011:164 final).
- Commission Communication (2012). *Action plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, COM (2012, 740/2).
- Commission Directive (78/855/EEG), *Fusionsdirektivet* (SFS 1994:802).
- Commission Directive (2004/25/EC) of the *European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids* (OJ L: 142: 30.4.2004, s. 12–23).
- Commission Directive (2007/36), *on shareholders' rights*, 11 juli.
- Commission of the European Communities to the Council and the European Parliament (2003), "Modernising company law and enhancing corporate governance in the European union – A plan to move forward" (IP/02/1601, Bryssel, 21 maj. Även COM (2003) 284.
- Federation of European Securities Exchanges, FESE (2007). Commission staff working document, "Impact assessment on the proportionality between capital and control in listed companies", EU, 12 december 2007, SEC (2007) 1705.
- Rådet för integrerad rapportering, tillgängligt på www.theiirc.org/international-ir-framework/.

- The de Larosière Group (2009). "The High Level Group of Financial Supervision in the EU", februari, tillgängligt på http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- The Takeover Bid Directive Assessment Report (MARKT/2010/10/F), studie gjord av Marcus Partners, Mazar's Group och CEPS, tillgängligt på http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeover-bids/study/study_en.pdf.
- Winter Group (2002). *Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Bryssel, januari. Även *Action plan from the European Commission* (2002), Winter-report IP/02/1600, J. Winter (ordförande), Bryssel, 4 februari.

Officiella publikationer Storbritannien

- Association of British Insurers (2013). "Improving corporate governance and shareholder engagement", Robert Hingley (ordförande), 25 juli, tillgängligt på www.abi.org.uk.
- Financial and Reporting Council (2010). *The UK Stewardship Code*.
- Financial Services Authority (2011). *FSA Handbook on listing rules* (LR).
- Higgs, D. (2003). *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*. Financial and Reporting Council, 20 januari.
- ICGN Corporate Governance Principles, reviderade november 2009, tillgängligt på www.icgn.org.
- Kay, J. (2012). *The Kay review of UK equity markets and long-term decision-making*, juli, tillgängligt på <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/commons-select/business-innovation-and-skills/news/the-kay-review/>.
- Takeover Panel (2009). *UK Takeover Code*, The panel on takeovers and mergers, bowne international ltd, tillgängligt på www.thetakeoverpanel.org.uk.
- Takeover Panel (2010). *Review of certain aspects of the regulation of takeover bids*, The Takeover Code Committee.
- Takeover Panel (2011). *On takeovers and mergers*, 19 september, tillgängligt på www.thetakeoverpanel.org.uk.

- The Ownership Commission (2012). *Independent report instigated by UK Cabinet Office in 2010*, Hutton, W. (red.), Mutuo, c/o Westminster Bridge partnership, London.
- Turner, A. (2009). *Turner review: A regulatory response to the global banking crisis*, Financial Service Authority.
- UK Law Commission (2013). *Fiduciary duty of investment intermediaries*, tillgängligt på http://lawcommission.justice.gov.uk/consultations/fiduciary_duties, nedladdat den 3 december 2013.
- Walker Report (2009). *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities final report*, tillgängligt på http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf, nedladdat den 26 november 2013.

Officiella publikationer Tyskland

- German Company Law (Gr: "Aktiengesellschaft", 1937).
- German Corporate Governance Code (2006). Government Commission.
- German Takeover Law (1996), reviderad 1 januari 1998 (se Schuster/Zchocke, Übernahmerecht), "Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen of 14 July 1995".
- Securities Acquisition and Takeover Act (2004). (Gr: "Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetz or WpÜG").

Officiella publikationer Sverige

- Aktiebolagslagen 2005:551, Svensk författningssamling.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 1989:7). Gota Banks bud på Werm-landsbanken.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2000:20). Industrikapital och Perstorp.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2004:23). Fusion Realia Wilkinson.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2005:02). Fusionsyttrande.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2006:30). Tvångsfusion.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2006:44). Framställan från Wallenbergstiftelserna och Investor rörande aktieförvärv i Scania.

- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2006:55). Tillåtna försvarsåtgärder vid bud (Scania).
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2007:08). Undantag från budplikt.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2007:34). Milestone och Invik.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2007:36). VW frågar om dispens från budplikt.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2008:34). Styrelsejäv.
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2010:24). Tolkning av Takeover-reglerna (Providence-AcadeMedia).
- Aktiemarknadsnämnden (AMN 2012:05). Vissa transaktioner mellan bolag och befattningshavare eller större ägare i bolaget.
- AP-fonderna i pensionssystemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven. Betänkande från Buffertkapitalsutredningen*, SOU 2012:53. Stockholm: Offentliga förlaget.
- Domstolsverket, NJA (12 april 1985) T511-83, angående Beijer Invests bud på Företagsfinans, se www.lagen.nu.
- Finansinspektionen, SFSA (2008). ”Beslut om eventuell budplikt i Scania AB (publ.)”, dnr 08-3068, 10 april.
- Försäkringsrörelselagen. *Svensk författningssamling* (SFS) 2010:2043. Sveriges riksdag.
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2010). ”Kollegiet tar över NBK:s uppgifter och får nya ledamöter”, pressrelease, 18 maj.
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2011). ”Kollegiet ser över takeover-reglerna”, pressrelease, 26 maj.
- Lagen om allmänna pensionsfonder. *Svensk författningssamling* (SFS) 2000:192. Sveriges riksdag.
- Lagen om handel med finansiella instrument. *Svensk författningssamling* (SFS) 1991:980. Sveriges riksdag.
- Lagen om investeringsfonder. *Svensk författningssamling* (SFS) 2004:46. Sveriges riksdag.
- Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). *Svensk författningssamling* (SFS) 2006:451. Sveriges riksdag.
- Lagen om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. (Leolagen). *Svensk författningssamling* (SFS) 1987:464. Sveriges riksdag.

- Nasdaq OMX (2012). ”Regler rörande offentliga uppköpserbjudande”, februari.
- Nordic Capital (2006). ”Apax Europe VI, Nordic Capital Fund VI och Apax France presenterar kontantbud på Capio”, pressrelease, 1 september.
- Näringslivets börskommitte, NBK (2003). ”Offentliga erbjudanden om aktieförvärv, ”Takeover-reglerna”, mars; reviderade september.
- Näringslivets börskommitte (2009). ”Hemställan till Justitiedepartementet om ändring av lagen får budplikt”, 9 september.
- Näringslivets börskommitte (2009). ”Regler rörande offentliga uppköpserbjudande avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar”, 5 oktober.
- Proposition 2005/06:140. *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.*
- Proposition 2006/07:70. *Några aktiebolagsrättsliga frågor.*
- Proposition 2007/08:155. *Skärpta fusionsregler.*
- Statens Offentliga Utredningar, SOU 1986:23. *Aktiers röstvärde. Röstvärdeskommitténs betänkande.* Stockholm: Liber/Allmänna förlaget.
- Statens Offentliga Utredningar, SOU 2004:101. *Tjänstepensionsdirektivet.* Sverige: Sveriges Riksdag.
- Statens Offentliga Utredningar, SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden.* Stockholm: Fritzes offentliga publikationer.
- Statens Offentliga Utredningar, SOU 2012:53 *AP-fonderna i pensions-systemet – effektivare förvaltning av pensionsreserven. Betänkande från Buffertkapitalsutredningen.* Stockholm: Offentliga förlaget.
- Statistiska centralbyrån, SCB (2013). ”Ägandet av aktier i bolag noterade på svensk marknadsplats”, 28 augusti.

Officiella publikationer andra länder

- CFA Institute, Institute of chartered financial analysts; also Business roundtable of corporate ethics and CFA institute (2006).
- Danish Corporate Governance Code (2005). *Committee on corporate governance's recommendations for corporate governance*, 15 augusti; section VI reviderad 6 februari 2008; sektioner III och V, reviderade 10 december 2008.

- Danish Takeover Rules, *Executive order on takeover bids*, 1228, 22 oktober 2007, Danish Securities Council.
- G20/OECD (2013). *High-level principles of long-term investment financing by institutional investors*, september, tillgängligt på www.oecd.org.
- Helsinki Corporate Governance Code (2003/2008). Värdepappersmarknadsföreningen, tillgängligt på www.cgfinland.fi.
- Helsinki Takeover Code (2006). *Rekommendation om förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden, nämnden för företagsförvärv*, Centralhandelskammaren, september.
- International Corporate Governance Network, ICGN (2009). Corporate Governance Principles, reviderade november, tillgängligt på www.icgn.org.
- Norwegian Code of Corporate Governance and Takeovers (2005), tillgängligt på www.ncgb.no.
- Norwegian Code of Practice for Corporate Governance (2010), tillgängligt på www.nues.no.
- OECD Principles of Corporate Governance (2004).
- OECD Principles of Corporate Governance (2011).
- World Economic Forum (2011). *The future of long-term investing*, i samarbete med Oliver Wyman, Genève, tillgängligt på http://www3.weforum.org/docs/WEF_FutureLongTermInvesting_Report_2011.pdf.

Medier

- Andersson, M., M. Lagerqvist, P. Norman och S. Grefbäck (2008). "Behandla aktieägarna lika", *Dagens Nyheter*, 5 april.
- Benson, P. (2003). "Svårare lägga bud med nya börsregler", *Dagens Industri*, 15 januari.
- Betts, P. och Milne, R. (2006). "Volkswagens feuds", *Financial Times*, 8 november.
- Billing, A. (2004a). "Ainax/Scania – Investor kan komma runt budplikt", *Veckans Affärer*, 23 augusti.
- Billing, A. (2004b). "Scania. Smygköp av Wallenbergs", *Veckans Affärer*, 8 november.

- Björk, M., J. Jonsson och S. Nachemson-Ekwall (2006). "Fusion hett rykte kring Scana/MAN", *Dagens Industri*, 6 oktober.
- Direkt* (2006). "Investor: Utesluter inte motbud från Scania på MAN", wire service, 12 oktober.
- DL.se* (2006). "Reinfeldt vill att Scantias huvudkontor är svenskt", 7 december.
- Economist* (2012). "The endangered public company", 19–25 maj.
- Focus* (2006). "On the VW-Lowe Saxony fight", tysk tidskrift refererad till i *Dagens Nyheter*, 8 november.
- Guthrie, J. och J. Wiggins (2009). "Mandelson wades into battle for Cadbury", *Financial Times*, 5 december.
- Guthrie, J. och J. Wiggins (2010). "Cadbury deal 'the price of globalisation'", *Financial Times*, 19 januari.
- Göksör, J. (2006). "Samuelsson pratar upp Scaniaaktien", *nyhetsbyrån TT*, 22 september.
- Gripenberg, P. (2006). "Analys: VW-chefens fall gynnar Scania", *Dagens Nyheter*, 8 november.
- Gripenberg, P. och D. Lucas (2006). "Skandias ordförande öppen för lösning", *Dagens Nyheter*, 2 december.
- Hammarström, M. (2004). "Investor storägare i Ainax", *Dagens Industri*, 15 juni.
- Hägerstrand, A. (2007). "Scania stiger 9.50, spekulatör om höjt bud tilltar", *nyhetsbyrån Direkt*, 10 januari.
- Hägerstrand, A. (2012). "VW:s fräcka kupp skakade stämman – Institutioner rasar mot tysk framfart i Scania", *Dagens Industri*, 5 maj.
- Jenkins, P. och R. Milne (2005). "Binding German companies to foreign interest", *Financial Times*, 31 mars.
- Mackintosh, J. och R. Milne (2006). "Pischetsrieder dismisses MAN bid", *Financial Times*, 26 september.
- Mellqvist, G. (2008). "Investor försvarar Scaniaaffären", *Dagens Industri*, 8 maj.
- Nachemson-Ekwall, S. (2000). "Bästa tänkbara för Scania", *Dagens Nyheter*, 28 mars.

- Nachemson-Ekwall, S. (2004). "Skärp lagen när självreglerarna sviker", *Affärsvärlden*, 8 december.
- Nachemson-Ekwall, S. (2006a). "Scania och MAN – en industriellt riktig affär går aldrig att stoppa", *Dagens Industri*, 13 september.
- Nachemson-Ekwall, S. (2006b). "God sed står på spel", *Dagens Industri*, 29 september.
- Nachemson-Ekwall, S. (2006c). "Dokument: Striden om Scania. Handelsbanken utfrys av Scania", *Dagens Industri*, 6 december.
- Nachemson-Ekwall, S. (2007). "Frikort för VW att köpa mer i Scania", *Dagens Industri*, 29 september.
- Nachemson-Ekwall, S. (2007). "Hemlig plan för MAN-köp", *Dagens Industri*, 18 oktober.
- Nachemson-Ekwall, S. (2010). "Redo lämna över", *Dagens Industri Dimension*, 1 juli.
- Pehrson, J. (2008). "Riksdagen måste höra Aktiemarknadsnämnden", *Dagens Industri*, 7 mars.
- Shellock, D. (2006). "Scania surge lifts European equities", *Financial Times*, 13 september.
- Svensson, K. (2008). "Tysk offensiv mot Scania", *Dagens Industri*, 19 januari.
- Swärd, L. och B. Larsson Ask (1999). "Volvo–Scania-affären: helsvensk lösning hotar tusentals jobb", *Svenska Dagbladet*, 17 januari.
- Söderström, H.T. (2008). "Wallenbergepoken slut?", *Dagens Nyheter*, 5 april.
- Tandan, E. (2008). "DI Debatt: Inför budplikt vid 50 och vid 67 procent", *Dagens Industri*, 7 mars.
- TT (2006). "Reinfeldt hoppas på svenskt Scania", News agency, 24 januari.
- TT (2006). "Budplikt blir lag. Stockholm", News agency, 16 februari.
- Wiggins, J. (2010). "The inside story of the Cadbury takeover", *Financial Times*, 12 mars.
- Wäingelin, J. (2008). "Carl Bennet till attack mot Wallenbergsfären", *Dagens Industri*, 19 mars.

- Zachrisson, J. (2011). "Friskolor ska inte ägas från skatteparadis", SVT, 21 december, tillgängligt på http://svt.se/2.22620/1.2655913/friskolor_ska_inte_agas_fran_skatteparadis.
- Örn, G. (2006). "Största börsrasen sedan 2001", *Dagens Industri*, 23 maj.
- Östlund, A. (2006). "Nu är vi tydliga – nu säger vi nej", *Affärsvärlden*, 20 december.

Övriga källor

- CFA Centre for Financial Market Integrity (2006). Institute of Chartered Financial Analysts, also Business Roundtable of Corporate Ethics and CFA Institute (2006), "Breaking the short-term cycle", tillgängligt på www.cfainstitute.org.
- IIRC, International Integrated Reporting Council (2013). "The International IR Framework, Integrated Reporting", tillgängligt på www.theiirc.org.
- Linklaters (2008). "Key to Nordic takeovers", juli.
- Old Mutual (2011). "Proposed sale of Old Mutual's Nordic business", pressrelease, 15 december.
- PricewaterhouseCoopers, PwC (2011). "PwC valuation index, tracking the market to understand value", survey.
- Riskmetrics (2009). Young, C. "The M&A and hedgefund activism landscape", Riskmetrics group, presentation på Yale Law School, tillgängligt på http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/Chris_Young.pdf.
- Scania (2006). Årsredovisning.
- Svenska riskkapitalföreningen, SVCA (2011). "2010 års siffror för riskkapitalbranschen", pressrelease, 9 mars.
- www.lpx-group.com, 30 september 2010, tillgängligt på <http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/Om-riskkapital/Borsnoterade-PE-bolag/>, hämtat den 27 januari 2014.
- <http://sv.wikipedia.org/wiki/löntagarfonder>.