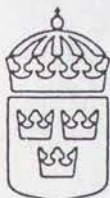

FÖRETAGSFÖRVÄRV I SVENSKT NÄRINGSLEV

BETÄNKANDE
FRÅN
ÄGARUTREDNINGEN

SOU^{1990:1}

Ref KB
Oc



Statens offentliga utredningar
1990:1
Industridepartementet

Företagsförvärv i svenskt näringsliv

Betänkande från ägarutredningen

Allmänna Förlaget har utgivit en bibliografi över SÖU och Ds som omfattar åren
1981–1987. Den kan köpas från förlagets Kundtjänst, 106 47 Stockholm.
Best. nr. 38-12078–X

Beställare som är berättigade till remissexemplar eller friexemplar kan beställa sådana
under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor
SÖU-förrådet

103 33 Stockholm

Tel: 08/763 23 20 Telefontid 8.10–12.00 (externt och internt)

08/763 10 05 12.00–16.00 (endast internt)

ISBN 91-38-10475-X

ISSN 0375-250X

Graphic Systems AB, Göteborg 1990

Till Statsrådet och chefen för industridepartementet

Genom beslut den 23 maj 1985 bemyndigade regeringen chefen för industridepartementet att tillkalla en kommitté med parlamentarisk sammansättning för att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv.

Med stöd av bemyndigandet tillkallades den 1 juli 1985 såsom ledamöter i kommittén direktör Gunnar Leo (ordförande), riksdagsledamot Christer Eirefelt, riksdagsledamot Per-Ola Eriksson, riksdagsledamot Rune Evensson, dåvarande riksdagsledamot Carl-Henrik Hermansson, riksdagsledamot Berit Oscarsson, riksdagsledamot Lennart Pettersson och riksdagsledamot Per Westerberg. Per-Ola Eriksson entledigades från kommittén fr.o.m. den 1 september 1986 och efterträddes samma dag av riksdagsledamot Rolf Kenneryd.

Kommitténs ordförande Gunnar Leo avled den 24 december 1986. Som ny ordförande förordnades den 15 januari 1987 riksdagsledamot Lennart Pettersson.

Som ny ledamot i kommittén förordnades den 1 april 1987 riksdagsledamot Mats Lindberg.

Som sakkunniga i kommittén förordnades den 1 juli 1985 utredningssekreterare Gösta Karlsson, direktör Jan Persson och utredningssekreterare Lars-Olof Pettersson. Pettersson entledigades fr.o.m. den 1 juni 1986 och efterträddes samma dag av ekonom Stig Carlsson.

Att som experter biträda kommittén förordnades den 1 juli 1985 civilökonom Ragnar Boman, dåvarande utredningssekreterare Urban Bäckström, dåvarande departementsrådet Carl Fredriksson, dåvarande direktören Jan Odhnoff och dåvarande hovrättsassessor Per Pettersson. Vidare förordnades som experter den 1 september 1985 docent Ingemund Hägg och dåvarande departementsrådet Johan Salsbäck. Bäckström entledigades fr.o.m. den 7 september 1986 och efterträddes samma dag av dåvarande utredningssekreterare Stefan Eriksson. Eriksson entledigades fr.o.m. den 1 mars 1987 och efterträddes samma dag av jur.kand. Lars Milberg. Salsbäck entledigades fr.o.m. den 16 januari 1987 och efterträddes samma dag av dåvarande kammarrättsassessorn Eskil Nord.

Till sekreterare förordnades den 1 augusti 1985 docent Leif Lindmark (deltid) och som biträdande sekreterare dåvarande departementssekreterare Dan Hjalmarsson (deltid). Den 12 augusti 1985 förordnades civilekonom Rolf Skog som biträdande sekreterare och därefter som sekreterare fr.o.m. den 14 april 1987. Fil.kand. Mats Isaksson förordnades som biträdande sekreterare fr.o.m. den 18 maj 1986 (fr.o.m. den 5 december 1988 deltid). Lindmark och Hjalmarsson entledigades fr.o.m. den 1 augusti 1987. Hjalmarsson förordnades från samma dag som expert i kommittén.

Kommittén överlämnade i februari 1986 en särskild rapport rörande ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag (Ds I 1986:6).

Kommittén överlämnade därefter, i oktober 1988, sitt huvudbetänkande, Ägande och inflytande i svenskt näringsliv (SOU 1988:38). Till huvudbetänkandet fogades tolv bilagor.

I enlighet med i maj 1988 erhållna tilläggsdirektiv har kommittén fortsatt sitt arbete med en undersökning av större företagsförvärv och företagssamgåenden i svenskt näringsliv. Kommittén överlämnar härmed resultatet av detta arbete.

Kommitténs uppdrag är därmed slutfört.

Stockholm den 11 januari 1990

Lennart Pettersson

Christer Eirefelt

Carl-Henrik Hermansson

Mats Lindberg

Per Westerberg

Rune Evensson

Rolf Kenneryd

Berit Oscarsson

/Rolf Skog

Mats Isaksson

Innehåll

1	<i>Utredningens uppdrag</i>	9
1.1	Bakgrund	9
1.2	Direktiv	9
1.3	Uppdragets genomförande	10
1.3.1	SPK:s expertstudie	11
1.3.2	Övriga expertstudier	12
1.4	Betänkandets disposition	13
2	<i>Företagsförvärv i svenskt näringsliv – ett övergripande perspektiv</i>	15
2.1	Förvärvsutvecklingen bland samtliga företag	15
2.1.1	En historisk tillbakablick	15
2.1.2	Företagsförvärv och företagssamgåenden under 1970- och 1980-talet	17
2.2	Förvärvsutvecklingen bland aktiemarknadsföretag	24
2.2.1	En historisk tillbakablick	25
2.2.2	Perioden 1970 – 1979	27
2.2.3	Perioden 1980 – 1989	30
2.2.4	"Fientliga" uppköpserbjudanden	37
2.2.5	Försvarsåtgärder mot "fientliga" uppköpserbjudanden	38
3	<i>Företagsförvärv i svenskt näringsliv – fallstudier</i>	43
3.1	Electrolux förvärv av Gränges år 1980	43
3.2	Aritmos förvärv av Tretorn år 1981	47
3.3	Volvos förvärv av Beijerinvest år 1981	49
3.4	Skrinets förvärv av Masonite år 1982	54
3.5	Proventus förvärv av Upsala-Ekeby år 1984	56
3.6	AGA:s förvärv av Uddeholm år 1985	59
3.7	Pharmacias förvärv av LKB år 1986	62
3.8	Trelleborgs förvärv av Boliden år 1987	64
3.9	Skanskas förvärv av JM år 1987	67
3.10	Nordstjernans förvärv av ABV år 1988	70
3.11	MoDo:s förvärv av Holmen respektive Iggesund år 1988	72

4	<i>Fallstudiernas resultat</i>	81
4.1	Förvärvens motiv	81
4.1.1	Teorier om företagsförvärv som ett resultat av asymmetriskt fördelad information	82
4.1.2	Teorier om företagsförvärv som ett resultat av förväntade samordningsvinster	83
4.1.3	Teorier om företagsförvärv som ett sätt att uppnå tillväxt i det köpande företaget	87
4.1.4	Motiv i de av utredningen studerade förvärven	87
4.2	Förvärvens genomförande	91
4.2.1	Initiativet till förvärvet och köparens tidigare ägarandel	92
4.2.2	Vederlagets form	94
4.2.3	"Fientliga" uppköpserbjudanden	98
4.3	Förvärvens effekter	100
4.3.1	Tidigare studier	100
4.3.2	Effekter i de av utredningen studerade förvärven	104
5	<i>En internationell utblick</i>	111
5.1	Förekomsten av förvärvsvågor	111
5.2	Förvärvens omfattning under 1980-talet	112
5.3	Förvärv över ländergränser	114
5.4	Förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden	115
6	<i>Regler rörande företagsförvärv och företagssamgåenden</i>	117
6.1	Associations- och börsrättsliga regler	118
6.1.1	Aktiebolagslagen	118
6.1.2	NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv	121
6.1.3	NBK:s rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv av större aktiepost	124
6.1.4	Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt m.m. ...	124
6.1.5	Aktiemarknadsnämndens utlåtanden	126
6.2	Konkurrensrättsliga regler	127
6.3	Arbetsrättsliga regler	130
6.3.1	Lagen om medbestämmande i arbetslivet	130
6.3.2	Lagen om styrelserepresentation för de anställda	132
6.4	Regleringen av företagsförvärv och företagssamgåenden inom EG	133
6.4.1	Konkurrensrättslig kontroll av företagsförvärv inom EG	133
6.4.2	Associationsrättslig kontroll av företagsförvärv inom EG	137

7	<i>Sammanfattande diskussion och slutsatser</i>	141
7.1	Utredningens resultat i sammandrag	141
7.1.1	Utredningens övergripande kartläggning	141
7.1.2	Utredningens fallstudier	142
7.2	Behövs det en översyn av reglerna rörande företagsförvärv?	148
7.2.1	Utredningens utgångspunkt	148
7.2.2	Utredningens slutsatser	150
	<i>Reservationer och särskilda yttranden</i>	159
	<i>Appendix A</i> Kompletterande tabeller	167
	<i>Appendix B</i> Bilagor till betänkandet	169
	<i>Utredningens tilläggsdirektiv</i>	171

1 Utredningens uppdrag

1.1 Bakgrund

Näringslivets utveckling karakteriseras av en ständigt pågående strukturomvandling, en kamp mellan nytt och gammalt. Fortlöpande tillkommer nya produktionsmetoder och nya produkter. Nya företag startas, medan föråldrade anläggningar anpassas för att möta nya krav eller helt och hållet avvecklas. Företagsförvärv och företagssamgåenden är ett centralt inslag i denna process och har med varierande intensitet alltid förekommit i det moderna näringslivet.

Drygt 7 000 företagsförvärv eller samgåenden ägde rum i det svenska näringslivet bara under 1980-talet. Flertalet av dem berörde förhållandevis små företag, men under decenniets senare år kom förvärven att omfatta allt större företag och fick därigenom omedelbara effekter på näringslivets struktur.

I snäv ekonomisk mening kan dessa förvärv ses som en transaktion utslutande mellan företagets nya och gamla ägare, där en grundläggande förutsättning för förvärvens genomförande är att de nya ägarna tillmäter det förvärvade företagets resurser ett högre värde än de gamla ägarna. Förvärven berör emellertid också en rad andra aktörer i ekonomin, bland vilka särskilt brukar nämnas företagets anställda, kreditgivare, leverantörer och kunder liksom stat och kommun. I detta vidare perspektiv har företagsförvärvens motiv och effekter allt oftare uppmärksammats i den allmänna debatten. Farhågor har uttryckts för att förvärven från effektivitetssynpunkt är omotiverade och risken för negativa konsekvenser för andra berörda än ägarna har framhållits.

Landsorganisationen aktualiserade detta resonemang i en skrivelse till regeringen i april 1988. LO krävde däri bl.a. att ägarutredningen skulle åläggas att "studera om det behövs regler mot spekulativa övertaganden eller sådana där det nya företaget får en svag finansiell bas".

1.2 Direktiv

I maj 1988 beslutade regeringen att i form av tilläggsdirektiv ge ägarutredningen i uppdrag att beskriva och analysera utfallet av några större företagsförvärv och samgåenden i svenskt näringsliv.

Utredningen ålades inledningsvis att översiktligt kartlägga förvärv och samgåenden i svenskt näringsliv under 1980-talet.

Därefter var det utredningens huvudsakliga uppgift att genomföra fallstudier av ett tiotal större förvärv och samgåenden under samma period. Fallstudierna skulle belysa dels de motiv som anförts till förvärven, dels de konsekvenser förvärven medfört på olika nivåer i samhället och i olika tidsperspektiv. Utredningen skulle vidare belysa i vilken utsträckning statens pris- och konkurrensverk, SPK, och näringsfrihetsombudsmannen, NO, påverkat utvecklingen i samband med förvärven.

Uppdraget skulle avslutas med en samlad analys mot bakgrund av de studerade fallen, varvid utredningen gavs möjlighet att ange områden inom vilka en översyn av gällande regler borde företas.

Avslutningsvis fastslogs i direktiven att frågan om företagsförvärvens betydelse för maktkoncentrationen i samhället inte låg inom ramen för utredningsuppdraget. Den frågan behandlas av den s.k. maktutredningen. Det bör i sammanhanget också påpekas att regeringen utfärdat direktiv till samtliga kommittéer att i sin utredningsverksamhet undersöka vilken gemensam ordning som i de studerade frågorna råder inom EG samt i eventuella förslag ta tillvara de möjligheter som finns till en harmonisering.

1.3 Uppdragets genomförande

I linje med den debatt ur vilken utredningens direktiv vuxit fram har utredningen tolkat sitt uppdrag så att intresset bör fokuseras på svenska företags förvärv av andra företag i Sverige. Denna tolkning innebär två avgränsningar.

För det första studeras inte utländska förvärv av svenska företag. Denna typ av förvärv har under senare år nått en betydande omfattning och har till viss del aktualiserat samma frågor som de inhemska förvärven. De utländska förvärven av företag i Sverige reser emellertid också en rad andra och för dessa förvärv specifika frågor, varför detta område sedan länge varit föremål för särskild reglering. Inom industridepartementet har också nyligen utarbetats ett förslag till ändrade regler om utländska företagsförvärv i Sverige (Ds 1989:57).

För det andra innebär tolkningen av uppdraget att svenska företags förvärv utomlands inte diskuteras av utredningen. Den debatt som föranlett utredningens uppdrag har i stor utsträckning tagit utgångspunkt i företagsförvärvens effekter för de förvärvade företagen och deras intressenter. Debatten har utgått från förvärv genomförda i Sverige och frågan har ställts om de regler som i svensk lag uppställs till skydd mot tänkbara negativa konsekvenser av förvärven behöver utvidgas eller förstärkas. Den betydande expansion i form av utländska företagsförvärv som svenska företag uppvisat under senare år ingår inte i den problembild som legat till grund för uppdraget och för svenskt vidkommande är givetvis också möjligheterna myck-

et små att uppställa regler till skydd mot negativa konsekvenser i utlandet av svenska företagsförvärv utomlands.

Vid genomförande av uppdraget har utredningen, i linje med vad som anförs i direktiven, funnit det nödvändigt att i viss utsträckning repliera på externa utredningsresurser. På utredningens uppdrag har därför statens pris- och konkurrensverk genomfört dels en övergripande kartläggning av företagsförvärv i svenskt näringsliv, dels fallstudier av vissa större förvärv under 1980-talet.

Utredningen har också låtit genomföra ett antal, relativt sett, mindre omfattande expertstudier rörande enskilda aspekter av utredningsuppdraget.

1.3.1 SPK:s expertstudie

I den övergripande kartläggningen har det åvilat SPK att redovisa samtliga företagsförvärv i svenskt näringsliv från år 1970 och framåt. Primärt skulle kartläggningen inriktas mot förvärv där målföretaget vid förvärvstillfället var ett fristående företag eller en koncern med minst 500 årsanställda. I kortfattad form skulle dock även förvärv av mindre företag redovisas. Kartläggningsresultaten i denna del har inarbetats i kapitel 2 i betänkandet.

I fallstudierna har SPK haft att behandla följande tolv förvärv under 1980-talet:

Electrolux förvärv av Gränges år 1980

Aritmos förvärv av Tretorn år 1981

Volvos förvärv av Beijerinvest år 1981

Skrinets förvärv av Masonite år 1982

Proventus förvärv av Upsala-Ekeby år 1984

AGA:s förvärv av Uddeholm år 1985

Pharmacias förvärv av LKB år 1986

Trelleborgs förvärv av Boliden år 1987

Skanskas förvärv av JM år 1987

Nordstjernans förvärv av ABV år 1988

MoDo:s förvärv av Holmen repektive Iggesund år 1988

Förvärven har av utredningen valts så att de representerar sysselsättningsmässigt stora förvärv i olika branscher och med någorlunda jämn fördelning över decenniet. Vissa förvärv representerar situationer där ett produkt- eller marknadsmässigt samband fanns mellan de berörda företagen, medan andra förvärv avser situationer där något sådant samband inte förelåg. Med hänsyn till utredningens allmänna inriktning har en variation också eftersträvat i fråga om de inblandade företagens ägarstruktur. En del av företagen har sålunda en koncentrerad ägarstruktur med en tydligt identifierbar kontrollägare, medan andra har en mer spridd ägarstruktur.

Vid identifiering av motiven till förvärven har det ålegat SPK att beakta förhållanden i såväl det förvärvande som det förvärvade företaget och att redovisa såväl reala som finansiella motiv.

Förvärvens effekter skulle belysas med avseende på de berörda företagens lönsamhet, finansiella situation och ställning på faktor- och produktmarknaderna. Vidare skulle förvärvens betydelse för sysselsättningen i de berörda företagen och på de berörda verksamhetsorterna redovisas.

Som riktmärke för uppläggning av fallstudierna pekade utredningen på den av SPK tidigare utförda studien *Fusioner och förvärv i svenskt näringsliv 1969–73* (SOU 1977:51).

De studerade förvärven utgör inte ett statistiskt representativt urval som kan läggas till grund för generella slutsatser om förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet.

SPK:s fallstudier refereras i kapitel 3 och redovisas i sin helhet i SPK:s bokserie (1989:4).

1.3.2 Övriga expertstudier

Utredningen har, som ovan påpekats, också låtit genomföra ett antal expertstudier som behandlar enskilda aspekter av utredningsuppdraget.¹

En första studie har ägnats olika skattereglers betydelse som motiv till förvärv och samgåenden mellan företag. I studien redovisas dels den teoretiska debatten på detta område, dels empiriska test utförda på svenska data. Studien har utförts av civilekonom Karl-Markus Modén vid Göteborgs universitet.

En andra studie belyser i vilken utsträckning SPK och NO påverkat utvecklingen i samband med de förvärv som behandlas i fallstudierna. Denna studie har utförts av professorn i rättsvetenskap, Erik Nerep, vid Handelshögskolan i Stockholm.

En tredje studie innehåller en analys av förvärvens värdemässiga effekter för ägarna. Studien baseras på aktiekursreaktioner i de berörda företagen i samband med förvärvens genomförande. Denna studie har utförts av docent Claes Bergström och ek.dr Kristian Rydqvist vid Handelshögskolan i Stockholm.

En fjärde studie redovisar fackliga erfarenheter av företagsförvärv och de krav på förändringar i gällande regler som i olika sammanhang anförts från fackliga organisationers sida. Denna studie har utförts av Gunnar Fond vid Svenska Industritjänstemannaförbundet.

En femte studie beskriver, med utgångspunkt i amerikanska förhållanden, olika typer av s.k. försvarsåtgärder som ett företag kan använda för att motarbeta oönskade förvärvsförsök. I studien diskuteras också i vilken mån dessa åtgärder skulle vara förenliga med den svenska associations- och börsrätten. Denna studie har utförts av jur. kand. Anders Fällman, Stockholm.

Mot bakgrund av de ovan nämnda direktiv som utgått till samtliga kommittéer att i sitt arbete beakta EG-aspekten, har utredningen i en sjätte studie låtit professorn i civilrätt vid Stockholms universitet, Ulf Bernitz, ge en

¹ Studierna har förtecknats i Appendix B.

bild av den konkurrensrättsliga kontrollen av företagsförvärv inom EG. Rapporten belyser i detta avseende också det nationella läget i ledande EG-länder. Slutligen berör rapporten kortfattat motsvarande regler på det associationsrättsliga området.

Avslutningsvis kan i detta sammanhang erinras om att utredningen vid utarbetande av sitt tidigare publicerade huvudbetänkande låtit genomföra en litteraturstudie rörande orsaker till företagskoncentration, varvid teorier om företagsförvärv ägnats betydande uppmärksamhet. Studien utfördes av ek.dr Lennart Erixon vid Stockholms universitet och återfinns i bilaga till huvudbetänkandet (SOU 1988:38 Bil. 7).

1.4 Betänkandets disposition

Utredningen redovisar i kapitel 2 en översikt över förvärvsutvecklingen i det svenska näringslivet från sekelskiftet fram till i dag, med tonvikten lagd på utvecklingen under 1970- och 1980-talet. I kapitlets första del redovisas förvärvsutvecklingen bland samtliga företag, medan den andra delen fokuserar på utvecklingen bland enbart aktiemarknadsföretag.

I kapitel 3 ges ett referat av de fallstudier utredningen låtit genomföra av tolv större företagsförvärv under 1980-talet. Därefter diskuteras i kapitel 4 fallstudiernas resultat i fråga om motiven till förvärven, de sätt på vilka förvärven genomförts samt förvärvens effekter på företagens olika intressenter.

I kapitel 5 görs en kort internationell utblick, i vilken huvuddragen i de förändringar som kunnat iakttagas i förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet relateras till utvecklingen i andra länder.

I kapitel 6 redovisas de regler som inom olika rättsområden berör företagsförvärv och företagssamgåenden. Redovisningen omfattar associations- och börsrätt, konkurrensrätt samt arbetsrätt. I kapitlet ges också en redovisning av de gemensamma regler som på detta område finns inom EG.

Betänkandet avslutas i kapitel 7 med en sammanfattning av utredningsresultaten och en diskussion om behovet av en översyn av de regler som berör företagsförvärv.

2 Företagsförvärv i svenskt näringsliv – ett övergripande perspektiv

2.1 Förvärvsutvecklingen bland samtliga företag

2.1.1 En historisk tillbakablick²

Företagsförvärv och företagssamgåenden har varit ett stående inslag i det svenska näringslivet sedan slutet av 1800-talet. Inom landets äldsta industrigren, järnhantering, anses den s.k. bruksdöden under 1870- och 1880-talet ha reducerat antalet järnbruk med omkring 70 %. Utvecklingen innefattade en rad nedläggningar, men också sammanslagningar av mindre bruk och driftsenheter till större anläggningar.

Bland större företagssammanslagningar inom andra delar av näringslivet märks exempelvis samgåendet mellan Stockholms Allmänna Telefon AB och Stockholms Bell Telefon AB, vilka sedermera slogs samman med LM Ericsson. Ett annat exempel är bildandet av Trafik AB Grängesberg-Oxelösund (Gränges) genom sammanslagning av en rad mellansvenska gruv- och järnvägsföretag.

Det synes emellertid ha dröjt ett par år in på det nya seklet innan företagssammanslagningar i större skala började genomföras. Den tekniska utvecklingen, de förbättrade kommunikationerna och tillkomsten av en organiserad kapitalmarknad hade då skapat förutsättningar för lönsam drift av företag med flera arbetsställen och *1900-talets första decennier* präglades av ett betydande antal förvärv och samgåenden med långtgående effekter på landets industri- och företagsstruktur.

Bland de storföretag som under dessa år växte fram genom förvärv och sammanslagningar mellan mindre enheter märks Svenska Sockerfabriks AB, som år 1912 var landets största företag, Svenska Tändsticks AB, AB Sveriges Litografiska Tryckerier (SLT) och många andra.

Ett stort antal företagsförvärv och sammanslagningar ägde rum även under *1920- och 1930-talet*. Dessa synes till övervägande del ha utgjorts av stora företags förvärv av små och ofta relativt nystartade företag, framför allt inom verkstadsindustrin, men även dessa decennier rymmer enstaka fall av stora och för framtiden betydelsefulla företagssammanslagningar. Som ex-

² Avsnittet är i stor utsträckning baserat på Rydén, B., *Fusioner i svenskt näringsliv*, IUI, 1971.

empel kan nämnas SCA-koncernen som på Ivar Kreugers initiativ tillkom under 1920-talets sista år.

Den första mer heltäckande statistik som finns att tillgå rörande förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet avser förvärv och samgåenden inom industrin under perioden 1946 – 1969. Statistiken visar att närmare 3 000 förvärv och samgåenden ägde rum i industrin under denna period. Se tabell 2:1 nedan.

Fram till 1950-talets slut låg förvärvsaktiviteten på en förhållandevis låg och stabil nivå. Därefter ökade antalet förvärv och samgåenden successivt under 1960-talet och decenniets senare del har ofta kommit att beskrivas i termer av en omfattande strukturomvandling, inte minst inom metall- och verkstadsindustrin. Närmare hälften av de 3 000 förvärven ägde rum mellan år 1965 och år 1969. Bland dessa märks Saabs förvärv av Scania-Vabis år 1968 och Gränges förvärv av Svenska Metallverken år 1969.

Totalt berörde förvärven och samgåendena inom industrin under perioden 1946 – 1969 omkring 265 000 anställda i de förvärvade företagen.

Tabell 2:1 Företagsförvärv och sammanslagningar inom svensk industri under perioden 1946 – 1969.

År	Fullständiga	Partiella ^a	Samtliga
1946	48	0	48
1947	65	3	68
1948	53	3	56
1949	41	3	44
1950	51	12	63
1951	60	3	63
1952	21	2	23
1953	20	9	29
1954	44	10	54
1955	46	8	54
1956	50	2	52
1957	46	7	53
1958	62	12	74
1959	77	15	92
1960	105	28	133
1961	78	41	119
1962	126	35	161
1963	123	41	164
1964	131	46	177
1965	195	33	228
1966	232	79	311
1967	184	65	249
1968	186	75	261
1969	221	89	310
Totalt	2 265	621	2 886

^a Förvärv eller sammanslagning av verksamhetsgrenar eller dotterföretag.

Källa: Rydén, B., Fusioner i svensk industri, IUI, 1971.

2.1.2 Företagsförvärv och företagssamgåenden under 1970- och 1980-talet

Från slutet av 1960-talet för SPK ett register över storföretag i svenskt näringsliv. Till underlag för detta register upprättas fortlöpande statistik över samtliga företagsförvärv och företagssammanslagningar i näringslivet. Statistiken inbegriper svenska och utländska förvärv i Sverige, medan svenska förvärv utomlands inte är inkluderade. Uppgifterna avser verksamhetsområde och sysselsättningsmässig storlek på de berörda företagen, medan företagens kapitalmässiga storlek inte registreras. Inte heller inhämtas uppgifter beträffande vederlagets form eller storlek.

Den översikt över förvärvsutvecklingen bland samtliga företag i svenskt näringsliv under 1970- och 1980-talet som på utredningens uppdrag utförts av SPK och som refereras nedan tar mot denna bakgrund utgångspunkt i endast två variabler, nämligen antalet förvärv och antalet anställda i de berörda företagen. Den inom den ekonomiska forskningen ofta använda variabeln kapitalstorlek ingår inte i översikten. Den används däremot i avsnitt 2.2, i vilket intresset fokuseras på förvärvsaktiviteten bland enbart aktiemarknadsföretag. Det bör inledningsvis också observeras att en summering av antalet förvärv, liksom av antalet anställda i förvärvade företag, framför allt över en längre tidsperiod, medför vissa dubbelräkningar till följd av att en del företag förvärvas flera gånger under perioden.

Totalt genomfördes under perioden 1970 – 1988 drygt 12 000 företagsförvärv i det svenska näringslivet. Den ökade förvärvsaktivitet som med stöd av statistiken för industrisektorn kunnat konstateras för 1960-talets sista år fortsatte, enligt SPK:s statistik, under 1970-talets första hälft. Det årliga *antalet företagsförvärv* i hela näringslivet ökade successivt från drygt 300 år 1970 till drygt 800 år 1975, för att under decenniets senare del ligga på en något lägre nivå, omkring 600 förvärv per år. Under 1980-talets första år ökade förvärvsaktiviteten åter och år 1983 registrerade SPK drygt 1 000 förvärv. Därefter har det årliga antalet förvärv gått tillbaka. År 1988 genomfördes i svenskt näringsliv 694 företagsförvärv. Se tabell 2:2 och diagram 2:1 nedan.

Flertalet förvärv avser sysselsättningsmässigt små företag och det är i allt väsentligt den typen av förvärv som förklarar de antalsmässiga fluktuationerna i förvärvsaktiviteten mellan olika år. Det föreligger därför inte något entydigt samband mellan antalet förvärv och antalet anställda som under olika år berörts av förvärven. En uppgång i antalet förvärv har vid flera tillfällen sammanfallit med en nedgång i antalet anställda som berörts av förvärven och vice versa. Under den senaste femårsperioden har antalet anställda i förvärvade företag flerdubblats trots en påtaglig tillbakagång i antalet förvärv. Förvärven har med andra ord kommit att omfatta, genomsnittligt sett, allt större företag.

Det sammanlagda *antalet anställda* i de företag som var föremål för förvärv under perioden 1970 – 1988 uppgår till 1 296 000. Förvärvsaktiviteten

var med detta sätt att mäta lägst år 1977 då knappt 33 000 anställda berördes och högst år 1988 då 245 000 anställda berördes. Då denna ökning emellertid också rymmer en allmän sysselsättningsmässig expansion finns det skäl att relatera antalet anställda som berördes av förvärven till det totala antalet anställda i näringslivet respektive år. Det kan därvid konstateras att förvärven successivt också kommit att beröra en allt större andel av de sysselsatta. Under 1970-talet berördes årligen i genomsnitt 2,4 % av de anställda i näringslivet av företagsförvärv i den meningen att det företag de arbetade i förvärvades av något annat företag. Under perioden 1980 – 1988 var motsvarande andel 4,2 % av de anställda.

Från 1989 års ingång har för registrering i SPK:s register uppställts en nedre storleksgräns för antal anställda i det förvärvade företaget. De uppgifter som föreligger för år 1989 är därför inte direkt jämförbara med uppgifterna för tidigare år. Uppgifterna indikerar dock en nedgång i fråga om såväl antalet förvärvade företag som genomsnittlig storlek på dessa företag.

Tabell 2:2 Företagsförvärv i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988.

År	Antal förvärv	Antal anställda ^a	Andel av samtliga anställda i näringslivet %
1970 ^b	328	35 685	1,8
1971 ^b	269	52 285	2,6
1972 ^b	369	46 508	2,2
1973	495	48 021	2,4
1974	728	50 352	2,4
1975	828	72 078	3,5
1976	611	52 000	2,5
1977	598	32 939	1,6
1978	582	57 968	2,8
1979	590	40 516	1,9
1980	674	62 819	3,0
1981	681	64 877	3,0
1982	851	49 366	2,3
1983	1 037	60 055	3,0
1984	805	68 899	3,4
1985	765	78 018	3,8
1986	637	102 120	4,9
1987	631	76 913	3,6
1988	694	244 952	11,2
Totalt	12 173	1 296 371	

^a Inklusive anställda utomlands.

^b Exklusive förvärv inom näringsgrenen bank- och försäkringsrörelse.

Källa: SPK

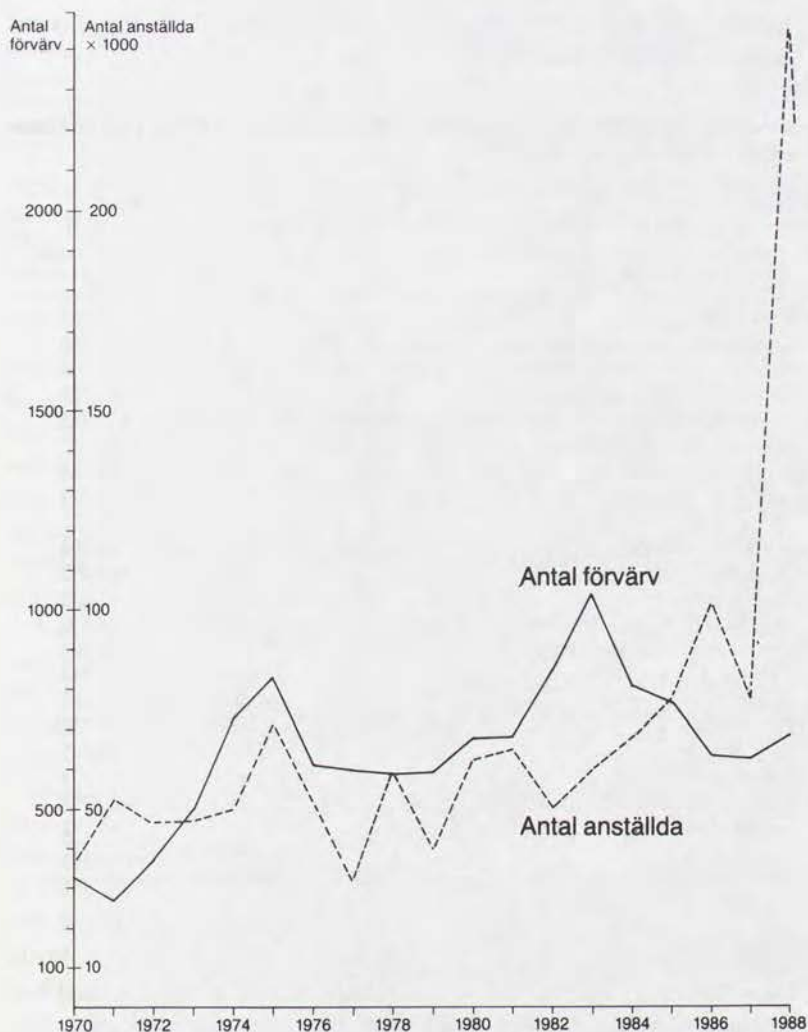


Diagram 2:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988.

Fördelas det totala antalet förvärv på *näringsgrenar* framgår att det största antalet förvärvade företag återfinns inom näringsgrenen partihandel (2 204), närmast följd av serviceverksamhet (1 577), detaljhandel (1 320) och byggnadsverksamhet (1 004). Sker fördelningen i stället med utgångspunkt i antalet anställda i förvärvade företag dominerar näringsgrenen maskinindustri (184 000) följd av massa- och pappersindustri (130 000). Andra näringsgrenar med ett stort antal anställda i förvärvade företag är partihandel (104 000), detaljhandel (90 000) samt byggnadsverksamhet (87 000) och serviceverksamhet (84 000). Se tabell 2:3 nedan.

Vid en fördelning på industriell och övrig verksamhet framgår att 40 % av det totala antalet förvärv avsåg företag med industriell verksamhet. Dessa

förvärv berörde drygt 860 000 anställda, motsvarande 67 % av antalet anställda i samtliga förvärvade företag.

Tabell 2:3 Företagsförvärv i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988 fördelade på näringsgrenar.

Näringsgren	Antal förvärv	Antal anställda i förvärvade företag
Gruvindustri	13	1 335
Livsmedels-, dryckes-, varu- och tobaksindustri	404	56 856
Textil- och konfektionsindustri samt läderindustri	279	35 005
Skogsbruk och trävaruindustri	566	45 729
Massa- och pappersindustri samt grafisk industri	428	129 765
Kemisk industri, petroleum-, gummivaru-, plast- och plastvaruindustri	559	62 765
Jord- och stenindustri	349	31 572
Metallverk	75	69 101
Metallvaruindustri	799	94 904
Maskinindustri	777	184 052
Elektroindustri	229	92 582
Transportmedelsindustri	173	25 600
Annan tillverkningsindustri	195	24 160
El-, gas- och värmeverk	261	3 714
Byggnadsverksamhet	1 004	87 387
Partihandel	2 204	103 774
Detaljhandel	1 320	89 987
Samfärdsl	602	43 573
Bank- och försäkringsrörelse ^a	359	20 378
Serviceverksamhet inkl. hotell och restaurang	1 577	84 132
Samtliga	12 173	1 296 371

^a Avser år 1973 – 1988.

Källa: SPK

De allra flesta förvärv avser, som påpekats, företag med ett mycket begränsat antal anställda, medan den sysselsättningsmässiga effekten av förvärven i allt väsentligt är hänförlig till ett förhållandevis litet antal *förvärv av storföretag*. Närmare 74 % av samtliga förvärvade företag under perioden 1970 – 1988 hade färre än 50 anställda vid förvärvstillfället, 19 % hade 50 – 199 anställda och 5 % hade 200 – 499 anställda. Endast 3 %, eller 364 av drygt 12 000 förvärvade företag, hade minst 500 anställda och tillhörde därmed den grupp företag som brukar betecknas som storföretag. I dessa 364 förvärvade storföretag återfanns emellertid 60 % av det totala antalet anställda i de 12 000 förvärvade företagen. Se tabell 2:4 nedan.

Tabell 2:4 Företagsförvärv i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988. Fördelning på det förvärvade företagets storlek.

Företags- storlek	Antal	Andel %	Antal anställda	Andel %
0 – 49	8 962	74	133 955	10
50 – 199	2 287	19	215 116	17
200 – 499	560	5	169 795	13
500 –	364	3	777 505	60
Samtliga	12 173	100	1 296 371	100

Källa: SPK

Storföretagsförvärvens betydelse i sammanhanget framgår också av att de tio största förvärven svarade för i genomsnitt 47 % av det totala antal anställda som varje år berördes av företagsförvärv. Under år 1988 var denna andel hela 68 %. Fördelas storföretagsförvärven över tiden framkommer en svag antalsmässig dominans för perioden efter år 1980 och under 1980-talets senare år kom företagsförvärven i påtagligt ökad utsträckning att omfatta storföretag. Under år 1988 genomfördes 48 förvärv av storföretag, vilka tillsammans hade drygt 200 000 anställda.

Antalet anställda i de förvärvade storföretagen var också, genomsnittligt sett, väsentligt högre under 1980-talet än under periodens tidigare del. Under perioden 1980 – 1988 uppgick det årliga genomsnittet till 59 000 anställda, medan motsvarande antal under perioden 1970 – 1979 var knappt hälften så stort, omkring 25 000 anställda.

Den sysselsättningsmässigt största företagssammanslagningen i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988 var samgåendet mellan den elektrotekniska rörelsen i ASEA och det schweiziska företaget Brown Boveri Ltd år 1988, vilken berörde 68 000 anställda i ASEA. Fusionen tillgick så att ett nytt bolag, Asea Brown Boveri, bildades med ASEA respektive Brown Boveri som hälftenägare. Asea Brown Boveri förvärvade i sin tur de delar av de båda företagen som slogs samman.

I storleksordning följde därefter Storas förvärv av Swedish Match och A. Johnson & Co:s förvärv av Saba, vilka också ägde rum år 1988. I tabell 2:5 har de tio sysselsättningsmässigt största förvärven under perioden förtecknats. Totalt berörde dessa förvärv omkring 200 000 anställda i de förvärvade företagen.

Tabell 2:5 De tio sysselsättningsmässigt största företagsförvärven och sammanslagningarna i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988.

Förvärvat företag	Antal anställda	Köpare	År
ASEA ^a	68 000	Asea Brown Boveri	1988
Swedish Match	34 200	Stora	1988
Saba	20 000	Axel Johnson HAB	1988
Gränges	17 800	Electrolux	1980
Boliden	16 100	Trelleborg	1987
Beijerinvest	14 000	Volvo	1981
ABV	12 000	Nordstjernen	1988
Fläkt	12 000	Asea Brown Boveri	1988
Wilh. Sonesson	10 000	Volvo	1986
Billerud	8 000	Stora	1984

^a Se kommentar i texten ovan.

Källa: SPK

I tabell 2:6 nedan har de i sysselsättningstermer mest förvärvsaktiva svenska storföretagen under perioden 1970 – 1988 förtecknats. Tabellen upptar storföretag som under perioden förvärvade eller slogs samman med andra svenska storföretag med sammanlagt fler än 10 000 anställda, totalt 16 företag. Tillsammans förvärvade dessa 16 storföretag under perioden 1970 – 1988 92 andra svenska storföretag med sammanlagt närmare 340 000 anställda.

I tabellen har även förtecknats avyttrade storföretag och antal anställda i dessa. Tillsammans avyttrade de 16 företagen 30 storföretag med sammanlagt närmare 140 000 anställda under den aktuella perioden. I runda tal motsvarade således avyttringarna drygt 40 % av förvärven.

Tabell 2:6 Svenska storföretag som under perioden 1970 – 1988 förvärvade företag eller rörelser med minst 500 anställda och med tillsammans minst 10 000 anställda.

Företag	Antal förvärv	Antal anställda	Antal avyttringar	Antal anställda
Stora	4	49 400	1	6 700
Electrolux	11	45 300	3	7 900
Volvo	9	32 400	4	11 000
Trelleborg	7	21 800	1	4 000
Nordstjernen	5	20 800	2	1 200
Axel Johnson HAB	2	20 600	–	–
SSAB	5	19 700	1	700
ASEA	6	18 900	5	71 000
Carnegie & Co	4	18 500	1	20 000
Procordia	9	16 500	3	3 500
MoDo	5	16 200	1	1 600
Beijerinvest	9	14 000	1	500
Apoteksbolaget	2	11 400	–	–
Promotion	4	11 100	3	4 200
Boliden	5	10 600	3	3 600
Nobel Industrier	5	10 500	1	700
Totalt	92	337 700	30	136 600

Källa: SPK

Företagsförvärv och företagssammanslagningar klassificeras ofta med utgångspunkt i *marknads- och produktmässiga samband mellan de berörda företagen*, varvid följande kategorier brukar urskiljas:

Horisontella förvärv – företagen är verksamma på samma marknader med samma produkter.

Komplementära förvärv – företagen är verksamma på samma marknader med likartade produkter.

Marknadsutvidgande förvärv – företagen är verksamma på olika marknader, men med samma produkter.

Vertikala förvärv – företagen har ett produktmässigt samband, men är verksamma inom olika led i produktions- och distributionskedjan.

Konglomeratförvärv – företagen saknar såväl produktmässigt som marknadsmässigt samband.

Mot bakgrund av den omfattande diversifiering som i dag utmärker flertalet storföretag blir en klassificering av detta slag i de enskilda fallen ofta förenad med ett betydande mått av osäkerhet och godtycke. Under förutsättning att någon systematisk snedvridning inte föreligger kan dock klassificeringen på en aggregerad nivå kasta visst ljus över förvärvsutvecklingen. SPK har mot denna bakgrund genomfört en klassificering av detta slag för de 364 storföretagsförvärv som ägde rum i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988.

Klassificeringen ger vid handen att 141, eller drygt en tredjedel, av de 364 storföretagsförvärven avsåg företag verksamma på samma marknader med samma produkter, s.k. *horisontella förvärv*. Det sammanlagda antalet anställda i de förvärvade företagen inom denna kategori uppgick till 329 000, vilket motsvarar 42 % av totalantalet anställda i samtliga förvärvade storföretag under perioden.

Till kategorin *komplementära förvärv*, vilka ofta är svåra att skilja från de horisontella förvärven, har SPK hänfört 80 av de 364 storföretagsförvärven. Det sammanlagda antalet anställda i de förvärvade företagen inom denna kategori uppgick till 134 000, vilket motsvarar 17 % av totalantalet anställda i samtliga förvärvade storföretag.

Vidare har 15 förvärv, omfattande 16 000 anställda, betecknats som *marknadsutvidgande* och 31 förvärv, omfattande 41 000 anställda, betecknats som *vertikala*.

Av de 364 storföretagsförvärv som genomfördes i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988 var således 267 förvärv, eller tre fjärdedelar, av sådant slag att förvärvande och förvärvat företag enligt SPK:s bedömning hade sammanfallande eller närliggande verksamhetsområden. Det sammanlagda antalet anställda i de sålunda förvärvade företagen uppgick till 520 000, vilket motsvarar 67 % av totalantalet anställda i samtliga förvärvade storföretag under perioden.

Resterande storföretagsförvärv under perioden är i allt väsentligt hänförliga till kategorin *konglomeratförvärv*, där det således inte förelåg något produkt- eller marknadsmässigt samband mellan de berörda företagen. To-

talt återfinns i denna kategori 88 av de 364 storföretagsförvärven under perioden.

2.2 Förvärvsutvecklingen bland aktiemarknadsföretag

Förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet har i allt större utsträckning kommit att beröra aktiemarknadsföretag. Så gott som samtliga storföretagsförvärv under perioden 1970 – 1988 avsåg företag drivna i aktiebolagsform och hälften av dessa företag var också aktiemarknadsföretag i den meningen att deras aktier var inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller, undantagsvis, föremål för notering på annan kurslista. Till aktiemarknadsföretag räknas därvid även dotterföretag till aktiemarknadsföretag.

Vid periodens början, år 1970, genomfördes totalt 13 storföretagsförvärv i det svenska näringslivet. Endast tre av dessa förvärv avsåg ett aktiemarknadsföretag, medan 10 förvärv avsåg storföretag utanför aktiemarknaden. Vid periodens slut, år 1988, avsåg 33 av totalt 48 storföretagsförvärv företag på aktiemarknaden. Se diagram 2:2 nedan.



Diagram 2:2 Förvärv av storföretag i svenskt näringsliv under perioden 1970 – 1988 med fördelning på aktiemarknads- respektive icke-aktiemarknadsföretag. Procent.

Det ökade inslaget av aktiemarknadsföretag bland de förvärvade företagen är enligt utredningens mening en viktig aspekt av förvärvsutvecklingen i det svenska näringslivet. Den motiverar en närmare redovisning i kvantitativa termer, men också en diskussion om de sätt på vilka förvärven genomförs och vilka förändringar som i det avseendet ägt rum under de senaste decennierna.

2.2.1 En historisk tillbakablick

Fram till 1800-talets mitt var makten över de svenska företagen som regel så nära knuten till själva företagandet att den var svår att överföra på annat sätt än genom arv eller i vänskapliga former avtalat köp eller kompanjonskap. De flesta företag var familjeägda och endast undantagsvis var ansvaret för den löpande driften delegerat till en anställd företagsledare.

Under seklets senare del fick aktiebolagsformen sitt genombrott, vilket manifesterades i dels en ombildning av en rad redan existerande företag till aktiebolag, dels ett tilltagande bruk av aktiebolagsformen vid etableringar. Flertalet aktiebolag hade dock en förhållandevis begränsad ägarkrets och var starkt lokalt förankrade. Tillsammans med en ringa informationsspridning kring bolagens verksamhet och avsaknad av snabba kommunikationer för sådan spridning, medförde detta att förutsättningar saknades för en mer omfattande aktiehandel. De fondbörsauktioner som på olika håll i landet förekom under 1800-talets senare decennier hade ofta en regional karaktär.

Storföretagens framväxt, tillsammans med bl.a. de förbättrade kommunikationerna, skapade emellertid successivt underlag för en nationell aktiemarknad och några år in på 1900-talet var den moderna, centraliserade, svenska aktiemarknaden i full verksamhet. Redan år 1901 noterades aktier (inkl. banklotter) i 165 företag på Stockholms fondbörs – ett antal som under tiden fram till andra världskrigets utbrott successivt föll och då stabiliserades vid omkring 100 företag.

En i viss mening eftersträvad och oundviklig följd av att företagen sökte sig till fondbörsen var att deras aktier kom att byta ägare genom den anonyma marknadsmekanismen. Denna ordning gällde emellertid inte vid förvärv av hela aktiestocken i ett företag. Företagsförvärv kom till stånd efter förhandlingar mellan köparen och det förvärvade företagets huvudägare eller styrelse. Kom parterna överens framlade köparen ett offentligt erbjudande om att förvärva även övriga ägares aktier och styrelsen rekommenderade ägarna att acceptera erbjudandet. Strandade förhandlingarna framlades aldrig något erbjudande och omvärlden fick som regel inte kännedom om förvärvsförsöket.

Teoretiskt var det i företag med en spridd ägarstruktur möjligt för en potentiell förvärvare att vända sig direkt till ägarna med ett offentligt erbjudande, men så skedde inte. Förhandlingar fördes med styrelsen och strandade dessa gick förvärvet om intet.

Tillförlitlig statistik rörande förvärv av aktiemarknadsföretag för tiden före andra världskriget saknas. Det råder dock inte något tvivel om att den intensiva förvärvsaktiviteten under 1900-talets första två decennier liksom de omvälvningar i ägarstrukturen som följde under 1920- och 1930-talet omfattade även marknadsnoterade företag och att offentliga uppköpserbjudanden redan då förekom. Uppköpsaktiviteten var dock, med dagens mått mätt, blygsam. Detta gäller även de första årtiondena efter kriget; mellan år 1945 och 1960 avfördes endast 18 företag från börslistan.

Inte heller under 1960-talet skedde någon mer påtaglig uppgång i fråga om antalet förvärvade aktiemarknadsföretag trots den ökade förvärvsaktivitet som generellt präglade näringslivet framför allt under decenniets senare del. Totalt genomfördes under 1960-talet endast 29 förvärv av aktiemarknadsföretag. Det största antalet förvärv något enskilt år registreras för 1969, då sju förvärv genomfördes. Antalet kan relateras till totalt 110 börsnoterade och 29 fondhandelsnoterade företag vid ingången av samma år. Se tabell 2:7 nedan.

Tabell 2:7 Förvärv av företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A-listor eller fondhandlarlistan under perioden 1960 – 1969.

År ^a	Förvärvat företag	Förvärvare
1960	de Laval Ångturbin	Stal-Laval
1960	Svenska Diamantbergborrnings AB	Atlas Copco
1960	See Fabriks AB	Sandvik
1961	Eskilstuna Bryggeri ^b	Pripp-Bryggerierna
1961	Norrköpings Bomull ^b	Gamlestaden
1962	Förvaltnings AB Laval	ASEA
1962	Johansson CE ^b	Incentive
1962	Malmö Bryggeri ^b	Pripp-Bryggerierna
1963	Svenska Oljeslageri AB	MoDo
1963	Reymersholms Gamla Industri AB	Boliden
1963	Stal Laval Turbin AB	ASEA
1964	Yngeredsfors Kraft AB	Papyrus
1965	Boxholms AB	Iggesund
1966	Wifstavarvs AB	SCA
1966	AB Addo	Facit
1966	Wikmanshytte Bruks AB	Stora Kopparberg
1966	AB Svensk Filmindustri	Hufvudstaden
1967	AB Stockholms Bryggerier	Pripp-Bryggerierna
1967	Ström-Ljusne AB	Bergvik & Ala samt Iggesund
1967	AB Iföverken	Skånska Cement
1968	Kohlswa Jernverks AB	ASEA
1968	Forshaga AB	Continentale Lin.
1969	Nordarmatur AB	Saab
1969	AB Scania-Vabis	Saab
1969	Förvaltnings AB Sanna	Asken
1969	AB Svenska Metallverken	Gränges
1969	AB Zander & Ingeström	Alfa-Laval
1969	Abba ^b	Pripp-Bryggerierna
1969	Anchor ^b	Sustento

^a Avser tidpunkt för avregistrering från fondbörsen eller fondhandlarlistan.

^b Företagets aktier noterades på dåvarande fondhandlarlistan.

Källa: För börsnoterade företag är källan Carlsson, T., Aktiemarknaden, i SOU 1978:13. Källan upptar samtliga avregistreringar från fondbörsen under den aktuella perioden och är därför något mer omfattande än utredningens tabell. Skillnaden är i allt väsentligt hänförlig till avregistreringar p.g.a. namnbyte. För fondhandelsnoterade företag är källan statistik från Stora Huset AB.

De offentliga uppköpserbjudandena under 1960-talet drog dock till sig ett växande massmedialt intresse. Därvid tilldelades naturligen de sysselsättningsmässiga konsekvenserna av förvärven stort utrymme, men intresset riktades också mot de sätt på vilka uppköpen genomfördes. En alltmer ingående och kritisk granskning kom att ske av den information som lämnades till aktieägarna i uppköpsprospekten, principerna för prissättning av aktierna och en rad andra faktorer. Bland de fall som på detta vis uppmärksammades märks Gränges förvärv av Svenska Metallverken, Nordiska Kompaniets förvärv av Turitz och inte minst Broströmkoncernens försök att förvärva Götaverken.

Götaverken var vid slutet av 1960-talet ett av Sveriges och också ett av världens största och modernaste varv. Efter förhandlingar med vissa av Götaverkens större ägare framlade Broströmkoncernens moderbolag, Ångfartygs AB Tirfing, i december 1967 ett erbjudande om att förvärva samtliga aktier i företaget. Verksamheten vid Götaverken skulle samordnas med det av Broström ägda Eriksbergs varv.

Emellertid visade det sig att budet inte var tillräckligt förankrat i Götaverkens styrelse och ledning. Största aktieägare i Götaverken var förvaltningsföretaget Gilius, vars ägarkrets i sin tur till stor del var identisk med Götaverkens ledning. Gilius ansåg att det pris Tirfing erbjöd för aktierna var för lågt och motsatte sig affären. Efter hand anslöt sig också andra ägare till denna linje. En intensiv kamp under våren 1968 resulterade i att Tirfing slutligen drog tillbaka sitt erbjudande, varefter Götaverken kvarstod som ett fristående företag till år 1971 då det förvärvades av Salénrederierna.

I massmedias kommentarer till detta och andra förvärv efterlystes allt oftare enhetliga regler för förvärvens genomförande. Bristen på sådana regler påtalades också av representanter för näringslivet, vilket så småningom föranledde Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund att låta utarbета särskilda rekommendationer på området, se avsnitt 6.1.2 nedan.

2.2.2 Perioden 1970 – 1979

Det årliga antalet förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden förblev på en förhållandevis låg och stabil nivå även under 1970-talet. Totalt förvärvades 38 aktiemarknadsföretag under decenniet och som mest genomfördes under ett år, 1972, sex förvärv. Se tabell 2:8 nedan.

Tabell 2:8 Förvärv av företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A-listor eller fondhandlarlistan under perioden 1970 – 1979.

År ^a	Förvärvat företag	Förvärvare
1970	AB Malcus Holmquist	SKF
1970	AB Turitz & Co	NK
1970	Svalöv ^b	LRF
1971	Billman Regulator AB	Euroclimate
1971	AB Förenade Superfosfat	Supra
1971	Götaverken AB	Salénrederierna
1972	ABV-Vägförbättringar AB	Armerad Betong
1972	AB Fannyudde	Pripp-Bryggerierna
1972	Skandinaviska Banken	S-E-Banken
1972	Stockholms Enskilda Bank	S-E-Banken
1972	Smålandsbanken	Götabanken
1972	AB Tarkett	Sv. Tändsticks AB
1973	Facit AB	Electrolux
1973	Almqvist & Wiksell ^b	Esselte
1973	Barnängen ^b	Kema Nobel
1973	Tulwe ^b	Beijerinvest
1974	AB Sv. Järnvägsverkstäderna	Saab-Scania
1974	AB Svenska Amerika Linjen	Ångfartygs AB Tirfing
1974	Rederi AB Svenska Lloyd	Ångfartygs AB Tirfing
1974	Credo ^b	Svenska Bostäder
1974	Sponsor ^b	Beijerinvest
1975	Coronaverken AB	AGA
1975	Mölnlycke AB	SCA
1975	Ry AB	Papyrus
1975	Pribo AB	Beijerinvest
1975	Fogelfors ^b	Säfveån
1976	Bergvik och Ala AB	Stora Kopparberg
1976	AB Klippans Finpappersbruk	Södra Skogsägarna
1976	AB Nordiska Kompaniet	NK-Åhléns
1976	Ostasiatiska kompaniet ^b	Ångfartygs AB Tirfing
1977	Kopparfors AB	Papyrus
1977	Nitro Nobel	Kema Nobel
1977	Tibnor ^b	SSAB
1978	Husqvarna AB	Electrolux
1978	Kilsund	Industrivärden
1978	Wirsbo Bruks AB	Gränges
1979	Euroclimate ^b	Landis & Gyr
1979	Jonsered ^b	Electrolux

^a Avser tidpunkt för avregistrering från fondbörsen eller fondhandlarlistan.^b Företagets aktier noterades på dåvarande fondhandlarlistan.

Källa: Stockholms fondbörs, SNS, 1988.

Det massmediala intresset för förvärven fortsatte dock att öka, vilket medförde att det även för andra än de inblandade parterna blev uppenbart att själva möjligheten att kontrollera ett företag och dess tillgångar kan ha ett betydande värde. Via massmedia kunde allmänheten bevittna hur flera of-

fentliga uppköpserbjudanden under 1970-talet utvecklades till en öppen kamp om kontrollen mellan olika ägarintressen och ibland mellan ägare och företagsledning.

En mycket uppmärksam affär under decenniets inledning rörde företaget Billman Regulator. Billman var ett verkstadsföretag som i samband med akuta finansiella problem under våren 1970 blev föremål för en dragkamp mellan å ena sidan det schweiziska företaget Landis & Gyr och å andra sidan ett italienskt ägarkonsortium. Billmanaffären var en följetong i svenska massmedia och i takt med att det italienska konsortiet såg ut att gå segrande ur striden ökade motståndet från bl.a. företagsledningen och de anställda. Efter uppvaktningar på industridepartementet blev så småningom Statsföretag, genom förvärv av en tioprocentig andel i företaget, tungan på vågen och avgjorde kampen till den schweiziska köparens fördel.

Till de mer uppmärksammade kontrollkamperna under 1970-talets första hälft hör också Incentives försök att förvärva Coronaverken. Efter förhandlingar med vissa större ägare i Coronaverken erbjöd sig Incentive år 1974 att förvärva samtliga aktier i företaget. I likhet med vad Broström-koncernen tidigare råkat ut för i försöket att förvärva Götaverken, fick emellertid Incentive och den bakomliggande Wallenberggruppen erfara att budet saknade tillräcklig förankring. Delar av Coronaverkens styrelse motsatte sig erbjudandet och företaget kom i stället att förvärfvas av AGA.

Några år senare, 1976, framlade KemaNord ett erbjudande om att förvärva Svenska Tändsticks AB. De ursprungliga planerna torde ha varit att Tändsticksaktiebolaget skulle förvärva KemaNord, men av olika skäl ändrades ordningen så att KemaNord i stället blev den köpande parten. Erbjudandet mötte emellertid då sådant motstånd inom vissa delar av Tändsticksaktiebolagets styrelse att förvärvsförsöket gick om intet. Svenska Tändsticks AB kom därefter att kvarstå som ett fristående företag till år 1988 då det förvärvades av Stora.

I vissa avseenden kan utvecklingen under 1970-talet med en successivt alltmer öppen kamp om kontrollen över de svenska storföretagen sägas ha övergått i en ny fas då Beijerinvest i decenniets slutskede framlade ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i investmentbolaget Företagsfinans. Beijerinvests erbjudande framlades helt utan föregående förhandlingar och mötte kraftigt motstånd från Företagsfinans sida.

Kontrollen över Företagsfinans låg i händerna på ett konsortium bestående av ABV, Cardo, Gorthon Invest, Hevea och Åkermans, vilka beslutade avvisa Beijerinvests invit. Konsortiet framlade i stället ett eget erbjudande om att förvärva samtliga aktier i Företagsfinans som innehades av ägare med högst 5 000 aktier. Därigenom uteslöts från erbjudandet de aktier Beijerinvest dittills förvärvat. Genom detta agerande lyckades konsortiemedlemmarna avvärja ett ägarskifte i företaget, men ålades sedermera att erlägga vite för brott mot Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt. I massmedia kom Beijerinvests bud på Företagsfinans att betecknas som det första "fientliga" förvärvserbjudandet på den svenska aktiemarknaden.

2.2.3 Perioden 1980 – 1989

Under 1980-talet ökade antalet offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden markant. Totalt genomfördes under decenniet 137 förvärv av företag med aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller noterade på någon annan kurslista, se tabell 2:9.³ Det största antalet förvärv ägde rum år 1988 då 37 noterade företag köptes upp.

Tabell 2:9 Förvärv av företag med aktier på Stockholms fondbörs lista, fondhandlartistan, OTC- eller inofficiella listan under perioden 1980 – 1989.

År ^a	Förvärvat företag	Förvärvare
1980	Drott	Skanska
1980	Gränges	Electrolux
1980	Persöner ^b	Sonesson
1980	Weibull ^b	Cardo
1981	Beijerinvest	Volvo
1981	Skandinaviska Elverk	ASEA
1981	Forsen	Skandia
1981	Nife Jungner	Sonesson
1981	Pilen	Stockholms Badhus
1981	Svenska Rotor	Alfa-Laval
1981	Tretorn ^b	Aritmos
1982	AEG	Ahlsell
1982	Monark	Kuben
1982	Diligentia	Trygg-Hansa
1983	Beckers	Becker-Intressenter
1983	Bulten-Kanthal	Hallstahammar
1983	Holmia	Folksam
1983	Kinnevik ^d	Fagersta
1984	Billerud	Stora
1984	KemaNobel	Bofors
1984	Kilaberg	Trygg-Hansa
1984	NPL	Skrinet
1984	STC	Volvo
1984	Upsala-Ekeby	Proventus
1984	Rundviksverken ^c	Graningeverken
1984	Schatullet ^d	Hevea
1985	Bahco	Promotion
1985	Borås Invest	Munksjö
1985	Cardo	Volvo
1985	Carnegie	Saba
1985	Citadellet	Stockholms Badhus
1985	Guldfynd	Oriflame
1985	Hilleshög	Volvo
1985	Iro	Argentus
1985	Järnbron	Skåne-Gripen
1985	Kabinettet	Enström

³ I tabellen har också upptagits de vid årsskiftet 1989–1990 pågående, men ännu ej genomförda förvärven.

Forts. tabell 2:9

År ^a	Förvärvat företag	Förvärvare
1985	Kuben	Aritmos
1985	Kylma	Skrinet
1985	Nymölla	Papyrus
1985	Proventus	Herakles
1985	Scansped	Bilspedition
1985	Svea	Saba
1985	SÅA	Reinholds
1985	Säfveån	Catena
1985	Tornet	Joar Invest
1985	Uddeholm	AGA
1985	Uplandsbanken	Sundsvallsbanken
1985	Holomed ^c	Parafront
1985	Kullenbergs ^c	Fenix
1985	Nedermans ^c	Active
1985	Nils Weibull ^c	Faluhus
1985	Smålandsinvest ^c	Finnveden
1985	Topflight ^c	Strålfors
1985	Balken ^d	Pronator
1985	Marininvest ^d	Nordström & Thulin
1985	Parlamentet ^d	STIAB
1986	Ahlsell	Boliden
1986	Alcro	AC Intressenter
1986	Almedahl	Skandia
1986	Barkman	Joar Invest
1986	Faluhus	Tornet
1986	Företagsfinans	Pronator
1986	GAB	Proventus
1986	Höganäs	Kanthal
1986	Ljungdahls	Munksjö
1986	LKB	Pharmacia
1986	Papyrus	Stora
1986	Rang Invest	Konsortium
1986	Sonesson	Volvo
1986	Adamsons ^c	Bilspedition
1986	Anesco ^c	Sporrong
1986	Haki ^c	Österlen
1986	Ivars Bil ^c	Philipson Invest
1986	Nessim ^c	Home Hotel
1986	STIAB ^c	Malmros
1986	Tre Konsulter ^c	Konsortium
1986	Landeriet ^d	Barkman
1986	Leo ^d	Pharmacia
1986	Monitor ^d	Argonaut
1986	Tresor ^d	AGA
1987	Beijer	Argentus
1987	Bonnier & Bonnier	GotaGruppen
1987	Boliden	Trelleborg
1987	Edstrand	Fam. Edstrand
1987	Enator	Pronator
1987	Kebo	Beijer
1987	PLM	Industrivärden
1987	Stockholms Badhus	Skandia
1987	Rockhammar ^c	Rottneros
1987	Sjölander ^c	Jacobsson & Widmark
1987	Holding Finans ^d	Lundbergs

Forts. tabell 2:9

År ^a	Förvärvat företag	Förvärvare
1987	Parafront ^d	Fredrik Roos
1987	Perfresh ^d	Fropit
1988	ABV	Nordstjernen
1988	Asken	Nobel
1988	Besam	Bahco
1988	Bohus	Catena
1988	Broströms	ASEA
1988	Carnegie	Nobel
1988	Ellos	Nimbus Invest
1988	Fagerhult	Almedahlsgruppen
1988	Fläkt	ABB
1988	Gunnebo	Gunab-Intressenter
1988	Götabanken	GotaGruppen
1988	Hemglass	Hexagon
1988	Holmen	MoDo
1988	Iggesund	MoDo
1988	Independent	Fermenta
1988	Kanthal Höganäs	Wilh. Becker
1988	Reinholds	RG Husvård
1988	Sardus	Opus
1988	Scapa	Apax Industri AB
1988	Skandia International	Skandia
1988	Swanboard	Rottneros
1988	Swedish Match	Stora
1988	Transatlantic	Bilspedition
1988	Claes Johansson ^c	Trustor
1988	Cranab ^c	Valmet-Scantrac
1988	Data Logic ^c	Cap Gemini
1988	Enström ^c	Esselte
1988	Johnson Pump ^c	Skrinet
1988	Kontorsutveckling ^c	Esselte
1988	Pendax ^c	PX Intressenter
1988	Printcom ^c	Michael Östlund AB
1988	Radiosystem ^c	Ericsson
1988	Sporrong ^c	Prosparitas
1988	Gyllenhammar & Partner ^d	Mercurius Handel & Industri
1988	PM ^d	Jämtlands Folkbank
1988	Polar & Sävsjö ^d	Lohja
1988	Sannadal ^d	Diös Norra Bygg
1989	Duni	Marieberg
1989	Edebe	WM-Data
1989	Hötorget	BGB
1989	Nisses	AP-fonderna
1989	Anza ^c	Jordan
1989	Devehissar ^c	Schindler
1989	Sv. Datacentralen ^d	Sapia
Vid årsskiftet 1989–1990 pågående uppköp:		
1989	Beijer Industries	Kongsbo Industrier
1989	Betongindustri	BTG-Invest
1989	Dacke	Industrivärden
1989	EBS	Esselte
1989	Nordbanken	PKbanken
1989	Pharmacia	Procordia

Forts. tabell 2:9

År ^a	Förvärvat företag	Förvärvare
1989	Skaraborgsbanken	GotaGruppen
1989	Skånska Banken	Svenska Handelsbanken
1989	Wermlandsbanken	GotaGruppen
1989	Svedbergs ^c	Svedbergs Intressenter

^a Avser tidpunkt för förvärvserbjudandets framläggande.

^b Företagets aktier noterades på fondhandlarlistan.

^c Företagets aktier noterades på OTC-listan.

^d Företagets aktier noterades på inofficiella listan eller O-listan.

Källa: Stockholms fondbörs, SNS, 1988, Stockholms fondbörs årsrapport 1988 samt statistik från Stora Huset AB.

I viss utsträckning förekom det under decenniet också partiella uppköps-erbjudanden avseende endast en begränsad del av målföretagets aktiestock. Utredningen har identifierat totalt 5 genomförda partiella bud, vilka redovisas i tabell 2:10 nedan.

Tabell 2:10 Partiella förvärv genom offentliga erbjudanden på den svenska aktiemarknaden under perioden 1980 – 1989.

År	Målföretag	Köpare
1983	STC Venture	Proventus
1984	Korsnäs	Fagersta
1985	Herakles	Proventus
1987	Boliden	Trelleborg
1987	Wermlandsbanken	GotaGruppen

För att erhålla en fullständig bild av uppköpsaktiviteten på aktiemarknaden under 1980-talet bör också beaktas att ett inte obetydligt antal uppköps-erbjudanden framlades utan att sedermera resultera i förvärv. Förutom de ovan redovisade 142 genomförda förvärven (fullständiga och partiella) har utredningen sålunda identifierat 23 uppköpserbjudanden som inte resulterade i förvärv. Av dessa kan 11 erbjudanden betecknas som "fientliga" (se tabell 2:12 nedan), medan resterande 12 erbjudanden av andra skäl inte genomfördes (se Appendix A).

I tre fjärdedelar av de genomförda förvärven var köparen ett annat marknadsnoterat företag. Resterande förvärv genomfördes av i första hand onoterade svenska företag samt i några fall av företagsledningen i målföretaget (s.k. management buy outs) och av utländska företag. Ett av förvärven genomfördes av AP-fonderna.

Det totala antalet anställda i de under 1980-talet förvärvade aktiemarknadsföretagen uppgick till omkring 280 000 personer. Antalet var som lägst år 1981 då knappt 800 anställdas berördes och som högst år 1988 då förvärven omfattade aktiemarknadsföretag med närmare 120 000 anställda (exkl. samgåendet mellan ASEA och Brown Boveri Ltd). Beaktas även de vid årsskiftet 1989–1990 pågående förvärven stiger antalet anställda i de förvärvade aktiemarknadsföretagen med drygt 20 000 personer.

Det sammanlagda *marknadsvärdet av företagen* uppgick i löpande priser till 130 miljarder kronor. Förvärvsaktiviteten var i värdetermer förhållandevis låg under decenniets fyra första år, då det sammanlagda värdet av de förvärvade företagen som högst uppgick till knappt 3 miljarder kronor. År 1984 steg emellertid värdet av de förvärvade företagen kraftigt, till drygt 11

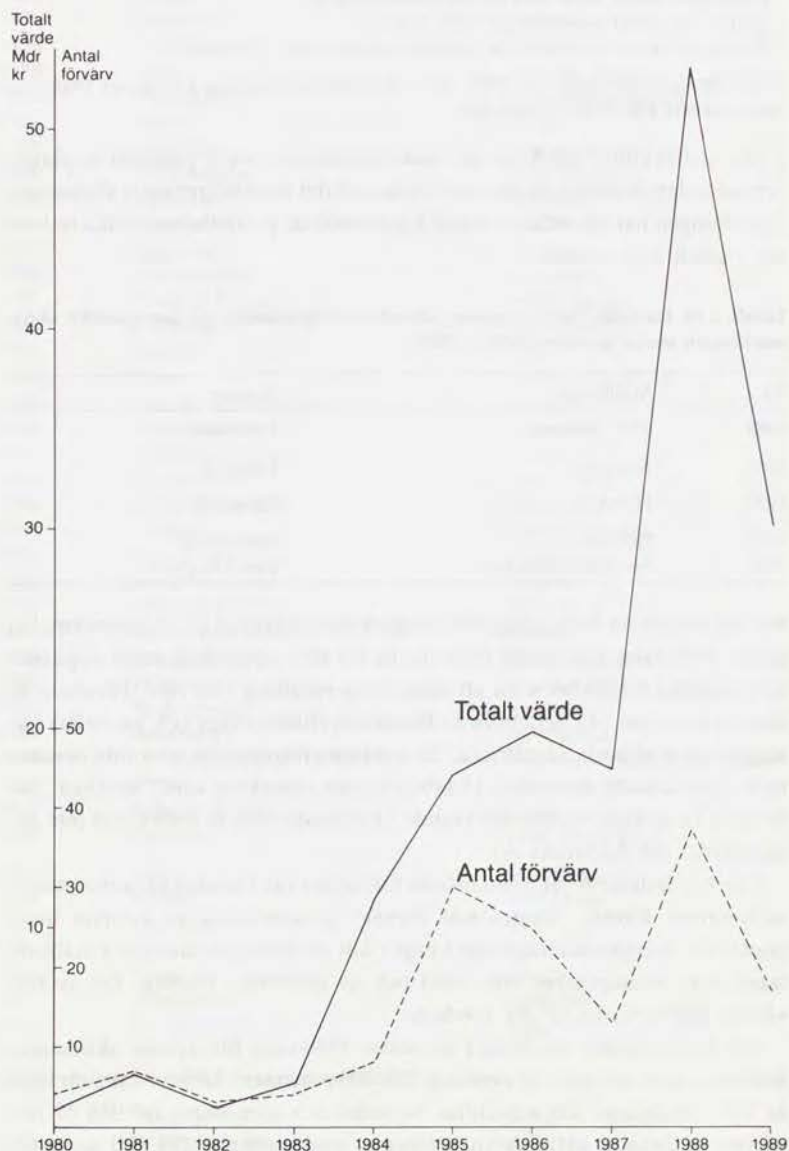


Diagram 2.3 Företagsförvärv genom offentliga uppköpserbjudanden av svenska aktiemarknadsföretag under perioden 1980–1989. Antal och sammanlagt marknadsvärde på målföretagen. Inklusiva pågående förvärv vid årsskiftet 1989–1990.

miljarder kronor, och ökningen fortsatte år 1985 då värdet uppgick till närmare 18 miljarder kronor. I stort sett samma värde uppnåddes år 1986 och 1987. Året därefter, 1988, ökade förvärvsaktiviteten dramatiskt och nådde rekordnivån 53 miljarder kronor. År 1989 kännetecknades däremot av en betydligt lägre förvärvsaktivitet med ett sammanlagt värde på de förvärvade företagen om knappt 6 miljarder kronor. Beaktas även de vid årsskiftet 1989–1990 pågående förvärven stiger emellertid värdet för år 1989 till närmare 30 miljarder kronor. Förvärvsutvecklingen i värdetermer illustreras i diagram 2:3.

Genom att relatera det årliga värdet på de förvärvade aktiemarknadsföretagen till BNP kan också konstateras att förvärven under 1980-talet, inte bara i absoluta tal, utan också i förhållande till ekonomins storlek blev av allt större betydelse. År 1980 motsvarade det sammanlagda värdet av förvärven på aktiemarknaden 0,2 % av BNP, medan andelen år 1988 var 4,8 %. Se diagram 2:4 nedan.

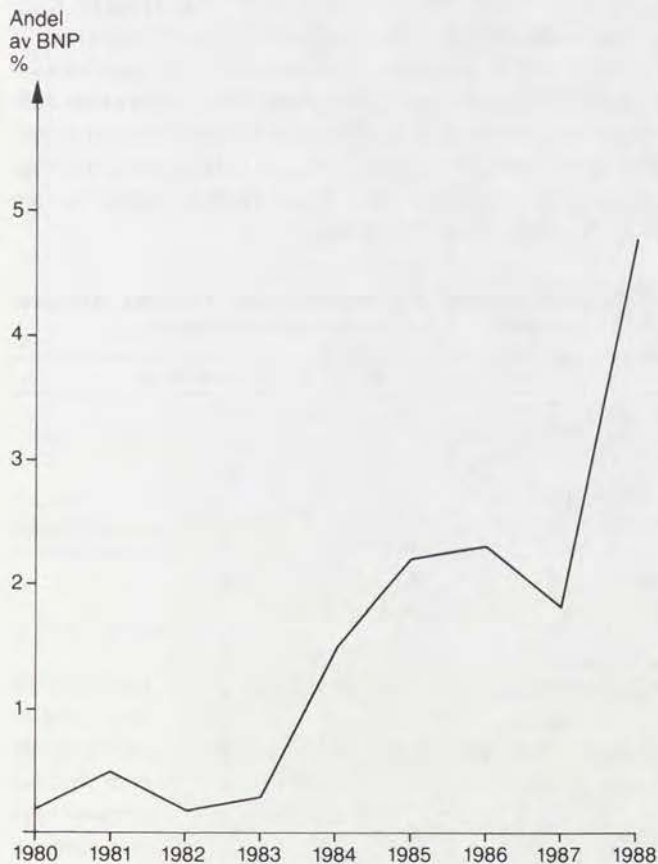


Diagram 2:4 Förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden av svenska aktiemarknadsföretag under perioden 1980 – 1988. Sammanlagt marknadsvärde på målföretagen som andel av BNP.

Betraktas förvärvsutvecklingen i värdetermer bör observeras att köparen ofta äger en betydande andel av aktierna i målföretaget redan när ett uppköpserbjudande framlägges. I vissa fall har dessa aktier tillhört köparen sedan företaget startades, i andra fall har de förvärvats vid senare tillfälle. Av de totalt 137 fullständiga förvärven på aktiemarknaden under 1980-talet genomfördes endast 72 förvärv av köpare som vid förvärvserbjudandets framläggande inte alls innehade aktier i målföretaget. I resterande 65 förvärv innehade köparen vid förvärvserbjudandets framläggande en andel motsvarande i genomsnitt 25 % av målföretagets aktiestock (viktat genomsnitt). Medan det sammanlagda marknadsvärdet på de under 1980-talet förvärvade aktiemarknadsföretagen uppgick till 130 miljarder kronor hade de aktier i dessa företag som förvärvades genom, eller i omedelbar anslutning till, det offentliga uppköpserbjudandet sålunda ett marknadsvärde på omkring 100 miljarder kronor.

Utredningen har för förvärven av aktiemarknadsföretag under 1980-talet också kartlagt vilken *vederlagsform* som erbjöds målföretagets ägare. Kartläggningen ger vid handen att vederlaget vid drygt hälften av förvärven, 71 av 137 förvärv, var uteslutande kontanter. I resterande förvärv utgjordes vederlaget som regel av en kombination av dels aktier, konvertibler eller andra värdepapper, dels kontanter. Endast i 11 av de 137 förvärven var vederlaget enbart aktier och i 3 fall enbart konvertibler. I 12 fall erbjöds målföretagets ägare alternativa vederlagsformer, varav en form alltid var ren kontantbetalning. Se vidare tabell 2:11 nedan.

Tabell 2:11 Förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden av svenska aktiemarknadsföretag under perioden 1980 – 1989. Fördelning på vederlagsform.

Vederlagsform	Antal förvärv
Kontant	71
Aktier	11
Aktier+Kontanter	20
Aktier+Kontanter+Förlagsbevis	2
Aktier+Förlagsbevis	1
Aktier+Förlagsbevis+Optionsrättsbevis	2
Aktier+Teckningsrättsbevis	1
Aktier+Konvertibler	1
Konvertibler	3
Konvertibler+Kontanter	2
Konvertibler+Förlagsbevis	1
Konvertibla förlagsbevis (KVB)	1
Konvertibla förlagsbevis+Kontanter	2
Kombinationer av annat slag	7
Alternativa möjligheter	12
Samtliga	137

Vid en samlad betraktelse av vederlagsformen och värdet på de förvärvade företagen framgår att marknadsvärdet på de företag vid vilka vederlaget ut-

gjordes av enbart kontanter uppgick till närmare 49 miljarder kronor, motsvarande 38 % av marknadsvärdet på samtliga förvärvade företag. Emedan de rena kontantförvärven antalsmässigt, som ovan påpekats, utgjorde mer än 50 % av samtliga förvärv kan således konstateras att kontantförvärven avsåg företag med ett genomsnittligt sett väsentligt lägre marknadsvärde än de förvärv vid vilka vederlaget utgjordes av värdepapper eller värdepapper och kontanter, knappt 700 miljoner kronor jämfört med drygt 1 200 miljoner kronor.

Betraktas förändringarna över tiden kan dock konstateras att de rena kontantförvärven under 1980-talets senare år kom att representera en allt större andel av det sammanlagda värdet på de årligen förvärvade företagen. Se diagram 2:5 nedan.

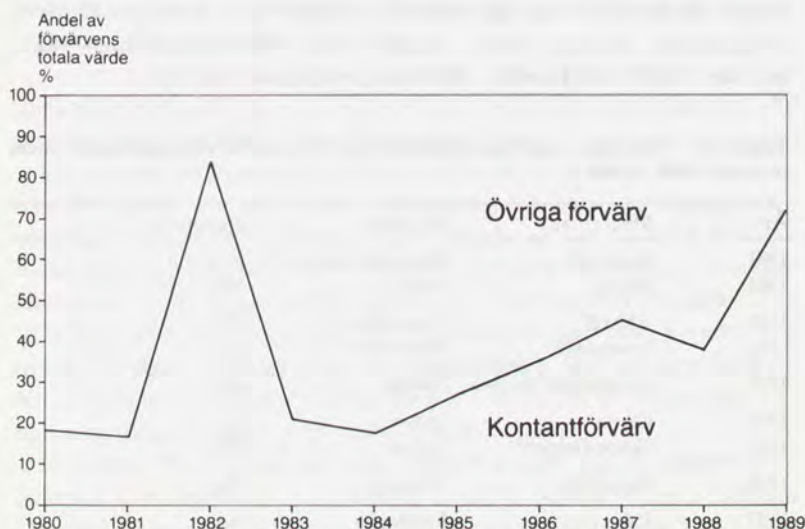


Diagram 2:5 Förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden av svenska aktiemarknadsföretag under perioden 1980 – 1988. Sammanlagt marknadsvärde på målföretagen fördelat efter vederlagsform. Procent.

2.2.4 "Fientliga" uppköpserbjudanden

Beijerinvests bud på Företagsfinans år 1979 brukar, som ovan påpekats, betecknas som det första "fientliga" uppköpserbjudandet på den svenska aktiemarknaden. Termen fientlig saknar i sammanhanget en preciserad innebörd, men används som regel för att karakterisera en situation där ett uppköpserbjudande inte accepteras av målföretagets styrelse och denna rekommenderar aktieägarna att avvisa erbjudandet. Budet kan ha framlagts utan föregående förhandlingar mellan den potentielle förvärvaren och styrelsen, men också efter strandade förhandlingar där förvärvaren beslutat gå vidare direkt till ägarna.

Gränsen mellan "fientliga" och "icke-fientliga" uppköpserbjudanden är emellertid diffus och ett erbjudande som ursprungligen betecknas som fientligt övergår inte sällan till ett icke-fientligt sådant om det erbjudna vederlaget höjs.

Med den angivna definitionen kan knappt en tiondel av det totala antalet, fullständiga eller partiella, uppköpserbjudanden som framlades på aktiemarknaden under 1980-talet klassificeras som "fientliga", se tabell 2:12 nedan. I anslutning till dessa erbjudanden uttalade målföretagets styrelse eller någon av dess huvudägare offentligt sin avsikt att inte acceptera erbjudandet och rekommenderade i vissa fall övriga ägare att inta samma ståndpunkt. I några fall vidtogs också mer aktiva åtgärder för att förhindra förvärvet, se avsnitt 2.2.5 nedan. Som framgår av tabellen var motståndet mot förvärvet vid 11 av de totalt 15 "fientliga" erbjudandena effektivt i den meningen att förvärven inte genomfördes. Endast fyra "fientliga" förvärvserbjudanden, nämligen Volvo – Cardo, Gota – Wermlandsbanken, Nordstjernen – ABV och Esselte – Enström, resulterade i förvärv.

Tabell 2:12 "Fientliga" uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden under perioden 1980 – 1989.

År	Målföretag	Budgivare	Genomfört
1981	Iggesund	Stora och Billerud	Nej
1981	MEA	Fabege	Nej
1982	Ahlsell ^a	Polar Music	Nej
1982	Ljungdahl ^a	Fannyudde	Nej
1983	Stockholms Badhus	Fabege	Nej
1985	Cardo	Volvo	Ja
1985	Skåne-Gripen ^a	Active	Nej
1986	Hasselfors	Munksjö	Nej
1987	JM	Folksam	Nej
1987	Skrinet ^a	Wermia	Nej
1987	Wermlandsbanken ^a	Gota	Ja
1988	ABV	Nordstjernen	Ja
1988	Enström	Esselte	Ja
1989	Hexagon	Hans Thulin HB/ Axel Johnson AB ^b	Nej Nej

^a Partiellt erbjudande.

^b Konkurrerande budgivare.

2.2.5 Försvarsåtgärder mot "fientliga" uppköpserbjudanden

Med en växande storlek på företagen utvecklades i det svenska näringslivet redan under seklets början olika metoder för att med en begränsad insats av ägarkapital kontrollera beslutsfattandet i företagen. I många storföretag kom ägarstrukturen härigenom att karakteriseras av s.k. ask-i-ask-ägande liksom av förekomsten av aktieslag med olika röstvärden. En likartad funk-

tion fyllde flera av de familjekontrollerade stiftelser som framför allt under efterkrigstiden etablerade sig som stora ägare i näringslivet.

Dessa metoder för att uppnå och befästa kontroll över ett företag är alltså mycket vanliga och fungerar för den kontrollerande ägaren som en garanti mot att en potentiell förvärvare genom ett uppköpserbjudande till övriga ägare berövar honom kontrollen över företaget. Den kontrollerande ägaren kan på dessa sätt sägas tvinga fram en förhandling om priset på kontrollen över företaget.

Den under det senaste decenniet markant ökade förekomsten av offentliga uppköpserbjudanden och det nya inslaget av "fientlighet" i en del av dessa erbjudanden har emellertid föranlett många företag att vidtaga åtgärder mer explicit inriktade på att försvåra eller förhindra ett oönskat ägarskifte i företaget. En del av dessa försvarsåtgärder tillkommer efter beslut av företagets ägare, medan andra vidtas efter beslut av företagets styrelse eller endast dess verkställande ledning.

Beroende på huruvida försvarsåtgärderna vidtas för att möta ett framtida uppköpserbjudande eller ett erbjudande som redan framlagts talar man ofta om preventiva respektive akuta försvarsåtgärder.

Ett exempel på *preventiva försvarsåtgärder* är det ömsesidiga och cirkulära aktieäggande som i dag omger ett inte obetydligt antal storföretag på den svenska aktiemarknaden. Enstaka fall av ömsesidigt äggande förekom redan under 1950- och 1960-talet, men det mer utbredda bruket av dessa ägarkonstruktioner under de senaste decennierna kan dateras till 1970-talets första hälft då omfattande ömsesidiga och cirkulära ägarsamband byggdes upp runt bl.a. några av landets större byggnadsföretag. Som exempel på detta har utredningen i tidigare sammanhang redovisat och diskuterat den s.k. hajburen kring företaget ABV (DsI 1986:6).

Ett annat fall av ömsesidigt och cirkulärt äggande har sin upprinnelse i Skånska Cementgjuteriets ageranden år 1974. Största ägare i Skånska Cementgjuteriet var vid 1960-talets slut byggmaterialföretaget Euroc med ett aktieinnehav motsvarande omkring 40 % av röstetalet. Euroc hade i sin tur en mycket spridd ägarstruktur där den största ägarens innehav uppgick till endast ett par procent av aktiestocken. Skånska Cementgjuteriets ledning befarade att den instabila ägarstrukturen i Euroc skulle kunna leda till att oönskade ägare tog kontroll över Euroc och därmed också över Skånska Cementgjuteriet. I syfte att förhindra en sådan utveckling bildades därför år 1974 tre förvaltningsföretag – Opus, Protorp och Laverna – som övertog stora aktieposter i Euroc och Cementgjuteriet, samtidigt som de senare företagen blev kontrollerande ägare i förvaltningsföretagen. Även landets största VVS-grossist, Ahlsell, knöts till konstellationen, som till följd av det ömsesidiga ägandet i praktiken blev självkontrollerande.

Skånska Cementgjuteriet, som sedermera bytt namn till Skanska och är landets största byggnadsföretag, tillhör i dag den grupp företag på den svenska aktiemarknaden vilkas ägarstruktur domineras av ömsesidiga och cirkulära ägarsamband. Företagsledningen i Skanska har också vid flera till-

fällen klargjort att syftet med dessa ägarsamband är att förhindra oönskade ägarskiften i företaget.

I utredningens huvudbetänkande konstaterades att en viss nedgång under de allra senaste åren ägt rum i fråga om antalet aktiemarknadsföretag som är involverade i ömsesidigt eller cirkulärt ägande, men att dessa ägarkonstruktioner alltjämt är förhållandevis vanliga. Utredningen påpekade också att några av de företag som i större utsträckning än andra använde sig av ömsesidigt eller cirkulärt aktieägande år 1985, i minst samma utsträckning gjorde detta år 1988. Bland dessa fanns flera av landets allra största företag.

Akuta försvarsåtgärder mot oönskade uppköpsförsök har hittills varit mindre vanliga i det svenska näringslivet. I flertalet av de "fientliga" uppköpererbjudanden som redovisats i tabell 2:12 ovan har det för en utomstående betraktare iakttagbara agerandet från målföretagets sida inskränkt sig till att styrelsen eller någon av huvudägarna rekommenderat övriga ägare att inte acceptera det framlagda erbjudandet.

I några fall har emellertid målföretaget mer aktivt agerat för att avvärja förvärvserbjudandet. Det första fallet rör företaget Active försök att förvärva Skåne-Gripen år 1985. Active förvärvade våren 1985 en minoritetsandel på omkring 25 % i Skåne-Gripen och framlade därefter ett erbjudande om att förvärva ytterligare 25 % av bolagets aktier. Active skulle därigenom uppnå röstmajoritet i bolaget. Skåne-Gripens styrelse ställde sig emellertid negativ till erbjudandet.

Skåne-Gripens aktiestock bestod av röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier som samnoterades på börslistan. Active erbjöd samma pris för båda aktieslagen. Som en första åtgärd för att avvärja förvärvsförsöket begärde Skåne-Gripen hos Stockholms fondbörs att aktieslagen omedelbart skulle särnoteras. Begäran bifölls och kursen på A-aktierna steg direkt till en något högre nivå än kursen på B-aktierna.

Därefter beslutade Skåne-Gripens styrelse att kalla till extra bolagsstämma för att besluta om dels en riktad emission av aktier, dels en tidigareläggning av konvertering på tidigare utgivna konvertibla skuldebrev. Syftet var att späda ut Active innehav och därigenom ytterligare höja kostnaden för ett övertagande. Sedermera drog Active också tillbaka sitt bud och avyttrade sitt tidigare innehav.

För att skydda sig mot framtida förvärvsförsök fattade Skåne-Gripens styrelse därefter beslut om att ingå ett betydande ömsesidigt aktieägande med företagen Barkman och Cabanco. Dessa ägarsamband kom emellertid, av i föreliggande sammanhang ovidkommande skäl, aldrig att etableras.

Till kategorin akuta försvarsåtgärder kan också hänföras företaget Enströms agerande i förhållande till förvärvaren Esselte. Det familjekontrollerade kontorsvaruföretaget Enström framlade år 1985 ett erbjudande om att förvärva företaget Kabinettet. Det på marknaden dominerande kontorsvaruföretaget Esselte förvärvade då en blockerande aktiepost i Kabinettet och framtvingade förhandlingar med Enström. Förhandlingarna resulterade i att Enström förvärvade Esseltes post i Kabinettet, men att Esselte också

blev stora ägare i Enström. Esselte förband sig dock att inte öka sin andel i Enström till mer än 25 % av aktiekapitalet och 14 % av röstetalet.

Tre år senare, 1988, framlade Enström ett erbjudande om att förvärva samtliga aktier i företaget Carl Lamm. Esselte köpte även denna gång en blockerande post i målföretaget, men någon förhandlingsuppgörelse kom nu inte till stånd. För att undanröja Esseltes blockering lät Enström som största ägare i Carl Lamm i stället besluta om en riktad aktieemission från Carl Lamm till Enström, varigenom Esseltes innehav späddes ut och det blev möjligt för Enström att tvångsinlösa resterande aktier i Carl Lamm.

Esseltes intresse för Enström kvarstod emellertid och under år 1988 förvärvade Esseltes huvudägare, Mobilia, aktier motsvarande drygt 16 % av aktiekapitalet och 9 % av röstetalet i Enström. Esselte erhöll i sin tur option på att förvärva denna post till inköpspris. Hösten 1988 fullföljde Esselte sina ambitioner och framlade ett offentligt erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Enström. Familjen sålde då sitt innehav och Enström inordnades i Esseltekoncernen. Esseltes förvärv av Enström blev från konkurrensrättsliga utgångspunkter föremål för NO:s intresse, vilket närmare kommenteras i avsnitt 6.2 nedan.

3 Företagsförvärv i svenskt näringsliv – fallstudier

I föregående kapitel har förvärvsutvecklingen i svenskt näringsliv beskrivits på en övergripande nivå. Beskrivningen har avsett utvecklingen bland dels samtliga företag i näringslivet, dels enbart aktiemarknadsföretag. Förändringar har kunnat konstateras med avseende på de berörda företagens karaktéristika, men också i fråga om det sätt på vilket förvärven genomförs.

Utredningens uppdrag har emellertid inte varit begränsat till att skildra utvecklingen på övergripande nivå. Uppdraget har också innefattat ett utarbetande av fallstudier av ett antal större förvärv under 1980-talet.

På utredningens uppdrag har statens pris- och konkurrensverk mot denna bakgrund genomfört fallstudier av tolv företagsförvärv i det svenska näringslivet genomförda under perioden 1980 – 1988. I föreliggande kapitel ges en kortfattad beskrivning av händelseförloppet i vart och ett av dessa förvärv. Beskrivningen följer i grunden en för samtliga fall gemensam mall, men utredningen har valt att i varje enskilt fall framhålla de aspekter av händelseförloppet som bedömts särskilt intressanta.

Fallstudiernas resultat med avseende på motiv, genomförande och effekter av förvärven, diskuteras därefter i samlad form i kapitel 4.

3.1 Electrolux förvärv av Gränges år 1980

Det första av de förvärv utredningen låtit studera är Electrolux köp av Gränges år 1980. *Electrolux* startade sin verksamhet under 1910-talet med tillverkning och försäljning av dammsugare. Därefter vidgades verksamhetsområdet successivt till att omfatta en rad andra hushållsmaskiner. Genom intern expansion och förvärv av konkurrentföretag blev Electrolux med tiden helt dominerande på den svenska marknaden och är i dag också ett av världens största s.k. vitvaruföretag.

Electroluxkoncernens verksamhet har efterhand också kommit att innefatta helt andra verksamhetsområden, bland vilka särskilt brukar nämnas industri-, motor- och kontorsprodukter samt serviceverksamhet. Vid tidpunkten för förvärvet av Gränges omsatte koncernen 17 miljarder kronor och hade drygt 80 000 anställda.

Ägarstrukturen i Electrolux karakteriseras sedan länge av en tydligt identifierbar kontrollägare, nämligen släkten Wallenberg. Tillsammans inne-

hade det Wallenbergkontrollerade företaget ASEA och de Wallenberg närstående investmentföretagen Investor och Providentia år 1980 drygt 70 % av röstetalet i Electrolux.

Det förvärvade företaget, *Gränges*, bildades under 1890-talet genom sammanslagning av en rad mellansvenska gruv- och järnvägsföretag. År 1903 förvärvade Gränges gruvföretaget LKAB och växte successivt under seklets första hälft till en av landets största malmproducenter med eget rederi för transport av malm till kunder i utlandet. Parallellt med Gränges trädde svenska staten år 1907 in som hälftenägare i LKAB med rätt att senare inlösa Gränges aktier. Denna rätt utnyttjades emellertid först femtio år senare och fram till dess sköttes LKAB självständigt av Gränges.

Efter statens inlösen av LKAB-aktierna år 1957 uppvisade Gränges en mycket god likviditet och genomförde en rad omfattande investeringar. Ett nytt stålverk uppfördes i Oxelösund och flera företag inom framför allt metallvaru- och gjuterisektorn förvärvades. Vidare satsades stora belopp i det s.k. Lamco-projektet för utvinning av järnmalm i Liberia. Vid mitten av 1970-talet sysselsattes inom Grängeskoncernen (exkl. Lamco) närmare 24 000 personer, vilkas fördelning på olika affärsområden framgår av tabell 3:1 nedan.

Tabell 3:1 Antal anställda i Gränges år 1975 fördelade på affärsområden.

Affärsområde	Antal anställda
Gränges Oxelösunds Järnverk	3 468
Gränges Hedlund	1 359
Gränges Engineering	1 684
Gränges Graver	
Gränges Offshore	
Gränges International Mining	
Gränges Kraft	
Gränges Nyby	2 194
Gränges Gruvor	1 341
Gränges TGOJ	1 097
Gränges Weda	2 390
Gränges Aluminium	3 377
Gränges Metallverken	3 087
Gränges Shipping	1 285
Scanglas	888
Platzer Bygg	1 630
Totalt	23 800

Källa: SPK

Den svenska stålindustrin uppvisade fram till år 1974 en förhållandevis stabil och kraftig tillväxt. Därefter blev emellertid situationen snabbt sämre. En global överproduktion försämrade exportförutsättningarna och inom landet mötte varvsindustrin stora problem. Utvecklingen slog hårt mot Gränges och ledde, i kombination med ökade produktionskostnader, till att lönsamheten i företaget drastiskt sjönk. Gränges hamnade i en svår ekono-

misk kris och redovisade under flera år stora förluster. Kursen på Grängesaktien föll från 150 kronor år 1974 till som lägst 37 kronor år 1977, då Gränges redovisade en förlust på närmare 750 miljoner kronor.

I motsats till Electrolux hade Gränges en mycket spridd ägarstruktur. Företaget saknade sedan starten dominerande ägare och Grängesaktien betraktades som något av en "folkaktie". Det fanns dock i Gränges styrelse en påtaglig anknytning till Skandinaviska banken och sedermera S-E-Banken liksom till banken närstående intressen.

I ett försök att komma till rätta med Gränges problem tillsattes år 1977 en ny styrelseordförande och verkställande direktör. Som styrelseordförande engagerades ordföranden i Electrolux styrelse, Hans Werthén. En omfattande omstrukturering av Gränges verksamhet tog därmed sin början. Handelsstålverksamheten vid Oxelösunds Järnverk liksom gruvorna i Grängesberg och Stråssa samt järnvägsrörelsen avyttrades till SSAB Svenskt Stål AB. Vidare upphörde offshore- och engineeringverksamheten och fartygsflottan såldes. Antalet anställda minskade till omkring 17 000 år 1980.

När Electrolux i januari 1980 beslutade att framlägga ett offentligt erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Gränges hade Electrolux således, genom Hans Werthéns ordförandeskap, redan tre års erfarenhet av Gränges problem och möjligheter. Ägarna i Gränges erbjöds att i utbyte mot sina aktier erhålla nyemitterade konvertibla förlagsbevis i Electrolux till ett sammanlagt belopp om knappt 700 miljoner kronor, vilket således var det pris Electrolux betalade för Gränges.

Beslutet att framlägga erbjudandet om förvärv av Gränges fattades av Electrolux styrelse den 21 januari 1980. Beslutet föregicks inte av MBL-förhandlingar och de anställdas representanter i Electrolux styrelse informerades strax före styrelsesammanträdet om förvärvsplanerna. Samma dag informerades också de anställda i Gränges om Electrolux bud. Gränges styrelse sammanträdde en vecka efter budets offentliggörande, den 28 januari, och beslutade då att rekommendera aktieägarna att godtaga erbjudandet. I beslutet deltog de anställdas representanter i Grängesstyrelsen. Den 15 februari hölls bolagsstämma i Electrolux för att fatta beslut om konvertibelemissionen och i slutet av mars distribuerades uppköpsprospektet till aktiemarknaden. Efter flera förlängningar av acceptfristen var affären i praktiken genomförd i slutet av augusti 1980.

De produktmässiga sambanden mellan Electrolux och Gränges verksamhet var mycket svaga och det offentligt redovisade motivet till förvärvet var i korthet att Electrolux sökte integration bakåt mot halvfabrikatledet. Det framhölls också att Electrolux behövde sprida sina affärsrisker genom en diversifiering av verksamheten.

Electrolux beslut att förvärva Gränges bör emellertid, i ett något vidare perspektiv, ses mot bakgrund av den allmänna förvärvsaktivitet som under lång tid präglat företaget. Från slutet av 1960-talet har Electrolux verksamhet i större utsträckning än vad som varit fallet i de flesta andra företag utmärkts av förvärv och omstruktureringar av företag verksamma inom sam-

ma eller närliggande områden. Förvärven skedde inledningsvis inom Norden, men senare också inom övriga Europa och Förenta staterna. Sammanlagt har Electroluxkoncernen sedan år 1967 genomfört ett par hundra företagsförvärv.

Strategin bakom dessa uppköp kan, åtminstone i efterhand, beskrivas som att Electrolux genom förvärven sökt uppnå en dominerande position på världsmarknaden inom sina huvudområden. Det kan också konstateras att flera av de företag som förvärvats har haft lönsamhetsproblem och inte sällan kunnat köpas till priser under nettovärde. Efter utförsäljning av rörelsefrämmande verksamhetsdelar och fasta tillgångar i form av fastigheter, skog, vattenkraft eller liknande har företagen i praktiken ofta erhållits till mycket låga kostnader. I vissa fall har de därefter också avyttrats med god förtjänst.

Till motiven bakom Grängesförvärvet skall också läggas det faktum att Gränges vid förvärvstillfället hade outnyttjade förlustavdrag på 800–900 miljoner kronor, vilka senare kunnat användas för att reducera Electroluxkoncernens skattebetalningar.

Gränges verksamhet var, som påpekats, i allt väsentligt av helt annat slag än den verksamhet som bedrevs i Electrolux. I det avseendet skilde sig Grängesförvärvet från flertalet förvärv som Electrolux dessförinnan genomfört, men det var inte unikt. I flera avseenden hade Grängesförvärvet sin föregångare i köpet av Facit år 1973. Facit var under 1960-talet en mycket framgångsrik tillverkare av kontorsutrustning, men klarade inte övergången till elektronik och hade under 1970-talets början svåra ekonomiska problem. Electrolux köpte Facit och genomförde under den efterföljande tioårsperioden en omfattande rekonstruktion av företaget. Vissa delar av verksamheten liksom en rad fastigheter avyttrades. Electrolux kunde också tillgodogöra sig Facits förluster för att minska sin egen skattebelastning. Tio år senare, 1984, såldes Facit till Ericsson.

På samma sätt har Electrolux efter övertagandet av Gränges fortsatt omstruktureringen av dess verksamhet. Året efter övertagandet, 1981, såldes Gränges Kraft och två år senare, 1983, såldes dotterbolaget Platzer Bygg. Därefter avyttrades år 1986 Gränges Metallverken och Wirsbo Bruk liksom Gränges tjugofemprocentiga andel i SSAB Svenskt Stål AB.

Av den ursprungliga verksamheten i Gränges återstår i dag inom Electroluxkoncernen i huvudsak Gränges Aluminium samt bilbältesföretaget Autoliv. Gränges Aluminium har expanderat kraftigt och utgör den dominerade verksamheten inom affärsområdet industriprodukter, och har numera övertagit namnet Gränges. Autoliv har utvecklats till Europas ledande tillverkare av bilbälten och utgör den näst största verksamheten inom affärsområdet. Totalt svarar de tidigare Grängesföretagen idag för drygt en tiondel av Electroluxkoncernens omsättning.

3.2 Aritmos förvärv av Tretorn år 1981

Det andra förvärv utredningen låtit studera är Aritmos köp av Tretorn år 1981. *Aritmos*, vars ursprung står att finna i företaget Pellerins Margarin-fabrik, genomförde under 1960- och 1970-talet flera förvärv av företag inom livsmedelssektorn och byggde också upp en betydande börsaktieportfölj. Vid slutet av 1970-talet uppgick Aritmoskoncernens omsättning till drygt 300 miljoner kronor och antalet anställda till drygt 600 personer.

Ägarstrukturen i Aritmos domineras sedan mitten av 1970-talet av lantbruks- och konsumentkooperationerna, vilka vid tidpunkten för förvärvet av Tretorn tillsammans innehade närmare 40 % av aktiestocken i företaget.

Det förvärvade företaget, *Tretorn*, var under lång tid tillsammans med Trelleborg AB dominerande tillverkare inom den svenska gummivaru-industrin. Tretorn och Trelleborg hade en gemensam majoritetsägare, Henry Dunker, och utgjorde vad som i bland betecknas som en "sidoordnad" koncern. Verksamhetsområdena var uppdelade så att Tretorns produktion koncentrerades till gummiskor och tennisbollar, medan Trelleborg hade ett i övrigt närmast fullständigt gummitekniskt tillverkningsprogram.

Vid Henry Dunkers bortgång år 1962 bildades två donationsfonder och en stiftelse för att förvalta de efterlämnade tillgångarna. Dunkerstiftelsen och donationsfonderna blev därvid också största aktieägare i såväl Tretorn som Trelleborg.

Tretorns omsättning uppgick under 1970-talets senare del till omkring 300 miljoner kronor årligen, varav merparten härrörde från tillverkning av gummistövlar, sportskor och tennisbollar. Företaget var starkt exportberoende och två tredjedelar av försäljningsintäkterna emanerade från försäljning utomlands. Totalt hade koncernen vid denna tid omkring 1 200 anställda.

Produktionen av gummistövlar och sportskor utsattes emellertid för en allt hårdare konkurrens från lågprisländer som Sydkorea, Taiwan och Malaysia. Tillsammans med ökade produktionskostnader i Sverige medförde detta att Tretorn under decenniets senare del brottades med svåra ekonomiska problem och tvingades vidtaga en rad förändringar i verksamheten. Bland dessa märks främst en försäljning av varumärket Tretorn till ett amerikanskt företag år 1976, en försäljning av huvuddelen av fastighetsinnehavet till försäkringsföretaget SPP år 1978 och en neddragning av produktsortimentet år 1979. Slutligen genomfördes år 1980 en drastisk nedskärning och utförsäljning av stövelproduktionen, varvid 500 av totalt drygt 600 anställda i Helsingborg sades upp. Företaget hade därefter endast omkring 400 anställda, varav hälften i Sverige och hälften utomlands.

De vidtagna åtgärderna gav Tretorn tillfälliga resultatförbättringar, men produktionen fortsatte att vara förlustbringande. Dunkerstiftelserna beslutade mot denna bakgrund att avyttra företaget och under våren 1980 förvärvades aktiemajoriteten i Tretorn av Roger Akelius. Denne hade under 1970-talet byggt upp en betydande finansbolagsverksamhet i Roger Akelius AB som huvudsakligen sysslade med utlåning mot säkerhet i premie-

obligationer. Verksamheten omsatte år 1980 omkring 500 miljoner kronor. Akelius saknade emellertid avskrivningsunderlag i rörelsen och såg i Tretorns ackumulerade förluster en möjlighet att reducera bolagets skattebetalningar. Till följd av nya regler rörande finansbolag skulle Akelius dessutom före utgången av år 1982 bli tvungen att kraftigt öka det egna kapitalet i bolaget, vilket förutsågs kunna ske genom en sammanslagning med Tretorn.

För aktierna i Tretorn erlade Akelius 9 miljoner kronor. Samtidigt köpte Tretorn Roger Akelius AB för 21 miljoner kronor.

Ett drygt halvår efter förvärvet förändrades emellertid förutsättningarna kraftigt för verksamheten i Roger Akelius AB. I regeringens s.k. sparplan aviserades sommaren 1980 att skattereglerna skulle ändras så att realisationsvinster från aktieförsäljningar inte längre skulle få kvittas mot premieobligationsförluster. På marknaden ledde detta mycket snabbt till sänkta kurser på premieobligationer och därmed försämrade säkerheter på de lån Roger Akelius AB dittills lämnat.

Senare under året stoppade bankinspektionen också möjligheten till fullbelåning av premieobligationer, vilket ytterligare minskade intresset för denna typ av placeringar och därmed också för Akelius verksamhet.

Finansbolaget drabbades av akuta ekonomiska problem och Tretornkoncernen stod på randen till konkurs. Dessutom kom Roger Akelius själv vid samma tidpunkt att bli indragen i en polisutredning där han misstänktes för ockerpantning och medhjälp till ocker. Akelius tvingades lämna Tretorns styrelse och under ledning av S-E-Banken, som var en av Tretorns större fordringsägare, inleddes förhandlingar om bolagets framtid.

Det Helsingborgsbaserade investmentbolaget Aritmos erbjöds att förvärva Tretorn och accepterade detta efter det att premieobligationsrörelsen avyttrats till företagen Cardo och Ratos. Aritmos övertog Akelius aktier i Tretorn, motsvarande omkring 80 % av aktiestocken, för det symboliska priset 1 krona, medan övriga aktieägare erbjöds att överlåta sina aktier till Aritmos för 50 kronor per aktie.

Det reella beslutet om förvärvet av Tretorn fattades den 11 februari 1981 vid ett sammanträde där förutom Aritmos, Roger Akelius och S-E-Banken, även företrädare för Tretorn och Tretorns fackliga organisationer deltog. De fackliga organisationerna i Tretorn informerades ett par dagar före sammanträdet om att ett förvärvserbjudande var förestående, men fick först i anslutning till sammanträdet reda på vem köparen var. Efter godkännande av beslutet från Aritmos styrelses sida den 14 februari tillställdes Tretorns aktieägare i brev det framlagda erbjudandet under slutet av månaden och ett år senare, i februari 1982, hade Aritmos uppnått en sådan andel av aktiestocken i Tretorn att tvångsinlösen kunde begäras. Förvärvet var därmed i praktiken genomfört.

Totalt erlade Aritmos 8 miljoner kronor för Tretorn, men tvingades också göra aktieägartillskott på 16 miljoner kronor och övertaga borgens- och ansvarsförbindelser som uppgick till sammanlagt närmare 60 miljoner kronor.

I Aritmos motivering till förvärvet framhölls lönsamheten och utveck-

lingsmöjligheterna i Tretorns tillverkning av tennisbollar samt möjligheten att utnyttja Tretorns danska och tyska handelsbolag för fortsatt handelsaktivitet. Aritmos klargjorde emellertid också att en förutsättning för förvärvet var möjligheten att utnyttja Tretorns förlustavdrag på omkring 120 miljoner kronor. Aritmoskoncernen erhöll årligen betydande belopp i form av royaltys från Margarinbolaget och såg i Tretorns förluster en möjlighet att reducera skatten på dessa inkomster.

Efter förvärvet inledde Aritmos en snabb avveckling av förlustkällorna i Tretorn med påföljd att resultatet inom återstående rörelsegrenar förbättrades. År 1982 redovisades ett överskott på ett par miljoner kronor och därefter har resultatet successivt ökat.

Av den ursprungliga verksamheten inom Tretorn återfinns i dag inom Aritmoskoncernen i allt väsentligt endast tillverkningen av tennisbollar. Förvärvet av Tretorn innebar emellertid för Aritmos del en avstamp för en fortsatt satsning inom andra delar av området sport och fritid. År 1983 förvärvades aktiemajoriteten i investmentbolaget Kuben, som i sin tur ägde bl.a. Monark med en omfattande cykeltillverkning och Stiga med tillverkning av gräsklippare. Tre år senare, 1986, förvärvades den amerikanska sportkotillverkaren Etonic och år 1988 köptes företaget ABU som är en av världens största tillverkare av sportfiskeutrustning. I december 1989 pågår också förhandlingar om förvärv av dels den norska cykeltillverkaren DBS, dels en betydande ägarandel i det västtyska sportföretaget Puma.

Aritmos är i dag Sveriges största företag inom fritidsvaruområdet och denna del av verksamheten har också helt kommit att dominera Aritmoskoncernen.

3.3 Volvos förvärv av Beijerinvest år 1981

Det tredje förvärv utredningen låtit studera är Volvos köp av Beijerinvest år 1981. Förvärvet var den kapitalmässigt största företagsaffär som dittills genomförts i svenskt näringsliv och väckte betydande uppmärksamhet. *Volvo* bedrev vid tidpunkten för förvärvet så gott som uteslutande industriell verksamhet, med tyngdpunkt i biltillverkning. Företaget omsatte omkring 23 miljarder kronor och hade 60 000 anställda. Verksamheten hade vid 1970-talets ingång gått mycket bra, men resultatet utvecklades därefter under flera år i starkt negativ riktning. Det var i synnerhet personbilsidan som sviktade. Bakom denna utveckling låg bl.a. den exceptionella prishöjningen på olja och den internationellt sett mycket snabba kostnadsutvecklingen i svensk industri. Volvo såg i Beijerinvest en möjlighet att minska det ensidiga beroendet av biltillverkningen och förbättra sin resultatutveckling.

Volvos ägarstruktur var spridd och någon kontrollerande ägare fanns inte. Den största röstandelen, 6 %, innehades av fjärde AP-fonden, följd av Svenska Handelsbankens pensionsstiftelser med knappt 5 % och investmentbolaget Custos med 4 % av röstetalet.

Det förvärvade företaget, *Beijerinvest*, grundades år 1917 under namnet AB Kol & Koks och bedrev under femtio års tid huvudsakligen handel med olja, kol, koks, metaller och kemikalier. Företagets huvudägare var Kjell Beijer.

Vid mitten av 1960-talet var Kol & Koks ekonomi hårt ansträngd och en genomgripande omstrukturering av verksamheten påbörjades. Företaget omvandlades i riktning mot ett investmentföretag och ändrade namn till Beijerinvest AB. Till ny verkställande direktör utsågs Anders Wall, vilken då också var företagets röstmässigt största ägare.

Vid tidpunkten för Volvos övertagande hade Beijerinvest genom uppbyggnad av en omfattande aktieportfölj och en lång rad företagsförvärv utvecklats till ett s.k. blandat investmentbolag, vars verksamhet omfattade såväl aktieförvaltning som handels- och industrirörelse. Handelsrörelsen dominerades av oljehandelsföretaget Scandinavian Trading Company, STC, som då var ett av världens största fristående oljehandelsföretag. Industrirörelsen omfattade en livsmedelsgrupp och en verkstadsgrupp. Livsmedelsgruppen var den största privatägda i Sverige och innehöll bl.a. företagen Felix International, Abba, Lithells, Primefood och Fructus. Verkstadsgruppen dominerades av Wilh. Sonesson AB, men där fanns också bl.a. Kockums Jernverk, Crawford Door och Morgårdshammar. Slutligen var Beijerinvest också majoritetsägare i AB Wilh. Becker som var verksamt i färg- och måleribranschen liksom i Fastighets AB Pilen. Totalt omsatte koncernen år 1980 närmare 22 miljarder kronor och sysselsatte 14 000 personer. Börsaktieportföljen hade vid ingången av samma år ett marknadsvärde på drygt 800 miljoner kronor.

Direkta beröringspunkter mellan Volvos och Beijerinvests verksamhet förelåg vid förvärvstidpunkten i stort sett bara på energiområdet. Volvo eftersträvade sedan ett par år en etablering inom energisektorn, framför allt i syfte att minska beroendet av den konjunkturkänsliga biltillverkningen. År 1978 bildades därför dotterföretaget Volvo Petroleum (sedermera Volvo Energi) som år 1980 hade oljeprospekteringsrättigheter i den norska och engelska delen av Nordsjön och var delägare i ett schweiziskt bolag som bedrev oljeprospektering i utvecklingsländer. Vidare ägde företaget 30 % av aktierna i offshoreföretaget Consafe. Volvo var inriktat på att öka sitt engagemang inom energiområdet och såg i STC en möjlighet att gå vidare på denna väg. STC hade under åren närmast före förvärvet vidgat sitt verksamhetsområde från enbart handel med olja till att också innefatta bl.a. prospektering.

De motiv som anfördes till förvärvet var emellertid i allt väsentligt av mer övergripande karaktär. Enligt det till aktieägarna distribuerade prospektet var samgåendet mellan Volvo och Beijerinvest "en offensiv satsning till förändrade förutsättningar för världshandeln". Den nya koncernen skulle kunna erbjuda kombinationer av industri-, handels- och finansverksamhet, vilket skulle göra de båda företagen bättre rustade dels på traditionella utlandsmarknader, dels i handel med utvecklings- och statshandelsländer.

Några mer konkreta samordningsfördelar anfördes inte i motiven.

Volvos styrelse beslutade den 15 november 1980 att erbjuda aktieägarna i Beijerinvest att i utbyte mot varje aktie i det egna företaget erhålla en aktie i Volvo, två olika förlagsbevis samt ett mindre kontantbelopp. De anställdas representanter deltog i styrelsens beslut och informerades av Volvoledningen tre dagar före beslutet. Dagen efter styrelsens sammanträde informerades Volvo regeringen och påföljande dag lämnades information direkt till de anställda. Beijerinvests styrelse, i vilken de anställda saknade representation, sammanträdde samma dag som Volvostyrelsen och rekommenderade då aktieägarna att godtaga erbjudandet. Efter en extra bolagsstämma i Volvo framlades i slutet av februari det färdiga uppköpsprospektet och i april 1981 var förvärvet i praktiken genomfört.

Volvokoncernen erhöll efter förvärvet en ny organisationsstruktur med AB Volvo som moderbolag och de olika rörelsedrivande bolagen inordnade i fem olika rörelsegränar, nämligen transportindustri, energi, livsmedel, verkstadsindustri och handel. Pehr G. Gyllenhammar behöll positionen som verkställande direktör i företaget och utnämndes därutöver till s.k. koncernchef, medan Anders Wall blev heltidsanställd styrelseordförande.

Enligt de ursprungliga planerna skulle koncernen efter förvärvet ombildas på ett sådant sätt att moderbolaget blev ett investmentbolag som förvaltade börsaktieportföljen, medan de rörelsedrivande delarna skulle samlas i ett antal dotterkoncerner. På detta sätt skulle avkastningen på aktieportföljen kunna delas ut till aktieägarna utan att först beskattas i Volvo. Emellertid visade det sig att Volvo med en sådan konstruktion skulle förlora den för rörelsedrivande bolag exklusiva rätten till Annellavdrag. Volvo övergav med denna motivering investmentbolagsplanerna, men beslutade i samma syfte, dvs. för att reducera skattebelastningen, att överföra aktieportföljen till ett fristående investmentbolag i vilket Volvos aktieägare erhöll förtur att teckna aktier. På detta sätt kom Beijerinvests aktieportfölj redan år 1983 att lämna Volvokoncernen och övergå till det nybildade Investment AB Beijer.

Mot bakgrund av de i prospektet gjorda utfästelserna om en egen aktieportfölj tillkännagav Volvo också planer på att förvärva "några stora poster i betydande svenska och internationella företag". Volvo förvärvade i detta syfte under år 1982 och 1983 stora andelar i Atlas Copco och Stora Kopparberg, som sedermera avyttrades, men också i bl.a. läkemedelsföretaget Pharmacia.

Volvos beslut att starta Investment AB Beijer, med Anders Wall som styrelseordförande, skall också ses i ljuset av de skillnader i företagskultur som förelåg mellan Volvo och Beijerinvest och de svårigheter som sedermera visade sig uppstå vid försök att överbrygga dessa skillnader. För omvärlden manifesterades dessa problem bl.a. i att Anders Wall redan ett år efter samgåendet lämnade posten som arbetande styrelseordförande och övergick till ett ordinärt ordförandeskap och ytterligare ett år senare, 1983, frånträdde även den befattningen. Vid 1984 års bolagsstämma meddelade Anders Wall

att han helt önskade lämna Volvos styrelse.

De rörelsedrivande företagen i Beijerinvest inordnades i den nya koncernen, men mycket snart inleddes också en avyttringsprocess som med tiden resulterade i att merparten av de förvärvade företagen åter lämnade Volvo.

Den omsättnings- och resultatmässigt tyngsta delen av Beijerinvest utgjordes av STC och som ovan påpekats synes det också i hög grad ha varit STC som motiverade Volvos intresse för företaget. STC:s verksamhet hade visat sig mycket lönsam i samband med oljekrisen i början av 1970-talet och åren närmast före förvärvet uppvisade företaget åter rekordvinster, framför allt till följd av oljeprisstegringarna. År 1979 omsatte STC närmare 11 miljarder kronor, vilket motsvarade omkring två tredjedelar av den totala omsättningen i Beijerinvest, och redovisade en vinst före bokslutsdispositioner och skatt på 350 miljoner kronor. År 1980 var omsättningen 15 miljarder kronor, medan vinsten stannade vid drygt 130 miljoner kronor.

Efter förvärvet förändrades emellertid situationen på oljemarknaden i en för STC ofördelaktig riktning och resultatet försämrades snabbt. År 1983 redovisades en förlust på 700 miljoner kronor och STC stod inför ett omedelbart likvidationshot. Företagets styrelse och ledning byttes ut och en genomgripande omstrukturering av rörelsen inleddes. Syftet var att omdana STC till ett internationellt handelsföretag i vilket oljehandel svarade för endast en begränsad del av verksamheten. En viss resultatmässig återhämtning uppnåddes, men år 1989 avyttrades STC till företaget Interfinans.

Den av många förväntade samordningen mellan STC och Volvo Energi kom heller aldrig till stånd och verksamheten i Volvo Energi gick i stort sett varje år sedan starten med stora förluster. År 1987 avvecklades verksamheten.

Inom gruppen handelsföretag ingick i Beijerförvärvet, förutom STC, även Kebo AB med omkring 500 anställda samt ett antal andra, mindre, företag. Tillsammans omsatte dessa företag vid förvärvstillfället omkring 2 miljarder kronor. Kebo såldes på ett tidigt stadium till det nybildade Investment AB Beijer och sedermera avyttrades också övriga handelsföretag.

Medan handelsverksamheten – i allt väsentligt STC – svarade för större delen av omsättningen och resultatet i Beijerinvest, återfanns merparten av de anställda inom industri- och livsmedelsföretagen, vilka år 1980 systerföretag hade omkring 8 000 respektive 4 000 personer.

Det största av de förvärvade industriföretagen var Wilh. Sonesson AB med drygt 1 miljard kronor i omsättning och 3 000 anställda. Beijerinvests, och därmed Volvos, ägarandel i Sonesson uppgick till 55 %. Efter förvärvet expanderade Sonesson genom flera företagsförvärv inom det egna verksamhetsområdet, men gav sig också in på ett helt nytt område, nämligen läkemedel. Sonesson förvärvade år 1983 aktiemajoriteten i läkemedelsföretaget Leo och ett år senare förvärvades företaget Ferrosan. I samband med att Volvo år 1984 köpte drygt 20 % av aktierna i investmentbolaget Cardo och erlade betalning delvis i form av aktier i Sonesson, minskade Volvos ägarandel i Sonesson till 35 % och företaget lämnade tillfälligt Volvokoncernen.

Mot bakgrund av bl.a. Volvos tidigare etablerade innehav i Pharmacia uttryckte emellertid Pehr G. Gyllenhammar ett fortsatt intresse för den svenska läkemedelsbranschen och särskilt den växande bioteknikindustrin. I linje med detta presenterade Volvo i januari 1986, tillsammans med läkemedelsföretaget Fermenta, planer på att bilda landets största bioteknikföretag. Som ett led i dessa planer skulle Fermenta förvärva Volvos kontrollpost i Sonesson och därefter framlägga ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i företaget. Fermenta skulle också förvärva Volvos aktiepost i Pharmacia, medan Volvo i sin tur skulle gå in som delägare i Fermenta.

Avtalet mellan Volvo och Fermenta kom emellertid aldrig till stånd. För att kompensera de aktieägare som under intryck av de tillkännagivna planerna köpt aktier i Sonesson, såg sig då Volvo föranlett att framlägga ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i Sonesson. Volvo blev därigenom åter kontrollerande ägare i Sonesson. Successivt lät emellertid Volvo avyttra de olika verksamhetgrenarna i företaget och i dag återstår i praktiken ingenting av Sonessons verksamhet inom Volvokoncernen.

Indirekt ligger dock kontrollen över de forna Sonessonföretagen i betydande utsträckning kvar hos Volvo. Läkemedelsföretaget Leo ägs i dag av Pharmacia, i vilket Volvo har ett betydande inflytande och Sonessons övriga industrirörelse ingår i Investment AB Cardo där Volvo innehar aktier motsvarande i det närmaste hälften av det totala röstetalet.

Bland övriga industriföretag som ingick i Beijerförvärvet märks främst Kockums Jernverk med knappt 900 anställda. Företaget omorganiserades efter förvärvet i tre delar, vilka under 1980-talets senare år successivt avyttrades eller lades ned. Kockums Gjuteri såldes till ett amerikanskt företag, Kockums Stål lades ned och Kockums Plåtteknik såldes till en privat köpare inom landet.

Två andra industriföretag som ingick i förvärvet var Morgårdshammar och Centro-Maskin Göteborg AB med tillsammans närmare 800 anställda. Trots omfattande produktutvecklingsinsatser redovisade dessa företag under åren närmast efter förvärvet en avtagande lönsamhet och sedermera förluster. År 1987 såldes företagen till en italiensk köpare.

Volvo blev genom förvärvet av Beijerinvest också ägare till den största privatägda gruppen livsmedelsföretag i Sverige. Till skillnad från industriföretagen visade denna grupp en genomsnittligt god och stabil lönsamhet. Livsmedelsverksamheten var också relativt konjunkturokänslig, vilket ansågs göra den till ett gott komplement till den konjunkturberoende biltillverkningen. De förvärvade livsmedelsföretagen kom därför att stanna kvar inom koncernen och verksamheten expanderade successivt. En lång rad företagsförvärv genomfördes, bland vilka i Sverige särskilt märks köpet av Sockerbolaget (inom Cardo) och Hilleshög år 1986. Antalsmässigt skedde dock flertalet förvärv utanför landets gränser. Livsmedelstillverkningen utvecklades till Volvos tredje största rörelsegren såväl omsättnings- som resultatmässigt och verksamheten samordnades så småningom i en egen dotter-

koncern med moderföretaget Provendor Food AB.

Bland övriga företag som ingick i förvärvet av Beijerinvest märks, som tidigare påpekats, framför allt de majoritetsägda företagen Wilh. Becker och Fastighets AB Pilen. Dessa företag avyttrades redan innan utgången av år 1982.

Sammanfattningsvis skapade Volvos förvärv av Beijerinvest på kort sikt en koncern med industriell verksamhet inom transportmedels-, energi-, livsmedels- och verkstadsområdet. Det ensidiga beroendet av biltillverkningen reducerades och Volvo uppnådde en eftersträvad breddning av verksamheten. På längre sikt blev emellertid effekten i detta avseende mindre uppenbar. Verkstadsföretagen och energirörelsen avvecklades helt efter ett par år och rörelsegrenen transportmedel svarade år 1988 åter för ungefär samma andel av koncernens omsättning som före förvärvet, närmare tre fjärdedelar. Det för en utomstående betraktare mest påtagliga resultatet av förvärvet blev Volvokoncernens engagemang inom livsmedelsindustrin. Livsmedelssektorn svarade år 1988 för omkring en tiondel av koncernens totala omsättning.

I december 1989 har slutligen tillkännagivits - i vad som är den värdemässigt hittills största företagsaffären i svenskt näringsliv - att Volvo avser att sälja hela sin livsmedelsrörelse (Provendor) samt det kontrollerande innehavet i Pharmacia till företaget Procordia. Procordia skall samtidigt framlägga ett offentligt uppköpserbjudande avseende övriga ägares aktier i Pharmacia. Volvo skall erhålla betalning i form av nyemitterade aktier i Procordia och kommer efter affären att ha en med svenska staten jämnstor ägarandel på drygt 40 % i Procordia. Procordia beräknas efter affären få ett marknadsvärde på närmare 40 miljarder kronor.

3.4 Skrinets förvärv av Masonite år 1982

Det fjärde förvärv utredningen låtit studera är investmentbolaget Skrinets köp av Masonite år 1982. *Investment AB Skrinet* bildades år 1975 med målsättningen att förvärva mindre och medelstora, onoterade, familjeföretag. Företagen skulle vara verksamma inom olika områden och tillsammans bilda ett slags konglomerat inom Skrinetkoncernen. Initiativtagare till Skrinet var investmentföretaget Asken, vilket tillsammans med det närstående företaget Carnegie också var Skrinets huvudägare. Till verkställande direktör för Skrinet utsågs Bo Sandell, vilken sedermera intimt kom att förknippas med företagets verksamhet.

Skrinets första företagsförvärv genomfördes i december 1975 och avsåg agenturföretaget Kylmaterial (Kylma). Därefter förvärvades fram till 1980-talets början ett flertal företag inom vitt skilda områden, men med den gemensamma nämnaren att de var små och välskötta och hade en lönsam rörelse. Efter en viss koncentration av innehaven hade Skrinet år 1981 nio helägda dotterbolag och ett s.k. intressebolag (Kanold) med en sammanlagd

årsomsättning på drygt 170 miljoner kronor.

I december 1981 förvärvade Skrinet återstoden av aktierna i intressebolaget Kanold. Rörelsen i detta bolag var olönsam, men bolaget hade ett betydande substansvärde genom ett stort bestånd av fastigheter. Ett par månader senare avyttrades dessa till försäkringsföretaget Trygg-Hansa, vilket för Skrinets vidkommande medförde en realisationsvinst på omkring 75 miljoner kronor. Vid samma tidpunkt meddelades också att Skrinet avsåg att förvärva samtliga aktier i familjeföretaget Masonite, som kontrollerades av släkten Wikström och denna närstående personer.

Masonite startades vid 1800-talets mitt under namnet Nordmalings Ångsågs AB. Verksamheten utvidgades så småningom till att innefatta även tillverkning av board enligt den s.k. Mason-metoden och år 1965 ändrades företagets namn till Masonite. Såväl sågverksrörelsen som boardtillverkningen bedrevs i Nordmalings kommun i Västerbotten där företaget också hade betydande skogs- och vattenkrafttillgångar.

Masonites verksamhet, som var starkt avhängig utvecklingen inom byggbranschen, var länge mycket framgångsrik. Företaget omsatte vid 1970-talets början omkring 100 miljoner kronor årligen och sysselsatte omkring 600 personer. Den markanta tillbakagången i bostadsproduktionen under 1970-talet medförde emellertid en betydande överkapacitet i branschen och för Masonites del en negativ resultatutveckling. Rörelsen gick från decenniets mitt i stort sett varje år med förlust. I ett försök att vända denna trend tillsattes år 1978 en ny verkställande direktör, Jan-Eric Österlund, med uppgift att genom företagsförvärv bredda Masonites verksamhetsområde och minska företagets beroende av byggbranschen. I syfte att vidga ägarkretsen och bana väg för en framtida börsintroduktion, planerades också en nyemission av Masoniteaktier på marknaden.

Masonite förvärvade ett antal mindre företag, men investerade också i börsaktier. Förutom ett antal portföljplaceringar förvärvades en kontrollpost i Independent Leasing och sedermera även i Skrinet. Från år 1979 var Masonite Skrinets största ägare och Jan-Eric Österlund erhöll posten som styrelseordförande i Skrinet. Målsättningen från Masonites sida var att genom en apportemission genomföra ett fullständigt förvärv av Skrinet. Därigenom skulle den eftersträlvade breddningen av ägarkretsen på ett smidigt sätt uppnås. Skrinets verkställande direktör, Bo Sandell, menade emellertid att Skrinets oberoende ställning var en förutsättning för hans egna och företagets möjligheter att fortsätta verksamheten, varför han bestämt motsatte sig Masonites propåer.

Händelseförloppet blev också, som redan påpekats, det rakt motsatta. I februari 1982 framlade i stället Skrinet ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Masonite. För varje aktie i Masonite erbjöds ägarna en kombination av nyemitterade aktier i Skrinet, ett förlagslån samt option att teckna ytterligare aktier i Skrinet. Totalt uppgick köpeskillingen till omkring 120 miljoner kronor. Masonites styrelse såg i Skrinets erbjudande en möjlighet att indirekt få bolaget börsnoterat och betraktade Skrinetaktierna, som dit-

tills haft en anmärkningsvärd kursutveckling, som ett attraktivt vederlag i affären. Styrelsen tillstyrkte erbjudandet och i mars 1982 var förvärvet genomfört.

I Skrinets styrelse fanns inte några representanter för de anställda i koncernen och beslutet om förvärvet av Masonite föregicks inte heller av någon information till de anställda. Beslutet mötte starka protester bland de anställda i Masonite och i massmedia beskrevs Skrinet och dess företagsledning som "klippare", intresserade av snabba finansiella transaktioner, men utan långsiktigt industriellt intresse. Skrinets förvärvserbjudande diskuterades i Masonites styrelse där de anställdas representanter framförde stark kritik mot förvärvsplanerna, men något formellt beslut från styrelsens sida med en rekommendation till ägarna fattades ej. Masonites ägarkrets var begränsad och någon rekommendation ansågs ej nödvändig.

Från Skrinets sida anfördes att Skrinet och dess aktieägare genom förvärvet "skulle tillföras ytterligare substans som breddade basen för nya projekt och aktiviteter samtidigt som Masonites aktieägare blev delaktiga i en verksamhet med hög avkastning, spridning av risktagandet genom fortsatt diversifiering och en automatisk börsnotering av sina aktier". Massmedia valde att i stället beskriva affären i termer av att Bo Sandell dels ville bevara sin egen position, dels för Skrinets räkning ville komma åt Masonites tillgångar i skog, kraft och aktier.

Efter förvärvet delades Masonite i två delar. Boardtillverkningen slogs i enlighet med tidigare uppgjorda planer samman med verksamheten i företaget Swanboard. Ett nytt bolag med namnet Swanboard-Masonite bildades, vilket till hälften ägdes av Masonite och till hälften av Swanboards tidigare ägare. Swanboard-Masonite blev landets största tillverkare av s.k. hård board och genomförde under åren därefter flera förvärv av konkurrentföretag. I juni 1988 förvärvades Swanboard-Masonite av det närstående företaget Rottneros Bruk AB.

Den andra delen av Masonites verksamhet, sågverket och skogen, överläts tillsammans med industrifastigheterna till ett för ändamålet nybildat bolag med namnet Rundviksverken. Skrinet ägde via sitt dotterbolag Sekretären en femtedel av aktiestocken i Rundviksverken, medan resterande aktier innehades av ett antal lokala trävarufabrikanter. I oktober 1984 köpte övriga ägare Sekretärens andel och senare under året förvärvades Rundviksverken av Graningeverken. Den ursprungliga verksamheten i Masonite hade därigenom, med Skrinet som mellanhand, helt inordnats i nya företagsstrukturer.

3.5 Proventus förvärv av Upsala-Ekeby år 1984

Det femte förvärv utredningen låtit studera är Proventus köp av Upsala-Ekeby år 1984. *Proventus* startades vid 1980-talets ingång av Robert Weil som ett förvaltningsföretag med huvudsakliga tillgångar i form av ett hotell i

Malmö samt vissa mindre aktieposter. Affärsidén var enligt företagets egna utsagor "att skapa mervärde genom att genomdriva förändringar i företag som kunde få en större kommersiell potential i en ändrad struktur". Om-sättningen uppgick år 1982 till 50 miljoner kronor och totalt hade företaget, med undantag för hotellverksamheten, endast ett tiotal anställda.

Det förvärvade företaget *Upsala-Ekeby* daterar sitt ursprung till 1800-talets senare del då företaget bedrev tillverkning av kakelugnar och genom en rad förvärv av konkurrentföretag så småningom blev dominerande på den svenska marknaden. Sedermera övergick produktionen till att avse kakelplattor och byggmaterial, men också porslin. *Upsala-Ekeby* förvärvade år 1936 Gefle Porslinsfabrik, år 1964 Rörstrand och år 1974 Hackefors Porslin. Under 1970-talet avvecklades kakel- och byggmaterialproduktionen samtidigt som verksamhetsfältet i andra avseenden vidgades genom förvärv av glasbruksgruppen Kosta Boda år 1975 och GuldsmetsAktieBolaget GAB, inklusive Reijmyre Glasbruk, år 1978.

Vid 1980-talets början beskrev *Upsala-Ekeby* ofta sina affärsområden som "Det dukade bordet" med porslin från Rörstrand, bestick från GAB och glas från Kosta-Boda. Företaget hade då också flera utländska försäljningsbolag. Vidare ägde *Upsala-Ekeby* ett större fastighetsbestånd i Solna centrum. Totalt omsatte företaget under verksamhetsåret 1982/83 drygt 460 miljoner kronor och hade i genomsnitt närmare 1 500 anställda.

Såväl porslins- som glasbranschen var emellertid från 1960-talets mitt och under hela 1970-talet stadd i kraftig omvandling. Importkonkurrensen var hård och flera företag hade allvarliga lönsamhetsproblem. En rad mindre tillverkare förvärvades av större konkurrenter eller lades ned och sysselsättningen inom området minskade markant. *Upsala-Ekeby* visade en starkt negativ resultatutveckling och trots betydande omstruktureringar och rationaliseringar var företagets finansiella situation vid 1980-talets början mycket problematisk. Vid tidpunkten för Proventus förvärv fanns i *Upsala-Ekeby* ackumulerade förluster på drygt 22 miljoner kronor.

Ägarstrukturen i *Upsala-Ekeby* var fram till 1970-talets slut förhållandevis stabil. De båda grundarfamiljerna von Bahr och Wetter innehade vardera ett par procent av aktiestocken och i övrigt återfanns där ett större antal institutionella placerare. Under 1980-talets första år skedde emellertid flera snabba förändringar i ägarbilden och hösten 1982 kontrollerades företaget av Jarl-Gruppen AB, ett fastighets- och bilhandelsföretag. Under dessa år bytte företaget också vid två tillfällen verkställande direktör.

Enligt Proventus mening saknade *Upsala-Ekebys* ägare kompetens och resurser att föra företaget ur dess besvärliga läge. Proventus såg i situationen en möjlighet att omsätta sin ännu oprövade affärsstrategi i praktisk handling och hösten 1982 förvärvade Proventus Jarl-Gruppens kontrollpost i företaget. Ett par månader senare, den 28 februari 1983, beslutade Proventus styrelse framlägga ett erbjudande om förvärv av resterande aktier i *Upsala-Ekeby* och i april utfärdades ett uppköpsprospekt. *Upsala-Ekebys* ägare erbjöds att i utbyte mot sina aktier erhålla av Proventus nyemitterade

aktier och förlagsbevis med ett marknadsvärde som vid förvärvstillfället uppgick till omkring 270 miljoner kronor. Förvärvsbeslutet godkändes i efterhand av en extra bolagsstämma i Proventus den 15 maj 1983.

Vid ordinarie styrelsesammanträde i Upsala-Ekeby den 21 april 1983, vid vilket även de anställdas representanter i styrelsen deltog, rekommenderades aktieägarna att acceptera Proventus erbjudande och drygt ett år senare, i maj 1984, kunde Upsala-Ekeby inordnas i Proventuskoncernen.

Proventus lät redan år 1983 avyttra Rörstrand och Hackefors Porslin till det finska företaget Wärtsilä. Företagen ansågs i behov av så stora investeringar att Proventus inte önskade ta ansvar för dem. Senare har Wärtsilä också förvärvat Gustavsbergs porslinstillverkning och är i dag landets enda större producent av hushållsporslin.

Ett omfattande investeringsbehov ansågs också föreligga i fastigheterna i Solna Centrum, varför dessa år 1985 såldes till Fastighets AB Delfinen för omkring 250 miljoner kronor. I samband med förvärvet tre år tidigare hade de värderats till knappt en femtedel av detta belopp.

Kosta Boda och GAB stannade däremot under längre tid kvar inom Proventus. I Kosta Boda genomfördes efter förvärvet en satsning på kostnads-sänkningar, produktutveckling och intensivare exportmarknadsföring, vilket i viss mån förbättrade företagets tidigare dåliga lönsamhet. Verksamheten genererade dock endast undantagsvis ett positivt resultat.

GuldsmetsAktieBolaget, GAB, var enligt Proventus bedömning det mest välskötta företaget i Upsala-Ekebykoncernen. Det bröts våren 1984 ut ur koncernen och introducerades på aktiemarknaden, men köptes två år senare tillbaka och blev ett helägt dotterföretag till Proventus. Grossiströrelsen Nilsjohan avyttrades till företaget Hammarplast, medan GAB:s verksamhet koncentrerades till tillverkning och försäljning av bestick. Företaget redovisade år 1988 ett överskott på närmare 30 miljoner kronor.

I december 1989 har Proventus slutligen låtit avyttra även Kosta Boda och GAB. Kosta Boda säljs till konkurrenten Orrefors och GAB säljs till Orrefors moderbolag Incentive. Proventus engagemang i de forna Upsala-Ekeby-företagen upphör därmed helt.

Proventus verksamhet fick under 1980-talets senare hälft också en helt annan inriktning än den hade vid tiden för förvärvet av Upsala-Ekeby. Under år 1985 förvärvade Proventus 40 % av aktiestocken i Götabanken och blev därigenom bankens största ägare. Därmed inleddes en satsning på finansiell verksamhet som drygt ett år senare resulterade i bildandet av den finansiella koncernen GotaGruppen, vilken i sin tur förvärvade dels aktiemajoriteten i Wermlandsbanken, dels fondkommissionärsföretagen Hägglöfs och Jacobsson & Ponsbach. Sedermera har GotaGruppen också förvärvat resterande aktier i Götabanken (som bytt namn till Gotabanken) liksom aktiemajoriteten i Skaraborgsbanken och i december 1989 pågår uppköp från GotaGruppens sida av resterande aktier i Wermlandsbanken och Skaraborgsbanken.

3.6 AGA:s förvärv av Uddeholm år 1985

Det sjätte förvärv utredningen låtit studera är AGA:s köp av Uddeholm år 1985. AGA bildades strax efter sekelskiftet under namnet AB Gasaccumulator och utvecklades med tiden till ett av världens ledande företag för tillverkning av industriella och medicinska gaser. Verksamheten vidgades emellertid successivt till att avse också en rad andra produkter, av vilka flertalet saknade eller hade ringa anknytning till gasområdet. Vid 1960-talets slut var AGA ett diversifierat företag som förutom gasprodukter tillverkade bland annat svetsutrustning, radio- och televisionsapparater, medicinsk utrustning, spisar och värmeradiatorer.

I syfte att åter koncentrera verksamheten till gasområdet avyttrades under 1970-talet en rad verksamhetsgrenar, medan gasverksamheten expanderade genom köp av företag runtom i världen. Vid tidpunkten för förvärvet av Uddeholm, år 1985, bestod AGA:s verksamhet därför av i huvudsak två delar: tillverkning av gaser samt förvarings- och transportverksamhet inom det helägda företaget Frigoscandia. Det senare hade förvärvats vid slutet av 1970-talet. Koncernen omsatte närmare 6 miljarder kronor, varav tre fjärdedelar i gasverksamheten, och hade totalt drygt 10 000 anställda.

Ägarstrukturen i AGA utmärks sedan länge av stark anknytning till Svenska Handelsbanken och banken närstående intressen. År 1985 var Industrivärden största ägare med ett innehav motsvarande 16 % av röstetalet. Därtill kan läggas 5 % i Handelsbankens pensionsstiftelse samt ett mindre innehav hos bankens personalstiftelse Oktogonen. Företagets koppling till Handelsbanken återspeglas även i styrelsens sammansättning.

AGA:s förvärv av Uddeholm berör också en tredje part, nämligen förvaltningsföretaget *Tresor* som år 1982 startades av Anders Wall, Tedde Jeansson, Fredrik Roos och Mats Arnhög. Via *Tresor* avsåg dessa att förvärva aktier och uppnå ett dominerande inflytande i Uddeholm, som de menade var ett av marknaden kraftigt undervärderat företag.

I maj 1983 hade *Tresor* uppnått en tjugoprocentig ägarandel i Uddeholm och var därmed företagets största ägare. Vid denna tidpunkt introducerades *Tresor* på aktiemarknaden och allmänheten erbjöds att teckna aktier och konvertibler i företaget för sammanlagt 400 miljoner kronor. Emissionen möttes emellertid av viss skepsis på marknaden, varvid AGA erbjöds att "rädda" densamma genom att teckna aktier motsvarande 22 % av *Tresors* aktiestock. AGA accepterade erbjudandet och blev därigenom den största enskilda aktieägaren i *Tresor* och indirekt även i Uddeholm. AGA:s koncernchef, Magnus Storch, invaldes i juni samma år i Uddeholms styrelse.

Uddeholm är ett av Sveriges äldsta företag med anor tillbaka till ett under 1600-talet anlagt järnbruk i värmländska Stjärnfors. Genom omfattande förvärv av andra järnbruk liksom av gruvor, skogar och vattenkraft växte Uddeholm med tiden till ett storföretag på stålområdet, men också på marknaderna för skogsindustri- och kemiska produkter. Dessutom utvecklades företaget till en betydande kraftproducent.

Ståltillverkningen fick sin tyngdpunkt i Hagfors där en omfattande industri byggdes upp under 1800-talets senare del, men tillverkning bedrevs också på en rad andra orter i Värmland. Med tiden specialiserades produktionen i Hagfors till att avse verktygsstål och Uddeholm utvecklades inom detta område till ett av världens främsta företag.

Skogstillgångarna förvärvades ursprungligen för järnbrukens räkning, men kom under 1900-talet att bli grunden för en omfattande sågverks- och cellulosaindustri förlagd till Skoghall. Sedermera startade företaget också en betydande kemisk industri på orten med klor- och sprittillverkning som bas. För att klara virkesbehovet förvärvades successivt en rad skogsdomäner i Värmland, bland vilka särskilt märks Mölnbacka-Trysil som köptes år 1967.

Vattenkraftstationerna som började byggas runt sekelskiftet var en viktig del i Uddeholms energiförsörjning, men producerade också kraft för externa abonnenter.

Ägarstrukturen i Uddeholm var, i likhet med vad som tidigare sagts beträffande Gränges, mycket spridd. Vid 1970-talets mitt hade företaget närmare 50 000 aktieägare, av vilka den största, det S-E-Banken närstående investmentbolaget Custos, innehade 4 % av det totala antalet aktier och röster. Den näst största ägaren, Trygg-Hansa, innehade 3 % och den tredje största ägaren, Skandia, drygt 2 %. Styrelsen i företaget dominerades emellertid entydigt av personer med anknytning till S-E-Banken.

I samband med stålbranschens kris under 1970-talets senare del och en bit in på 1980-talet utvecklades stålverksamheten i Uddeholmskoncernen i kraftigt negativ riktning. Samtidigt uppstod problem inom koncernens skogsföretag. Totalt ackumulerades under åren 1976 – 1983 förluster på 2,5 miljarder kronor.

För att möta de uppkomna problemen vidtogs en rad åtgärder i form av bland annat rationaliseringar och avyttringar av olika verksamhetsgrenar.

Skogsverksamheten fusionerades år 1978 med företaget Billerud i det nybildade bolaget Billerud-Uddeholm. Uddeholm blev största ägare i det nya bolaget med en andel på 30 %, vilken successivt ökades till i det närmaste 50 %. Efter Tresors inträde som kontrollerande ägare i Uddeholm överläts emellertid år 1984 hela aktieposten till Stora som genom ett offentligt uppköpserbjudande förvärvade Billerud.

Inom stålrorelsen sammanfördes år 1979 Uddeholms rostfria produktion med verksamheten i Gränges Nyby till bolaget Nyby Uddeholm, i vilket Uddeholms ägarandel blev 90 % och Gränges 10 %. Vidare överfördes tillverkningen av bandstål samma år till företaget Uddeholm Strip Steel, i vilket Uddeholm innehade 65 % och Sandvik 35 % av aktiestocken. Den negativa resultatutvecklingen på stålsidan fortsatte emellertid och efter flera års återkommande utredningar och förhandlingar rörande stålbranschens framtida struktur avyttrades år 1984 även Nyby Uddeholm. Företaget införlevades, tillsammans med Fagersta och delar av Sandviks ståldivision, i det Johnsonkontrollerade Avesta AB. Resterande del av Uddeholms stålverk-

samhet samordnades därefter i Uddeholm Tooling och koncentrerades till tillverkning av verktygsstål.

Vattenkraften, slutligen, gav till skillnad från övriga delar av Uddeholms verksamhet ett överskott och representerade en mycket stor del av bolagets totala värde. Distributionen av den producerade kraften samordnades år 1982 i företaget Värmlandsenergi som till lika delar ägdes av Uddeholm och Billerud. Efter avyttringarna på skogs- och stålsidan förvärvade emellertid Uddeholm Billeruds andel och gjorde Värmlandsenergi till ett helägt dotterföretag.

I takt med de vidtagna förändringarna i Uddeholms verksamhet synes AGA:s, enligt egen utsago, finansiella placering ha övergått i ett mer långtgående intresse för företaget. Hösten 1984 ökade AGA successivt sin andel i Tresor till närmare 40 %. Efter att också ha förvärvat de fyra ursprungliga ägarnas aktieposter uppnådde AGA i december samma år en andel på omkring två tredjedelar av Tresors aktiestock, vilket innebar att Tresor blev ett dotterföretag till AGA.

Tresor, som i sin tur fortsatt att förvärva Uddeholmsaktier, innehade vid samma tidpunkt drygt 48 % av aktierna i Uddeholm. Då AGA dessutom direkt förvärvat ett par procent av aktierna i Uddeholm blev AGA på detta sätt, direkt och indirekt via Tresor, också majoritetsägare i Uddeholm.

Slutligen framlade AGA den 9 maj 1985 ett offentligt erbjudande om förvärv av resterande aktier i Uddeholm. Ägarna erbjöds i utbyte mot sina aktier dels nyemitterade aktier i AGA, dels ett kontantbelopp. Uddeholms styrelse sammanträdde samma dag och rekommenderade aktieägarna att acceptera erbjudandet. Förvärvsbeslutet godkändes av AGA:s bolagsstämma den 31 maj 1985 och under första hälften av juni distribuerades ett uppköpsprospekt. I augusti samma år var förvärvet i praktiken genomfört.

De fackliga organisationerna i AGA förde fortlöpande diskussioner med företagsledningen om engagemanget i Uddeholm och de anställdas representanter deltog i de styrelsebeslut som fattades rörande de successiva aktieförvärven. I Uddeholm reagerade de anställda starkt negativt på AGA:s förvärvsplaner och de anställdas representanter i Uddeholms styrelse ställde sig inte bakom styrelsens rekommendation till aktieägarna att acceptera AGA:s erbjudande.

Vid AGA:s övertagande bestod Uddeholms verksamhet i huvudsak av Uddeholm Tooling med försäljningsorganisationen ASSAB samt kraftförelsen. Faktureringen uppgick år 1984 till drygt 2 miljarder kronor och antalet anställda till 3000 personer. Det sammanlagda värdet på bolaget uppskattades till omkring 3 miljarder kronor, varav ungefär hälften utgjordes av likvida tillgångar och hälften av vattenkraft. Vidare fick AGA genom förvärvet tillgång till Uddeholms förlustavdrag på omkring 900 miljoner kronor.

Från AGA:s sida uppgavs att det viktigaste motivet till förvärvet av Uddeholm var den "finansiella synergi och förstärkning" som gick att uppnå i den nya koncernen. Genom den riktade emissionen till Uddeholms

aktieägare skulle kapitalbasen för AGA-koncernen stärkas och Uddeholms "finansiella styrka tas tillvara inom hela den nya koncernen på ett långsiktigt effektivt sätt".

Det mest adekvata sättet att beskriva förvärvet torde vara i termer av en omfattande nyemission på för AGA mycket förmånliga villkor. Det justerade egna kapitalet i AGA mer än fördubblades, till 4,5 miljarder kronor, och beräknades kunna öka med ytterligare 1 miljard kronor genom realisering av dolda värden.

Efter förvärvet avyttrade AGA i juli 1986 merparten av Uddeholms kraftverk till ett konsortium av försäkringsföretag och pensionsstiftelser för 1,5 miljarder kronor. Avtalet garanterar Uddeholm rätt att köpa den producerade kraften och svara för dess distribution och ger dessutom Uddeholm option på återköp av kraftverken efter år 1997.

Den andra delen av verksamheten, Uddeholm Tooling och försäljningsorganisationen ASSAB, såldes i april 1988 till förvaltningsföretaget Trustor Industrier AB för 580 miljoner kronor. Trustor Industrier ägs i huvudsak av privatpersonerna Per-Olov Norberg och Carl-Gunnar Olsson. I samband med förvärvet bytte Trustor Industrier namn till Uddeholms AB.

Sammanfattningsvis återstår av Uddeholms verksamhet inom AGA:s hägn endast kraftdistributionen och en del krafttillgångar. De tunga delarna av den ursprungliga storkoncernen finns i dag i Billerud, Avesta och det nya Uddeholms AB.

3.7 Pharmacias förvärv av LKB år 1986

Det sjunde förvärv utredningen låtit studera är Pharmacias köp av LKB-Produkter år 1986. *Pharmacia* startades vid seklets början och var länge ett förhållandevis litet och traditionellt inriktat läkemedelsföretag. Vid 1980-talets mitt hade företaget vuxit till en internationellt verksam koncern inom läkemedels- och bioteknikområdet med en omsättning överstigande 3 miljarder kronor och drygt 5 000 anställda. Företagets resultatutveckling var god och den finansiella ställningen stark.

Huvudägare i *Pharmacia* var under många decennier familjerna Lundberg och Malmsten med närstående stiftelser, men familjerna tog inte någon mer aktiv del i företagets skötsel. I februari 1985 förvärvades familjernas aktier av ett konsortium med Volvo som största intressent. Volvo blev därigenom Pharmacias största ägare.

LKB-Produkter grundades år 1943 med uppgift att tillverka dels instrument för forsknings- och medicinska ändamål, dels finkemikalier. Tjugo år senare, 1963, förvärvades företaget av det då nystartade utvecklingsbolaget Incentive och blev ett helägt dotterbolag i Incentivegruppen. År 1983 beslutades att LKB skulle introduceras på aktiemarknaden, varvid Incentives ägarandel reducerades till omkring 60 %.

I likhet med *Pharmacia* hade LKB en god resultatutveckling. Omsätt-

ningen uppgick år 1985 till närmare 1 miljard kronor och totalt sysselsattes omkring 1 600 personer i verksamheten, varav två tredjedelar utomlands.

Pharmacias och LKB:s verksamhetsområden hade tydliga beröringspunkter och sammanföll till viss del helt och hållet. Båda företagen tillverkade s.k. diagnostika, varmed i korthet avses olika slags test för fastställande av sjukdomar. Den närmare inriktningen inom detta område var dock inte identisk; företagen utgjorde snarast ett komplement till varandra på marknaden. Det förekom också ett visst samarbete mellan dem inom detta område. Därutöver var emellertid båda företagen också verksamma inom bioteknikområdet och konkurrerade där med mycket likartade produkter.

Hösten 1986 framförde Pharmacia till Incentive ett erbjudande om förvärv av kontrollposten i LKB och riktade, efter Incentives accept, motsvarande bud till företagets övriga ägare. Pharmacia erbjöd kontant betalning och erlade totalt 1,3 miljarder kronor för LKB.

Beslutet att förvärva LKB fattades vid Pharmacias styrelsesammanträde den 8 oktober 1986, vid vilket även de anställdas representanter i styrelsen deltog. LKB:s styrelse sammanträdde samma dag och rekommenderade då sina aktieägare att acceptera erbjudandet. Även vid detta sammanträde deltog representanter för de anställda, vilka informerades om ärendet först i anslutning till sammanträdet. I december 1986 utfärdades ett uppköpsprospekt och i början av februari 1987 var förvärvet i praktiken genomfört.

Pharmacia förväntade sig att genom förvärvet stärka sin position på världsmarknaden och uppnå en större konkurrenskraft i förhållande till framför allt japanska och amerikanska storföretag på området. Rationaliseringsvinster i produktionen ansågs kunna uppnås inom bioteknikområdet och inom området diagnostika förutsågs betydande samordningsvinster. Till bilden hör också att utländska företag framfört propåer om förvärv av LKB – något som skulle kunna ha försatt Pharmacia i en besvärlig konkurrenssituation på hemmamarknaden.

Förvärvet av LKB var emellertid inte någon enstaka företeelse i Pharmacias verksamhet. Företaget genomförde under 1980-talets första hälft omfattande investeringar runtom i världen och samma år som LKB förvärvades köptes också det svenska läkemedelsföretaget Leo samt flera amerikanska företag. Totalt förvärvades företag för mer än 5 miljarder kronor under året och omsättningen ökade med omkring 70 %.

Efter förvärvet integrerades LKB:s verksamhet i Pharmacia och LKB upphörde att existera som självständigt bolag. Vissa mindre delar avyttrades, men i allt väsentligt återfinns LKB:s tidigare produktion i dag inom Pharmacia.

I december 1989 har Volvo beslutat överlåta sina aktier i Pharmacia till Procordia som avser att förvärva också övriga aktier i företaget. Pharmacia blir därigenom ett helägt dotterföretag till Procordia i vilket ägarstrukturen i sin tur domineras av Volvo och svenska staten (jmf avsnitt 3.3 ovan).

3.8 Trelleborgs förvärv av Boliden år 1987

Det åttonde förvärv utredningen låtit studera är Trelleborgs köp av Boliden år 1987. *Trelleborg* har, som tidigare framhållits, sedan länge varit den dominerande tillverkaren inom svensk gummivaruindustri. Företaget startades strax efter sekelskiftet och var fram till 1960-talet kontrollerat av familjen Dunker. Vid Henry Dunkers bortgång år 1962 överfördes kontrollen över företaget till de donationsfonder och den stiftelse som då bildades för att förvalta de efterlämnade tillgångarna och alltjämt är de s.k. Dunkerstiftelserna Trelleborgs dominerande ägare.

Det förvärvade företaget, *Boliden*, har sitt ursprung i den guldrika malm som vid 1920-talets mitt påträffades vid det som i dag är Bolidens samhälle i Västerbotten. Företaget var länge ett renodlat gruv- och metallföretag, men utvecklades med tiden till en diversifierad industrikoncern.

Bolidens ägarstruktur dominerades under de första decennierna helt av Skandinaviska banken och denna närstående intressen. Vid 1950-talets början introducerades emellertid Boliden på aktiemarknaden och bankens direkta innehav minskade successivt. Drygt tio år senare, 1964, förvärvade Boliden genom en apportemission hälften av aktierna i företaget Norzink av det belgiska gruvföretaget Asturienne, varigenom Asturienne blev Bolidens största enskilda ägare med 11 % av röstetalet. Övriga större ägare var vid denna tidpunkt Custos, Säfveån och Industrivärden och denna struktur kom att bestå i stort sett oförändrad drygt femton år framöver.

Stigande metallpriser, bl.a. på guld och silver, förorsakade hösten 1979 en markant ökad omsättning i Bolidenaktier. Beijerinvests dotterbolag STC (jmf. avsnitt 3.3 ovan) förvärvade successivt aktier motsvarande en fjärdedel av rösterna i bolaget, däribland Asturiennes aktiepost. Därmed inleddes en period av snabba och stora förändringar i Bolidens ägarstruktur.

STC:s Bolidenaktier överfördes efter en tid till moderbolaget Beijerinvest och hamnade därefter hos Volvo i samband med att Volvo år 1981 förvärvade Beijerinvest. Volvo sålde i sin tur våren 1982 Bolideninnehavet till ett konsortium bestående av de Wallenbergkontrollerade företagen ASEA, Atlas Copco, Electrolux, Investor och Providentia.

Under sommaren och hösten 1984 förvärvade Skrinet (jmf. avsnitt 3.4 ovan) och dess dotterföretag Hevea tillsammans Bolidenaktier motsvarande närmare 18 % av röstetalet i företaget och förklarade att avsikten var att öka innehavet till mer än 25 %. I mars 1985 trädde emellertid ytterligare en aktör in på scenen, då det av Gustaf Douglas kontrollerade AB Forsinvest köpte de Bolidenaktier som innehades av ASEA, Atlas Copco, Investor och Providentia och därigenom uppnådde en med Skrinet jämnbördig andel i företaget. Med hänvisning till bland annat Skrinets innehav i Boliden förvärvade Forsinvest också 35 % av rösterna i Skrinet och blev dess största ägare. Avsikten var att föra över Forsinvests innehav till Skrinet och göra Skrinet till Bolidens kontrollerande ägare.

Emellertid kom Forsinvests position i Skrinet kort därefter att hotas av

Proventus (jmf. avsnitt 3.5 ovan) som genom ett partiellt uppköpserbjudande förvärvade aktier representerande 20 % av röstetalet i Skrinet. Därmed hade Skrinet två i stort sett jämnstora ägare, men med olika planer för Skrinets framtid. Oenigheten mellan de båda storägarna löstes bl.a. genom att Proventus övertog Skrinet (som vid samma tidpunkt bytte namn till Herakles), medan Forsinvest erhöll Bolidenaktierna. Forsinvest stod därmed som största ägare i Boliden med omkring 35 % av rösterna och företrädare för Forsinvest, bl.a. Gustaf Douglas, erhöll representation i Bolidens styrelse.

I syfte att skapa förutsättningar för en långsiktigt stabil ägarbild i Boliden förvärvade Boliden i sin tur i november 1985 aktier motsvarande 30 % av rösterna i Forsinvest. Ett ömsesidigt ägarförhållande uppstod därmed mellan de båda företagen.

Knappt ett halvår senare, i april 1986, sålde Forsinvest tillsammans med närstående företag sina innehav i Boliden till Trelleborg, som därigenom blev ny kontrollerande ägare i företaget med drygt 40 % av röstetalet. Betalning erlades i form av nyemitterade Trelleborgsaktier. Under våren och sommaren 1987 förvärvade Trelleborg successivt ytterligare aktier och framlade slutligen, i oktober 1987, ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i företaget. Betalning erbjöds denna gång kontant. I februari 1988 var förvärvet i praktiken genomfört.

Förvärvsbeslutet fattades vid styrelsesammanträde i Trelleborg den 2 oktober, vid vilket även de anställdas representanter i styrelsen deltog. Bolidens styrelse, inklusive de anställdas representanter i denna, rekommenderade samma dag aktieägarna att acceptera erbjudandet.

Boliden var ursprungligen ett renodlat gruv- och metallvaruföretag. Företagets resultatutveckling påverkades därför starkt av svängningar i världsmarknadspriset på metaller. Låga priser ledde till ett markant försämrat resultat under 1970-talets senare del och aktieutdelningen inställdes helt åren 1977 och 1978. En uppgång i priserna på guld och silver bidrog till en tillfällig resultatförbättring runt decennieskiftet, men år 1982 redovisades åter ett mycket svagt resultat. En förbättring till följd av återigen stigande priser och devalveringen av den svenska kronan inträdde år 1983 och 1984, men därefter försämrades resultatet åter. År 1985 var Bolidens rörelseresultat negativt och vid tidpunkten för Trelleborgs inträde i företaget, våren 1986, var företagets finansiella situation hårt ansträngd.

Bolidens verksamhet utvidgades redan vid 1960-talets början till att avse även kemikalieprodukter och senare även till tillverkning av material för elektronikindustrin. I syfte att ytterligare minska beroendet av metallpriserna beslutade Boliden i januari 1986 att också utöka ett tidigare minoritetsinnehav i företaget Ahlsell genom ett uppköpserbjudande avseende hela företaget. Bolidenkoncernens verksamhetsområde kom därigenom att utökas med bl.a. grosshandel inom installations- och byggproduktområdet samt el- och ventilationsentreprenader. Förvärvet medförde en fördubbling av antalet anställda i koncernen, till närmare 16 000 personer. Priset för Ahlsell uppgick till omkring 1,5 miljarder kronor.

Efter Trelleborgs inträde våren 1986 tillsattes som ny styrelseordförande i Boliden verkställande direktören i Trelleborg, Rune Andersson, och till ny verkställande direktör i Boliden utsågs Kjell Nilsson, även han från Trelleborg. Därefter inleddes en omfattande omstrukturering av Bolidenkoncernen med syfte att koncentrera verksamheten till de områden där företaget traditionellt haft sin basverksamhet, dvs. gruvor, metaller och kemikalier. Ett betydande antal s.k. artfrämmande och förlustbringande delar, inte minst inom det nyförvärvade Ahlsell, avyttrades. Bland dessa märks vitvaruföretagen AEG Hem och Hushåll och Osbypannan, handelsföretagen Ahlsell Kemi och SEAB, elektronikföretagen SATT-Control och Tillquist samt vårdtjänstföretaget Medicare. Totalt avyttrades inom ett år efter Trelleborgs inträde i Boliden företag och verksamheter med närmare 2 000 anställda. Vidare såldes vissa krafttillgångar samt merparten av koncernens börsaktieportfölj.

De medel som på detta sätt frigjordes användes till att dels öppna nya brytningsställena i gruvorna, dels genomföra kompletterande förvärv av företag och verksamheter med närmare anknytning till Bolidens huvudområden. Förutom flera förvärv av mer begränsad storlek köptes år 1987, av den amerikanska koncernen Allis Chalmers, en världsomspännande företagsgrupp som tillverkar utrustning för gruv- och mineralindustrin. Gruppen omsatte vid förvärvstillfället närmare 2 miljarder kronor och hade drygt 4 000 anställda. Verksamheten inordnades sedermera i ett nytt företag med namnet Boliden-Allis.

Förändringarna i Bolidenkoncernen har därefter fortsatt med ytterligare avyttringar och förvärv, bland vilka särskilt märks försäljningen av affärsområdet el-entreprenader med 4 500 anställda år 1988 samt avyttringen av Boliden Kemi med 1 500 anställda våren 1989.

Bolidens övriga verksamhetsområden återfinns i dag som olika affärsområden inom Trelleborgskoncernen och har under de senaste åren redovisat goda resultat, inte minst till följd av en stark efterfrågan och höga priser på metaller. Gruv- och metallrörelsen redovisade år 1988 en vinst på närmare 1 miljard kronor.

På vissa områden fanns vid förvärvstillfället beröringspunkter mellan Trelleborg och Boliden. Trelleborg hade utvecklats från ett traditionellt företag inom gummibranschen med en hög andel standardprodukter till ett företag där mer än hälften av försäljningen utgjordes av specialprodukter i gummi, plast och kompositmaterial. Hälften av försäljningen gick till verkstadsindustrin, en dryg tredjedel till gruv-, stål-, sten- och byggnadsindustrin och resten till bl.a. jord- och skogsbruk. De motiv som från Trelleborgs sida anfördes till förvärvet rörde emellertid inte i första hand tänkbara samordningsfördelar, utan kan i korthet sammanfattas med att Boliden ansågs ha en stor utvecklingspotential som med en ny ledning skulle kunna tas tillvara och generera ett bättre resultat.

Beslutet att gå in i Boliden bör också ses i ljuset av Trelleborgs egen utveckling under 1970- och 1980-talet. Verksamheten i Trelleborg drogs under

1970-talets senare del och några år in på 1980-talet med betydande problem och resultatutvecklingen var starkt negativ. Mot denna bakgrund tillsattes våren 1983 en ny företagsledning med Rune Andersson som verkställande direktör och en omfattande omstrukturering av koncernen inleddes. En rad företag avyttrades, men samtidigt inleddes en kraftig expansion genom interna investeringar och inte minst förvärv av nya företag. Under året närmast före förvärvet av Boliden, 1985, köptes företag med en omsättning på totalt 800 miljoner kronor och omkring 1 200 anställda. År 1986 förvärvades, förutom kontrollposten i Boliden, företag med omkring 1 miljard kronor i omsättning och sammanlagt 1 600 anställda.

Förändringarna i Trelleborg har också fortsatt efter Bolidenaffären. Under år 1987 förvärvades (exkl. de förvärv som Boliden genomförde) företag med en omsättning på omkring 1,2 miljarder kronor och 1 800 anställda. År 1988, då Boliden inordnats i koncernen, ökade förvärven ytterligare och omfattade företag med en omsättning på omkring 5,8 miljarder kronor och 4 500 anställda. Slutligen gick Trelleborg hösten 1989 in som hälftenägare i det kanadensiska gruvföretaget Falconbridge som är en av världens största producenter av bl.a. nickel, koppar och zink, med en omsättning motsvarande omkring 14 miljarder kronor och närmare 10 000 anställda. Trelleborg har också tillkännagivit sin avsikt att från ingången av år 1990 "knoppa av" verksamhetsområdena Mineralhantering samt Bygg- och distribution i särskilda bolag, i vilka Trelleborg avser att inneha omkring halva aktiestocken.

Köpet av Boliden var vid förvärvstidpunkten det utan jämförelse största företagsköp Trelleborg genomfört, men faller i övrigt in i en lång rad förvärv och omstruktureringar som företaget genomfört under 1980-talets senare del. Trelleborg har också i en rad olika sammanhang framhållit att tillväxt genom förvärv i dag är en grundläggande tanke bakom företagets ageranden. I detta avseende synes vissa likheter finnas mellan Trelleborg och exempelvis Electrolux.

3.9 Skanskas förvärv av JM år 1987

Det nionde förvärv utredningen låtit studera är byggnadsföretaget Skanskas köp av aktiemajoriteten i konkurrentföretaget JM år 1987. Detta förvärv skiljer sig från övriga studerade fall så till vida att Skanska inte förvärvat hela aktiestocken i JM, utan endast aktiemajoriteten. JM är i dag ett börsnoterat dotterföretag till Skanska.

Skanska, som är landets största byggnadsföretag, bildades år 1887 under namnet Skånska Cementgjuteriet. Största ägare var Skånska Cement (nuv. Euroc) och företaget startades för att introducera cement inom svenskt byggande. Sedermera kompletterades byggnadsverksamheten med fastighetsförvaltning och Skanska är i dag också landets största fastighetsägare.

Skanskas omsättning uppgick året före förvärvet av JM till drygt 15 mil-

jarder kronor och medeltalet anställda till 28 000 personer. Resultatutvecklingen kännetecknades under åren före förvärvet av en nedåtgående trend i byggrorelsen, medan fastighetsförvaltningens resultat ökade. Totalt sett var emellertid lönsamheten i koncernen god.

Ägarstrukturen i Skanska utmärks sedan mitten av 1970-talet av ett omfattande ömsesidigt och cirkulärt ägande, vilket givit företagsledningen en mycket fristående ställning i förhållande till företagets ägare.

Byggnadsföretaget JM bildades under 1940-talet av John Mattson och har sedan starten varit starkt inriktat mot bostadsproduktion. Vid 1960-talets mitt förvärvades företaget av investmentbolaget Industrivärden, varefter dess verksamhet genom förvärv av andra företag vidgades från Stockholmsområdet till övriga delar av landet. År 1982 introducerades JM på aktiemarknaden, varvid Industrivärdens ägarandel reducerades till strax under 50 % av röstetalet.

I förhållande till Skanska är JM ett litet byggnadsföretag med en omsättning år 1987 på knappt 3 miljarder kronor och med omkring 3 000 anställda. Företagets fastighetsbestånd hade vid utgången av samma år ett marknadsvärde på knappt 4 miljarder kronor. Utvecklingen före förvärvet kännetecknades av en stabil byggproduktion och en växande fastighetsförvaltning.

Skanskas förvärv av aktier i JM skedde i flera steg och med flera olika säljare. I december 1986 förvärvades Industrivärdens innehav av röststarka A-aktier i utbyte mot nyemitterade aktier i Skanska. Skanska erhöll också option på att under våren 1987 förvärva Industrivärdens innehav av B-aktier för 510 kronor per aktie och uppnådde efter utnyttjande därav ett innehav motsvarande en tredjedel av aktiekapitalet och knappt hälften av röstetalet i JM.

Skanskas avsikt var att därefter rikta motsvarande kontantbud på 510 kronor per aktie till JM:s övriga ägare och därigenom förvärva hela företaget. Emellertid presenterades då ett konkurrerande bud på marknaden. Försäkringsföretaget Folksam framlade ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i JM och erbjöd i betalning 580 kronor per aktie. Folksams avsikt var att behålla JM:s fastigheter, medan byggnadsverksamheten skulle placeras i ett fristående företag. Skanska accepterade emellertid inte Folksams bud och fann på grund av den uppkomna situationen inte skäl att gå ut med sitt eget förvärvserbjudande.

Folksam fick snabbt in aktier motsvarande 10 % av aktiekapitalet och 5 % av röstetalet, vilket är den övre gränsen för försäkringsföretags aktieinnehav i enskilda, icke helägda, företag. Resterande aktier tvingades Folksam sälja. Även försäkringsföretaget Wasa ökade sitt innehav i JM till ungefär samma nivå.

I maj 1987 nådde Skanska en uppgörelse med försäkringsföretaget Skandia om förvärv av dess aktier i JM. Förvärvet omfattade drygt 400 000 aktier till priset 520 kronor per aktie, trots att Folksams bud var 60 kronor högre. Uppgåelsen ansågs mot denna bakgrund mycket förvånande och koppla-

des av många bedömare samman med ett meddelande några dagar senare om att Skandia av Skanska skulle förvärva resterande del i den s.k. Carltonfastigheten i Stockholm. Genom uppgörelsen med Skandia ökade Skanskas innehav i JM till 55 % av röstetalet. JM blev därmed ett delägt dotterföretag till Skanska.

Slutligen förvärvade Skanska våren 1988 tidningsföretaget Mariebergs innehav av JM-aktier och uppnådde ett innehav motsvarande totalt 65 % av aktiekapitalet och 82 % av röstetalet. Folksams och Wasas innehav kvarstår dock och båda företagen har deklarerat att de inte avser att avyttra sina aktier.

Köpet av aktier från Industrivärden respektive Marieberg var föremål för styrelsebeslut i Skanska varvid även de anställdas styrelserepresentanter deltog. Det mellanliggande köpet från Skandia behandlades däremot inte i Skanskas styrelse.

Ett par dagar innan offentliggörandet av förvärvet av Industrivärdens aktiepost, den 15 december 1986, informerade Skanska JM:s ledning om förvärvet, vilken i sin tur informerade de fackliga organisationerna i företaget samma dag som förvärvet offentliggjordes. JM:s styrelse uttalade sig inte med anledning av Skanskas förvärv.

Den 11 mars 1987 informerade Folksam JM:s ledning och fackliga organisationer om sin avsikt att presentera ett konkurrerande bud på JM. Vid budets offentliggörande två dagar senare, den 13 mars, kunde Folksam också redovisa ett särskilt uttalande från de fackliga organisationerna, i vilket dessa gav sitt stöd till Folksams förvärvsplaner. Tre dagar efter Folksams bud, den 16 mars, uttalade sig JM:s styrelse och förklarade att Skanskas aviserade bud inte var godtagbart och därför borde avvisas av aktieägarna. När Skanska emellertid förklarat sin avsikt att inte sälja sina JM-aktier till Folksam, kom slutligen den 21 mars ett nytt uttalande från JM:s styrelse i vilket den rådande situationen med Skanska som huvudägare accepterades. I detta uttalande deltog dock inte de anställdas representanter i JM:s styrelse.

Förvärvet av aktier i JM var inte ett resultat av något långvarigt övervägande från Skanskas sida. Det kan snarare beskrivas som en snabbt uppkommen affärsmöjlighet som passade företaget väl. I ett uttalande i anslutning till förvärvet av Industrivärdens innehav i JM framhöll Skanskas verkställande direktör, Lars-Ove Håkansson, att JM var ett starkt och väl-skött företag med en bra balans mellan byggproduktion och fastighetsförvaltning liksom att JM arbetade med ett antal intressanta projekt. Skanska räknade också med att värdestegringen på JM:s fastighetsinnehav skulle ge en bra förräntning under de närmast följande åren.

Vad gäller Industrivärdens motiv till avyttrandet av aktierna i JM gjordes från flera håll gällande att såväl försäljningstidpunkten som priset på aktierna betingades av att Industrivärden efter utlåning av betydande belopp till Fermenta befann sig i en pressad situation och snabbt behövde förbättra sin resultaträkning. Från Industrivärdens sida har emellertid denna tolkning tillbakavisats. Industrivärden har i stället framhållit att JM-aktien vid det

aktuella tillfället var högt värderad av marknaden, medan motsatsen gällde för Skanskas aktier och att de erbjudna villkoren i det läget gjorde det förmodligen att acceptera Skanskas erbjudande.

Skanskas förvärv av aktiemajoriteten i JM har inte resulterat i annat än marginella organisatoriska förändringar i företaget. JM drivs som ett från Skanska fristående företag och uppträder utåt inte sällan som konkurrent till sitt moderbolag. Det är emellertid svårt att i dag bedöma huruvida denna situation kommer att bestå om Skanska ytterligare ökar sin andel i företaget.

3.10 Nordstjernans förvärv av ABV år 1988

Det tionde förvärv utredningen låtit studera är Nordstjernans köp av byggnadsföretaget ABV år 1988. Rederiaktiebolaget *Nordstjernen* grundades under 1800-talets sista decennium av familjen Johnson och är ett av de få storföretag i svenskt näringsliv som ännu i dag är helt familjekontrollerat. Till helt nyligen stod företaget också utanför aktiemarknaden. I samband med arvsskifte efter generalkonsul Axel Ax:son Johnson vid slutet av 1950-talet övergick visserligen aktiemajoriteten i företaget till två för ändamålet bildade stiftelser, men kontrollen över stiftelserna och därmed också företaget, förblev i familjens händer.

Under många år hänfördes Nordstjernen till den s.k. Axel Johnsongruppen som bestod av dels Nordstjernankoncernen, dels handelsverksamheten i de två "systerkoncernerna" A. Johnson & Co HAB och A. Johnson Inc. i Förenta staterna. Under 1980-talet splittrades emellertid verksamheten på två grenar av familjen, varvid Nordstjernen gick till en gren och handelsverksamheten till en annan gren. I det följande ägnas intresset endast Nordstjernankoncernen.

Genom att successivt addera nya verksamhetsområden till den ursprungliga rederirörelsen utvecklades Nordstjernen med tiden till ett konglomerat av flera hundra företag verksamma inom en rad olika och av varandra oberoende områden. Vid 1980-talets mitt utgjordes de tyngsta delarna i koncernen av bygg- och fastighetsrörelsen i JCC samt ståltillverkningen i Avesta, vilka vardera svarade för omkring en tredjedel av koncernens omsättning. I övrigt återfanns i koncernen bl.a. rederiet Johnson Line och varuhuskedjan Nordiska Kompaniet, men också en lång rad mindre företag inom bland annat verkstads-, transport- och försäkringsbranscherna.

Totalt omsatte Nordstjernen år 1984 drygt 17 miljarder kronor och hade närmare 24 000 anställda. Koncernens finansiella ställning var emellertid, efter flera år av dålig lönsamhet, mycket svag och beslut fattades om en genomgripande förändring av verksamheten. På längre sikt skulle Nordstjernans ägarstruktur också ändras och aktien børsintroduceras. En ny verkställande direktör, Bernt Magnusson, tillsattes och en koncentration mot färre produktområden inleddes.

År 1984 utvidgades koncernens engagemang på stålsidan genom att Avesta förvärvade den rostfria specialstålverksamheten i Fagersta och Uddeholm. Samtidigt minskade Nordstjernans andel i Avesta från 100 % till drygt 50 %.

Under de två åren därefter, 1985 och 1986, avyttrades, fusionerades eller avvecklades nära hundratalet rörelsedrivande bolag inom Nordstjernankoncernen. Särskilt genomgripande var under dessa år förändringarna inom verkstadsområdet, där bland annat KMW och KaMeWa fick nya ägare. Som en följd av dessa åtgärder minskade antalet anställda i koncernen med drygt 5 000 personer. Under år 1987 och 1988 hade avyttringarna en mer begränsad omfattning och flera mindre förvärv genomfördes inom i första hand byggnads- och stålområdena. År 1987 börsintroducerades också tre av koncernens dotterföretag, nämligen Avesta, NK och Databolin.

Byggnads- och fastighetsverksamheten i JCC omsatte under år 1987 drygt 6 miljarder kronor och sysselsatte i genomsnitt under året närmare 7 000 personer. Nordstjernans nya ledning avsåg att utvidga JCC till ett företag med större resurser och större konkurrenskraft och övervägde med denna utgångspunkt olika möjligheter till förvärv av eller samgåenden med andra företag i branschen, däribland ABV.

Byggnads- och fastighetsföretaget ABV bildades år 1977 genom en sammanslagning av de två företagen AB Armerad Betong och Vägförbättringar AB. Företaget omsatte år 1987 drygt 10 miljarder kronor och hade i genomsnitt under året 12 000 anställda. Såväl omsättnings- som sysselsättningsmässigt var således ABV ett större företag än JCC. Mätt i marknadsandel var ABV, efter Skanska, det näst största entreprenadföretaget i Sverige, följt av BPA på tredje och JCC på fjärde plats.

Ägarstrukturen i ABV utmärktes under 1980-talets första hälft av omfattande ömsesidiga ägarsamband med företagen Balken och Företagsfinans. Tillsammans hade två av de tre företagen alltid majoritet i det tredje företaget, vilket skapade en mycket stark ställning för företagsledningen i ABV och utestängde potentiella förvärvare av företaget. Konstruktionen tilldelades i media epitetet hajburen.

Hösten 1985 förvärvades emellertid Balken av konsultföretaget Pronator som därigenom, efter Företagsfinans, blev näst största ägare i ABV. Pronator förvärvade sedermera även Företagsfinans och dess aktier i ABV, men överlät samtidigt en del ABV-aktier till en grupp bestående av större försäkringsföretag och fjärde AP-fonden. Efter dessa förvärv innehade Pronator totalt omkring en tredjedel av röstetalet i ABV. I december 1987 erbjöds Nordstjernan att förvärva denna post i ABV, vilket kan sägas vara det som öppnade vägen för Nordstjernans senare övertagande. Nordstjernan köpte aktierna och beslutade vid styrelsesammanträde den 25 januari 1988 framföra ett offentligt erbjudande till övriga ägare om förvärv av samtliga aktier i ABV. Betalning erbjöds i form av 325 kronor per aktie kontant eller en kombination av kontanter och aktier i Nordstjernan.

Styrelsen i ABV motsatte sig emellertid Nordstjernans bud och med-

delade att den avsåg att ge ut ett eget prospekt för att beskriva ABV:s framtidsutsikter som ett fristående företag. I årsredovisningen för verksamhetsåret 1987 framhöll styrelsen att ABV som fristående företag hade bättre utvecklingsmöjligheter än om det slogs samman med JCC. Nordstjernans intentioner kvarstod dock oförändrade och förvärvsförsöket kom nu att betecknas som fientligt.

I mars 1988 framlade tidningsföretaget Marieberg ett i viss mening konkurrerande bud genom att erbjuda sig att köpa hela Nordstjernans post i ABV för 400 kronor per aktie. Erbjudandet var enligt Marieberg betingat av företagets strävan att vidga sin verksamhet på fastighetsmarknaden. Nordstjernan avböjde emellertid och beslutade i stället höja sitt eget bud till ABV:s ägare till 400 kronor per aktie samt teckningsrätter i Nordstjernan att användas i en planerad nyemission. Det tidigare kombinationsalternativet kontanter och aktier bortföll.

Styrelsen i ABV anförde ånyo att en fusion mellan ABV och JCC inte skulle gagna ABV:s utveckling, men konstaterade att det erbjudna priset per aktie nu låg på en sådan nivå att styrelsen inte kunde avråda aktieägarna från att acceptera budet. I april meddelade de större ägarna, dvs. fjärde AP-fonden, Skandia och SPP, att de avsåg att godtaga erbjudandet och i slutet av maj var förvärvet i praktiken klart.

Vid ABV:s bolagsstämma i juni utsågs en ny styrelse och verkställande direktör. Den avgående VD:n erbjöds en post som arbetande vice ordförande i det nya bolaget Nordic Construction Company, NCC, men avböjde. Samtliga ledamöter i ABV:s styrelse undanbad sig också återval.

De anställdas styrelserepresentanter i Nordstjernan deltog i beslutet att förvärva ABV och de anställdas representanter i ABV:s styrelse deltog i och ställde sig bakom de uttalanden som ABV-styrelsen gjorde under den aktuella tidsperioden.

NCC bildades formellt den 1 januari 1989. Företaget hade då närmare 20 000 anställda, en omsättning på drygt 16 miljarder kronor och ett fastighetsinnehav med ett marknadsvärde som året dessförinnan uppgick till drygt 6 miljarder kronor. Bildandet av NCC medförde ett betydande antal sammanslagningar av administrativa funktioner i JCC och ABV, vilket på längre sikt sannolikt kommer att medföra neddragningar på tjänstemannasidan. Bland de kollektivanställda har några förändringar i detta avseende inte ägt rum och är i den rådande goda byggkonjunkturen inte heller förestående.

3.11 MoDo:s förvärv av Holmen respektive Iggesund år 1988

Den elfte och sista fallstudie utredningen låtit genomföra avser MoDo:s köp av företagen Holmen och Iggesund år 1988, förvärv som i olika sammanhang betecknats som bildandet av ett tredje skogsblock i svenskt näringsliv.

Skogsföretaget Mo & Domsjö, *MoDo*, bildades under 1800-talets senare hälft och bedrev då sågverksrörelse på orterna Mo och Domsjö i mellersta Norrland. Efter sekelskiftet startade företaget också massatillverkning och senare även papperstillverkning. Vid tidpunkten för förvärvet av Holmen och Iggesund var MoDo en av Europas största tillverkare av finpapper och pappersmassa.

Koncernens omsättning låg vid mitten av 1980-talet på omkring 7 miljarder kronor och antalet anställda uppgick till omkring 7 000 personer. Två tredjedelar av omsättningen avsåg finpapper och knappt en tredjedel massaförsäljning. Resultatutvecklingen karakteriserades av tvåra kast till följd kraftiga svängningar i priset på avsalumassa, dvs. den pappersmassa som inte används i den egna produktionen. Under 1970- och början av 1980-talet var koncernens resultat efter finansiella poster vid flera tillfällen negativt. Året närmast före de studerade förvärven, dvs. 1987, redovisade emellertid koncernen en vinst på närmare 1 miljard kronor.

Ägarstrukturen i MoDo har sedan länge dominerats av familjen Kempe/Carlgren, vilken tillsammans med närstående stiftelser och bolag år 1987 innehade aktier motsvarande drygt 40 % av röstetalet i bolaget. Därtill förelåg ett ömsesidigt ägande mellan MoDo och Iggesund som förstärkte familjens ställning i företaget. MoDo ägde i det närmaste 50 % av aktierna i Iggesund och Iggesund ägde i sin tur aktier motsvarande närmare 13 % av röstetalet i MoDo. Styrelseordförande i såväl MoDo som Iggesund var Matts Carlgren, vars person i hög grad kom att förknippas med genomförandet av de studerade förvärven.

Iggesunds Bruk, *Iggesund*, har sitt ursprung i ett järnbruk från slutet av 1600-talet, vars verksamhet med tiden utvidgades till sågverksrörelse och sedermera till pappersmassa- och kartongtillverkning. Vid tidpunkten för uppköpet från MoDo:s sida var kartong koncernens huvudprodukt, vilket markerades bland annat genom att en av Europas största kartongtillverkare, det brittiska Thames Board, förvärvades och inordnades i koncernen i januari 1988. Förutom kartong tillverkade Iggesund också trävaror.

Iggesunds omsättning uppgick år 1987 till omkring 2,5 miljarder kronor och totalt hade företaget omkring 2 500 anställda. Två tredjedelar av omsättningen var att hänföra till kartongtillverkningen, medan en tredjedel emanerade från trävaruproduktionen.

Ägarstrukturen i Iggesund dominerades år 1987 helt av MoDo som största ägare. MoDo innehade, som ovan påpekats, strax under 50 % av röstetalet i Iggesund och hade därtill förköpsrätt till aktier motsvarande 5 % av röstetalet som innehades av företaget Rang Invest. I praktiken var Iggesund därför redan år 1987 ett dotterföretag till MoDo.

Även det andra av de båda förvärvade företagen, *Holmen*, har anor tillbaka till 1600-talet, då vapenfaktoriet Holmens Bruk anlades i Norrköping. Vid mitten av 1800-talet startades maskinell produktion av papper och från samma tid daterar sig också textiltillverkningen, som tillsammans med papper utgjorde företagets huvudsakliga verksamhetsområde fram till 1960-

talet. Textiltillverkningen lades då successivt ned och verksamheten koncentrerades helt till pappersproduktion, med tonvikt på tidnings- och journalpapper.

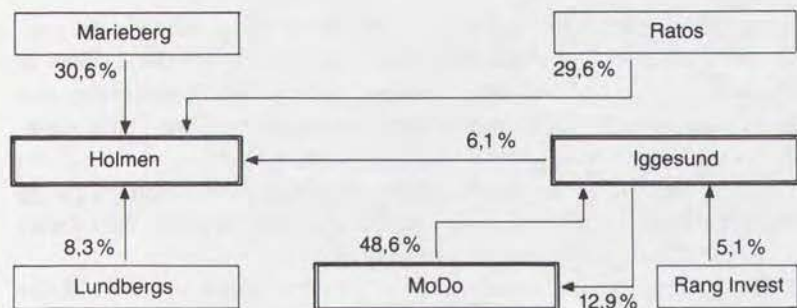
Holmen har under 1980-talet expanderat kraftigt genom en omfattande utbyggnad av produktionskapaciteten och förvärv av andra företag. Bland de större förvärven märks särskilt köpet av Fiskeby AB år 1986, som då omsatte närmare 2 miljarder kronor och hade 3 700 anställda. Genom förvärvet vidgades Holmens verksamhet till nya affärsområden som sulfatmassa, kraftpapper och mjukpapper. I september 1987 köpte Holmen också MoDo Konsumentprodukter AB, varigenom hygienprodukter blev det näst största affärsområdet i koncernen. Totalt omsatte Holmen år 1987 närmare 7,7 miljarder kronor och hade drygt 7 000 anställda. Resultatutvecklingen har under hela 1980-talet varit positiv och företaget redovisade år 1987 en vinst efter finansiella poster på 600 miljoner kronor.

Ägarstrukturen i Holmen dominerades sedan länge av tidningsföretaget Marieberg samt investmentföretaget Ratos, vilka vid ingången av år 1987 vardera innehade aktier svarande mot 30 % av röstetalet för samtliga aktier i företaget. Holmen är ett av de få företag som alltså har skillnaden 1 till 1 000 i röstvärde mellan A- och B-aktier och de båda kontrollägarnas ställning baserades helt på röststarka A-aktier.

MoDo:s förvärv av Holmen och Iggesund var vid sitt genomförande den dittills största affären i svenskt näringsliv. Värdet av de aktieposter som MoDo förvärvade direkt från de större ägarna och genom de senare framlagda offentliga uppköpserbjudandena kan uppskattas till drygt 9 miljarder kronor. Unikt i sammanhanget är vidare att MoDo vid ett och samma tillfälle framlade ett bud på *två* börsnoterade företag och att konvertibla vinstandelsbevis, KVB, användes för att finansiera affären.

Förvärvet blev en utdragen process som varade från januari 1986 till mars 1988 och som i sina detaljer rymmer en kamp mellan olika aktieägarintressen, men också illustrerar det motsatsförhållande som ofta uppkommer mellan det förvärvande företaget och den verkställande ledningen i målföretaget. Utredningen har därför valt att i detta sista förvärvsfall skildra förloppet på en något mer detaljerad nivå.

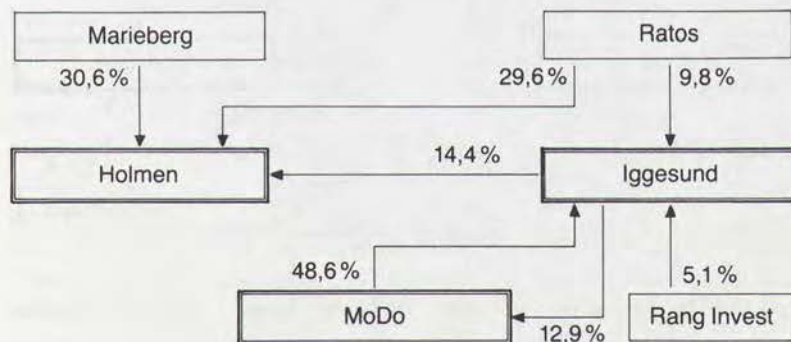
Ägarsituationen i de tre företagen vid årsskiftet 1985–1986 illustreras i figur 3:1 nedan. Största ägare i Holmen var då, som ovan påpekats, Marieberg och Ratos med A-aktieinnehav om vardera 30 % av röstetalet. Därutöver innehade företaget Lundbergs A-aktier svarande mot 8 % och Iggesund A-aktier motsvarande 6 % av röstetalet. Iggesund var som påpekats i realiteten ett dotterföretag till MoDo.



Figur 3:1 Ägarsamband mellan MoDo, Holmen och Iggesund vid årsskiftet 1985–1986. Procentuell röstandel.

I slutet av januari 1986 förvärvade Iggesund, till en femtioprocentig överkurs, Lundbergs A-aktieinnehav i Holmen och blev därigenom Holmens tredje största ägare. I en presskommuniké med anledning av förvärvet framhöll Matts Carlgren att en plattform på detta sätt skapats för diskussioner om samarbete med Holmen. Holmens styrelseordförande och ledning reagerade emellertid starkt negativt och betecknade MoDo:s agerande som fientligt. Några samordningsfördelar mellan MoDo, Iggesund och Holmen ansågs inte existera.

Den ena av Holmens huvudägare, Ratos, underströk några veckor senare sin inställning genom att köpa aktier motsvarande 9,8 % av röstetalet i Iggesund. Ratos kunde därmed i praktiken blockera ett fullständigt övertagande av Holmen. Den nya ägarsituationen framgår av figur 3:2.



Figur 3:2 Ägarsamband mellan MoDo, Holmen och Iggesund våren 1986. Procentuell röstandel.

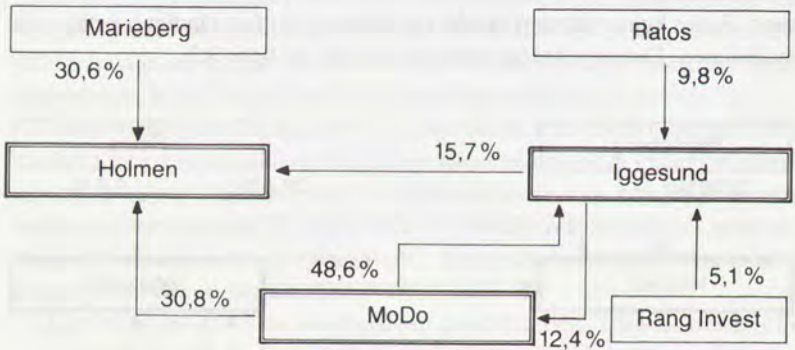
I mars 1987 gav Matts Carlgren offentlighet åt tanken på ett tredje skogsblock i svenskt näringsliv och menade att tiden var inne för en samordning mellan MoDo, Iggesund och Holmen. Ännu en gång avvisades emellertid

dessas tankar av Holmens huvudägare och ledning. Ratos och Marieberg av- gav en "självständighetsdeklaration" ställd till Holmens styrelse, i vilken de förklarade att de inte ansåg det föreligga några samordningsfördelar med andra svenska skogsföretag och att deras handlande framöver skulle väg- ledas av att Holmen skulle förbli ett fristående företag.

Med hänvisning till Iggesunds femtonprocentiga andel i Holmen gjorde Matts Carlgren också anspråk på en plats i Holmens styrelse, men kravet avvisades av sittande styrelse och ledning.

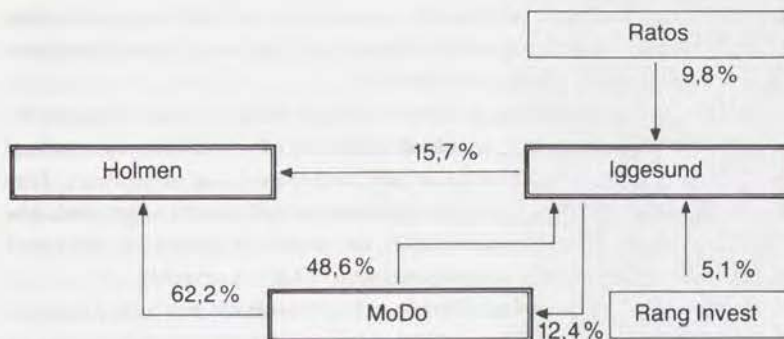
Som tidigare nämnts förvärvade Holmen under sommaren 1987 MoDo Konsumentprodukter AB. MoDo försökte därvid få betalt i Holmenaktier, men detta tillbakavisades av säljaren. I och med överlåtelsen bortföll dock i stor utsträckning möjligheten att med hänvisning till konkurrensskäl neka Carlgren styrelserepresentation i Holmen och så småningom meddelade Johan Bonnier, som satt i styrelsen på Mariebergs mandat, att han var be- redd att rösta för ett inval av Carlgren. Därmed förändrades också Ratos si- tuation i företaget. Från att tidigare ha kontrollerat Holmen tillsammans med Marieberg satt Ratos nu med 30 % av rösterna samtidigt som MoDo via Iggesund och tillsammans med Marieberg kontrollerade närmare 47 %.

Mot denna bakgrund överlät Ratos den 5 oktober sin aktiepost i Holmen till MoDo, som därmed blev Holmens största ägare med 30 % av röstetalet i eget innehav och närmare 16 % via Iggesund, se figur 3:3. Kort därefter meddelades att Holmens verkställande direktör avsåg att lämna företaget.



Figur 3:3 Ägarsamband mellan MoDo, Holmen och Iggesund vid mitten av oktober 1987. Procentuell röstandel.

Den 14 oktober utfäste sig MoDo och Iggesund gemensamt att inom viss an- given tid förvärva Mariebergs aktier i Holmen för samma pris per aktie som man tidigare betalat Ratos. En månad senare utnyttjade Marieberg optio- nen och MoDo blev majoritetsägare i Holmen, se figur 3:4.



Figur 3:4 Ägarsamband mellan MoDo, Holmen och Iggesund vid årsskiftet 1987–1988. Procentuell röstandel.

Mot bakgrund av det kraftiga och snabba kursfall som den 19 oktober 1987 inleddes på fondbörser över hela världen och som fortsatte under november och december månad, kom förvärvet av Mariebergs aktiepost att ske till en betydande överkurs. Ett latent nedskrivningsbehov av aktierna uppstod i MoDo:s balansräkning, vilket i sig skulle komma att ge upphov till en extraordinär kostnad i resultaträkningen. Effekten av kursnedgången kunde emellertid lindras genom ett fullständigt samgående mellan de tre företagen och planer började göras upp för ett förvärv av resterande aktier i Holmen och Iggesund.

Slutligen, den 11 mars 1988, beslutade MoDo lägga fram ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i både Holmen och Iggesund och i början av maj tillställdes marknaden ett uppköpsprospekt. I utbyte mot sina aktier erbjöds ägarna en kombination av konvertibla vinstandelsbevis och kontanter. Ett konvertibelt vinstandelsbevis, KVB, är ett skuldebrev som berättigar till konvertering till aktier i det utställande företaget och på vilket räntan är relaterad till aktieutdelningen i företaget. Konvertibla vinstandelsbevis uppvisar betydande likheter med aktier, men berättigar inte innehavaren till rösträtt under innehavstiden. MoDo:s KVB löper på 40 år med en räntesats på 115% av utdelningen på den underliggande aktien.

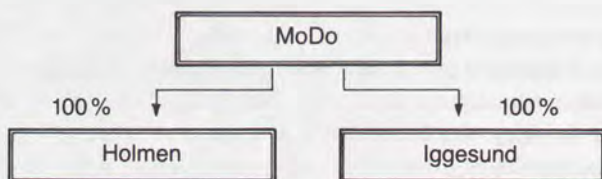
MoDo:s KVB-emission är den utan jämförelse hittills största emissionen av detta, förhållandevis nya, värdepapper i svenskt näringsliv. Totalt kom emissionen att belöpa på närmare 3,3 miljarder kronor. Räntan på vinstandelsbevisen utgör en avdragsgill kostnad i MoDo:s deklaration, varför denna finansieringsform med stor sannolikhet framstod som väsentligt fördelaktigare för MoDo än en traditionell apportemission av aktier i företaget. Dessutom förändrades på detta sätt inte röstandelsförhållandena mellan ägarna.

MoDo:s bud kritiserades från flera håll för att vara för lågt, för att betalning erbjöds i form av KVB och för att informationen var bristfällig, men

i mitten av juli var förvärvet i praktiken genomfört och MoDo kunde begära tvångsinlösen av resterande aktier. Holmen och Iggesund blev därmed helägda dotterbolag till MoDo, se figur 3:5.

MoDo:s beslut om förvärv av Ratos och Mariebergs innehav i Holmen föregicks av MBL-förhandlingar i oktober 1987 och de anställdas representanter deltog också i styrelsebesluten om förvärv av dessa aktieposter. Förvärvserbjudandena till övriga ägare i Holmen och till ägarna i Iggesund, den 11 mars 1988, var inte föremål för MBL-förhandlingar, men beslutades med samtycke från de anställdas representanter i MoDo:s styrelse.

Holmens styrelse rekommenderade vid sammanträde den 5 april sina aktieägare att acceptera MoDo:s erbjudande och i detta beslut deltog även de anställdas styrelserepresentanter. Iggesunds styrelse fattade däremot inte något formellt beslut med anledning av MoDo:s erbjudande.



Figur 3:5 Ägarsamband mellan MoDo, Holmen och Iggesund efter samgåendet. Procentuell röstandel.

MoDo:s ägarstruktur domineras även efter förvärvet av familjen Kempe/Carlgren, vilken innehar aktier representerande 40 % av röstetalet. Företaget Lundbergs har emellertid genom successiva förvärv uppnått en andel på närmare 25 % och är därmed MoDo:s näst största ägare. Tredje största ägare är företaget Marieberg som dels direkt förvärvat aktier i MoDo, dels konverterat en del av de tidigare erhållna konvertibla vinstandelsbevisen i företaget. I juni 1989 ingicks ett ömsesidigt avtal om förköpsrätt av röststarka aktier och konvertibla vinstandelsbevis mellan å ena sidan Kempe/Carlgren och å andra sidan Marieberg, vilket medförde att Kempe/Carlgrens position i ägarstrukturen stärktes.

Beträffande de motiv som ursprungligen låg bakom MoDo:s engagemang i Iggesund och sedermera även i Holmen, framhölls från företagsledningens sida vid flera tillfällen, att en allt hårdare internationell konkurrens gjort det nödvändigt att bredda den produktmässiga basen i MoDo för att på det sättet minska beroendet av den konjunkturkänsliga pappersmassan. När majoritetsägandet var ett faktum och MoDo presenterade ett bud på samtliga aktier i företagen framhölls i emissionsprospektet också en rad mer konkreta samordningsfördelar.

MoDo:s agerande skall också ses mot bakgrund av den strukturomvandling som under de senaste decennierna pågått i svensk och inte minst

utländsk skogsindustri. Stora koncerner har bildats och en rad mindre företag har lagts ned. Produktionen har i allt större utsträckning integrerats och rationaliserats, med påföljd att antalet tillverkningsenheter minskat.

Bakom denna utveckling ligger flera faktorer. Företagens traditionella hemmamarknader är inte längre lika skyddade och deras produkter möter konkurrens från fler företag än tidigare. Inom många av skogsindustrins branscher är också marknaderna mogna eller stagnerande, vilket medfört en låg tillväxttakt och stora krav på effektivitet och produktutveckling i företagen. En pådrivande faktor är också de höga investeringskostnaderna i skogsindustrin, som ställer stora krav på finansiell kapacitet. Att förvärva ett redan existerande företag är därför ofta ett mindre kostnadskrävande alternativ än att bygga ut den befintliga produktionsapparaten.

I Förenta staterna liksom i en rad europeiska länder skedde denna strukturella omvandling inom skogsindustrin i stor utsträckning under 1970-talet, medan den i Sverige accentuerades ett decennium senare. Som en illustration till den svenska utvecklingen anges i tabell 3:2 nedan ett antal större företagsförvärv under femårsperioden 1984 – 1988.

Tabell 3:2 Svenska skogsföretags större företagsförvärv under perioden 1984 – 1988.

År	Köpare	Förvärvat företag
1984	Stora	Billerud
1985	Papyrus	Nymölla
1985	SCA	Obbola Linerboard
1985	Bäckhammars Bruk	Åmotfors Bruk
1985	SCA	Svanö
1986	Holmens Bruk	Fiskeby
1986	Mölnlycke (SCA)	Edet
1986	Stora	Papyrus
1986	Papyrus (Stora)	Oppboga
1987	Holmens Bruk	MoDo Konsumentprodukter
1988	Iggesund	Thames Board (Storbritannien)
1988	SCA	Peaudouce (Frankrike)
1988	Stora	Swedish Match
1988	Rottneros	Swanboard
1988	SCA	Italcarta (Italien)
1988	SCA	Laakirchen (Österrike)

Källa: SPK

Stora expanderade under denna period genom förvärv av Billerud, Papyrus och Swedish Match och är i dag Sveriges största skogsföretag med en omsättning år 1988 på omkring 35 miljarder kronor och 55 000 anställda. På samma sätt har SCA, som är det näst största skogsföretaget, genom en rad förvärv vuxit till en omsättning år 1988 på 20 miljarder kronor och en selsättningsnivå på omkring 20 000 personer. MoDo blev genom förvärven av Holmen och Iggesund det tredje största företaget – det tredje skogsblocket – med en omsättning på 20 miljarder kronor och drygt 16 000 anställda.

4 Fallstudiernas resultat

De av utredningen studerade företagsförvärv uppvisar var för sig en mängd särdrag. Inget förvärv är identiskt med något annat, vare sig i fråga om motiv, händelseförlopp eller effekter. Utredningen har trots detta funnit det angeläget att i ett särskilt kapitel behandla dessa aspekter av de studerade förvärven i samlad form och relatera de framkomna resultaten till existerande teorier och tidigare undersökningar på området. I föreliggande kapitel diskuteras därför i tur och ordning företagsförvärvens drivkrafter, de sätt på vilka förvärven genomförts och slutligen de effekter förvärven haft för företagens olika intressenter.

Kapitlet inleds i avsnitt 4.1 med en redovisning av de teorier som inom ekonomisk forskning framförts rörande drivkrafterna bakom företagsförvärv och företagssamgåenden. I avsnittet diskuteras också i vilken utsträckning dessa teorier vunnit stöd vid empirisk prövning och slutligen i vilken utsträckning teorierna synes relevanta med avseende på de av utredningen studerade fallen. I avsnitt 4.2 diskuteras metoder för förvärvens genomförande och i avsnitt 4.3 diskuteras avslutningsvis förvärvens effekter.

Utredningen vill i detta sammanhang åter framhålla att de studerade förvärven inte utgör ett statistiskt representativt urval ur den totala mängden företagsförvärv i svenskt näringsliv och att fallstudiernas resultat därför inte kan läggas till grund för slutsatser om förvärvsaktiviteten i näringslivet som helhet. Detta hindrar dock givetvis inte att en rad av de uppmärksammade förhållandena har sin motsvarighet även i andra förvärv och att fallstudierna därför har relevans även för en vidare diskussion.

4.1 Förvärvens motiv

En grundläggande förutsättning för att ett företagsförvärv skall komma till stånd är att en skillnad föreligger mellan köparens och säljarens värdering av företaget. Förekomsten av ett sådant värderingsgap är ett nödvändigt villkor för förvärvet och frågan om vad som motiverar värderingsgapets existens och storlek har tilldragit sig ett betydande intresse inom den ekonomiska forskningen. En rad teorier och förklaringsmodeller har presenterats, av vilka en del kompletterar varandra medan andra är varandra uteslutande. Flertalet författare är överens om att orsakerna till värderingsgapet kan variera från ett förvärv till ett annat och att gapet ofta är ett resultat av flera samverkande faktorer. Varken på det teoretiska eller empiriska planet före-

ligger dock någon enighet om de olika faktorernas relativa betydelse i sammanhanget.

I analytiskt syfte kan de framförda teorierna inordnas i tre huvudkategorier. Den första kategorin utgörs av teorier som hävdar att värderingsgapet är en följd av att köpare och säljare antingen har tillgång till olika information om företaget i fråga eller värderar given information olika. Teorierna förutsätter inte att några förändringar i målföretagets verksamhet kommer till stånd efter förvärvet, utan värderingsgapet avser företaget i dess befintliga form.

Den andra kategorin teorier tar utgångspunkt i de vinster som kan uppkomma genom en förändring eller samordning av verksamheten i det köpande och det uppköpta företaget. Värderingsgapet är i dessa teorier hänförligt till möjligheten att exempelvis byta ut en mindre kompetent ledning i målföretaget, utnyttja stordriftsfördelar i produktionen eller uppnå en stärkt position på företagets marknader. Till samma kategori brukar också hänföras teorier om skattemässiga samordningsfördelar mellan köpande och uppköpt företag.

Den tredje och sista kategorin utgörs av teorier som utgår från att syftet med förvärvet primärt är ett annat än att maximera värdet på det köpande företaget och de egna ägarnas förmögenhet.

4.1.1 Teorier om företagsförvärv som ett resultat av asymmetriskt fördelat information

Den första kategorin teorier om värderingsgapets orsaker förutsätter, som redan påpekats, inte några förändringar i det uppköpta företagets verksamhet efter förvärvet. Värderingsgapet är renodlat i den bemärkelsen att det grundar sig på skilda bedömningar av de framtida inkomstströmmar som företaget i befintlig form kommer att generera. Bedömningsskillnaden kan vara en följd av att köpare och säljare inte har tillgång till samma information om företagets historiska eller förväntade resultat, marknadsutsikter etc., men kan också bero på att parterna tolkar och värderar informationen olika. Till följd av skillnader i exempelvis risk- eller likviditetspreferens kan köpare och säljare ha olika avkastningskrav och därför värdera given information olika.

Flera forskare har anfört att denna typ av renodlade värderingsgap i första hand kan förväntas förekomma vid värdering av mindre och onoterade företag, medan värderingsgapen långsiktigt bör utjämnas i företag vilkas aktier är föremål för handel på en någorlunda stor och väl fungerande aktiemarknad. Mot detta har å andra sidan anförts dels att aktiemarknaden inte fungerar perfekt, dels att uppkomna balanssituationer på marknaden ständigt tenderar att rubbas. Förändringar i exempelvis den tekniska miljön, i industrins struktur eller i regleringar på olika områden medför att informationsasymmetrier ständigt uppkommer och att renodlade värderingsgap därför förekommer även bland aktiemarknadsföretag.

Brister i aktiemarknadens värderingsförmåga är ett ofta återkommande tema i de förklaringar till företagsförvärv som anförts av i första hand forskare med en kritisk inställning till de omfattande förvärven i det amerikanska näringslivet under senare år. Dessa hävdar att värderingsgapet är en följd av att marknaden inte förmår att i varje ögonblick rätt värdera samtliga noterade företag. Vid varje tidpunkt är några företag undervärderade (och några övervärderade) i förhållande till sin långsiktiga lönsamhetspotential och kan med större sannolikhet än andra förväntas bli föremål för uppköpserbjudanden.

4.1.2 Teorier om företagsförvärv som ett resultat av förväntade samordningsvinster

Den andra kategorin teorier om företagsförvärvens motiv betraktar värderingsgapet som ett resultat av att köparen förväntar sig uppnå olika slags samordningsvinster mellan det köpande och det uppköpta företaget. Dessa samordningsvinster brukar i sin tur ofta hänföras till effektivitetsförbättringar, förbättrade marknadspositioner eller ökad stabilitet i resultatutvecklingen. Som ovan påpekats brukar till denna kategori också hänföras skattemässiga samordningsvinster.

Företagsförvärv som ett sätt att öka effektiviteten i företagens verksamhet

Effektivitetsförbättringar genom ett företagssamgående kan uppstå på många olika sätt och inom i princip vilken funktion som helst i de berörda företagen. Mest påtagligt effektivitetsorienterade är de teorier som betraktar *företagsförvärv som ett sätt att byta ut en mindre kompetent ledning i målföretaget*. Enligt dessa teorier motiveras företagsförvärv ofta av att ledningen i det köpande företaget anser sig kunna öka effektiviteten i målföretagets verksamhet genom att antingen utnyttja befintliga resurser på ett bättre sätt eller omfördela resurserna inom företaget. Teorierna i fråga har under senare år ofta åberopats som förklaring till bl.a. de stora förvärv i det amerikanska näringslivet, exempelvis inom oljeindustrin, vid vilka köparen anför att målföretagets ledning underlåtit att återföra vinstmedel till aktieägarna trots att företaget saknat lönsamma investeringsalternativ.

Med detta synsätt har vuxit fram teorier om aktiemarknaden som *en marknad för företagskontroll*, dvs. en marknad på vilken olika företagsledningarna genom förvärvserbjudanden tävlar om kontroll över företagens resurser. Teorierna utgår från att en starkt positiv korrelation föreligger mellan företagsledningens effektivitet och priset på ett företags aktier. Sköter företagsledningen företaget på ett icke effektivt sätt antas aktiernas värde komma att ligga under det potentiella värdet av företagets resurser, vilket medför att någon annan förr eller senare kommer att vilja ta över verksamheten. Företagsförvärv blir sålunda en metod genom vilken aktieägarkol-

lektivet kan bemästra det s.k. principal-agentproblemet mellan ägare och ledning.

Effektivitetsförbättringar genom företagssamgåenden kan emellertid också uppkomma trots att de berörda företagen var för sig redan bedriver en med hänsyn till storlek, efterfrågeförhållanden och teknik så effektiv produktion som möjligt. Effektivitetsförbättringarna hänför sig då till vad som brukar kallas *stordriftsfördelar* och uppkommer om det vid en ökad anläggningsstorlek eller ett ökat antal anläggningar i varje företag är möjligt att utnyttja företagets totala resurser effektivare än om de drivs som separata enheter. Effektiviteten kan öka exempelvis genom att varje produktionsenhet utnyttjas för produktion av enstaka produkter i stället för ett bredare produktsortiment, vilket i sin tur ofta möjliggör längre produktionsserier och lägre styckkostnader. En annan effekt av ett samgående kan vara att företaget får större möjligheter att förvärva och utnyttja resursbesparande specialmaskiner och andra odelbara produktionsfaktorer – ett förhållande som ansetts särskilt relevant inom kapitalintensiva delar av industrin.

Stordriftsfördelar kan också föreligga i administration, distribution och marknadsföring samt inte minst inom forsknings- och utvecklingsverksamhet. Flera forskare hävdar att företagsstorleken ofta är avgörande för vilka företag i en bransch som har möjlighet att tillämpa given produktions-, organisations- eller försäljningsteknik och därmed på lång sikt överleva.

Teorierna om stordriftsfördelar är i första hand formulerade för horisontella samgåenden, men även vertikala förvärv anses kunna betingas av förväntningar om ökad effektivitet. Tekniska beroendeförhållanden mellan olika förädlingsled samt reduceringar av transportkostnader anses kunna vara drivkraften bakom vertikal integration. Förekomsten av stordriftsfördelar i administration, distribution samt forsknings- och utvecklingsarbete medför att teorierna dessutom är tillämpbara vid diversifierande förvärv.

Det finns slutligen också forskare som betonat stordriftsfördelar i fråga om företagets externa finansiering och framhållit att exempelvis lånekostnaderna kan förväntas sjunka vid en växande storlek på företaget. Till samma kategori kan hänföras teorier om att de finansieringsproblem som ofta möter småföretag som befinner sig i en expansionsfas kan förklara varför små innovativa företag ofta övertas av större "mogna" företag. Mot detta har dock anförts att kapitalbristen visserligen kan förklara säljarens intresse av att avyttra företaget, men inte köparens förvärvsintresse.

Med viss anknytning till teorierna om stordriftsfördelar har också framhållits möjligheten att genom samgåenden mellan två eller flera företag *reducera förekomsten av informations- och transaktionskostnader* i företagets verksamhet. Med denna utgångspunkt har exempelvis hävdats att det inom stora konglomerat är möjligt att omfördela kapital utan de informations- och transaktionskostnader som föreligger på kapitalmarknaden. En likartad argumentering har förts för vertikala samgåenden som ett sätt att undvika de informations- och transaktionskostnader som uppkommer vid överenskommelser mellan formellt oberoende aktörer på marknaden.

I vid mening kan förekomsten av transaktionskostnader också sägas utgöra grunden i teorier som betonat att en försäljning av ett företag kan vara ett smidigt sätt att göra företagets tillgångar likvida, exempelvis då ägaren av ett familjeföretag nått pensionsåldern. Såväl svenska som utländska forskare har ansett detta vara en viktig orsak till de företagsförvärv som ägde rum i svenskt näringsliv under 1950- och 1960-talet.

Företagsförvärv som ett sätt att stärka marknadspositionen

Strävan efter maximering av företagets värde kan motivera ett företagsförvärv inte endast i de fall då effektivitetsökningar kan förväntas i den sammanslagna verksamheten, utan också då förvärvet kan antas leda till en stärkt marknadsposition. En begränsning av den existerande konkurrensen eller ett motverkande av en förutsedd konkurrensskärpning kan ge ökade möjligheter till prishöjningar och därmed ökad lönsamhet. Vinstökningen i fråga uppkommer visserligen som ett resultat av en omfördelning från företagets kunder till deras ägare och kan därigenom utgöra en samhälls-ekonomisk förlust, men för företagen och ägarna är strävan efter dylika s.k. monopolvinster i princip inte av annorlunda slag än strävan efter effektivitetsvinster.

De teorier som betonar strävan efter en stärkt marknadsposition som drivkraft bakom företagsförvärv tar i första hand sikte på horisontella förvärv och de effekter som i samband med dessa kan uppkomma på avsättningsmarknaderna. Den konkurrensbegränsande effekten av ett horisontellt förvärv kan emellertid också yttra sig i en starkare ställning för företaget gentemot dess leverantörer, vilka därigenom kan tvingas till prissänkningar eller andra för köparföretaget kostnadssänkande åtaganden. Därutöver kan konkurrensbegränsningar förekomma även vid vertikala samgåenden. En producent av färdigvaror kan genom förvärv av en dominerande producent av vitala insatsvaror, till sin egen fördel påverka pris-, kvalitets- och andra leveransförhållanden gentemot de egna konkurrenterna på färdigvarumarknaden. Genom förvärv av avnämare för sina produkter kan företaget dessutom få hela eller delar av sin avsättning tryggad genom en segmentering av marknaden. Med utgångspunkt i teorierna om strävan efter marknadsdominans har flera forskare hävdat att företagsförvärv och företagssamgåenden kan förväntas stimuleras av avregleringar inom det konkurrensrättsliga området. Empiriska studier har också påvisat ett positivt samband mellan exempelvis den under senare år liberala tillämpningen av antitrustlagarna och den intensiva förvärvsaktiviteten inom den amerikanska oljeindustrin. Liknande samband anses föreligga mellan avregleringar på lufttrafikens område och fusionsaktiviteten bland amerikanska flygbolag.

Företagsförvärv som ett sätt att uppnå riskspridning

En typ av förvärvsteorier som inte entydigt låter sig inordnas under rubriken effektivitetshöjande förvärv och inte heller utgår från strävan efter en starkare marknadsposition, är riskspridnings- och riskreduceringsteorier. Dessa innebär i korthet att företag försöker reducera de förlustrisker som följer av ett ensidigt beroende av vissa produkter eller vissa geografiska marknader genom att förvärva företag som tillverkar andra produkter eller är verksamma på andra marknader. Riskutjämnningen kan också avse säsongs- eller konjunkturmässiga fluktuationer i efterfrågan.

Riskspridningsargumentet kompletteras ofta med argument rörande behovet av resursöverföring från stagnerande till expanderande marknader. Företag som befinner sig på produktmässigt eller geografiskt "mogna" marknader anses sträva efter att omfördela sina tillgångar till mer expansiva marknader genom diversifierande förvärv. Argumentet kan dock användas för att förklara även andra än diversifierande förvärv. Det har sålunda påpekats att det genom vertikala förvärv exempelvis är möjligt att minska risken för uteblivna eller försenade materialleveranser och att det genom horisontella förvärv kan vara möjligt att reducera osäkerheten om konkurrenssituationen på en viss marknad.

Nära besläktade med riskspridningsteorierna är teorier som framhåller att samgåenden mellan företag vilkas inkomstströmmar endast är svagt korrelerade minskar företagets insolvens- och konkursrisk. Mot dessa teorier har å andra sidan invänts att risken för konkurs ökar, allt annat givet, vid en diversifieringsfusion som leder till ökad skuldsättning.

Företagsförvärv som ett sätt att uppnå skattemässiga samordningsvinster

Som en särskild grupp brukar ibland urskiljas teorier som försöker förklara företagsförvärv i termer av skattemässigt betingade samordningsvinster. Flertalet forskare synes vara överens om att skattesystemet inte ensamt kan förklara förvärvsaktiviteten, men att skattereglerna kan vara en i sammanhanget pådrivande faktor. Gemensamt för de skatterelaterade teorierna är att skattesystemets utformning på olika sätt anses vidga värderingsgapet mellan köpare och säljare och därigenom öka sannolikheten för ett förvärv.

En första aspekt av skattesystemet som därvid uppmärksammas är den bristande likformigheten i beskattningen av utdelnings- och kapitalinkomster, vilken anses ge aktieägarna incitament att låta disponibla vinstmedel stanna kvar i företagen och användas för investeringar.

En annan aspekt av skattesystemet som ofta nämns i sammanhanget är möjligheten till förlustutjämnning mellan moder- och dotterbolag. Därigenom kan eljest inte avdragsbara historiska eller förväntade förluster utnyttjas. Ett företag med negativt nuvärde kan med hänsyn till denna möjlighet ändå värderas över noll av en köpare som har möjlighet att dra av förlusterna.

Slutligen brukar bland de skatteorienterade förvärvsteorierna ibland också nämnas de likviditetspåfrestningar som ett erläggande av arvsskatt kan medföra och de incitament detta kan ge företagets ägare att i stället avyttra företaget. Denna effekt förstärks givetvis om oenighet råder bland arvtagarerna om företagets framtid eller om ingen av dem är intresserad av att ta över företaget.

4.1.3 Teorier om företagsförvärv som ett sätt att uppnå tillväxt i det köpande företaget

Flera ekonomer ställde sig tidigt skeptiska till möjligheten att förklara framför allt omfattande diversifieringsförvärv i termer av lönsamhet. En del hävdade att diversifiering var ett sätt att öka riskspridningen och stabilisera företagets resultatutveckling, men kritiker invände att en sådan riskspridning på ett mer effektivt sätt skulle uppnås om aktieägarna själva diversifierade sin portfölj och företagen i stället återförde till ägarna det kapital som inte användes för lönsamma investeringar i den ordinarie verksamheten. För att förklara de diversifierande förvärven tog kritikerna fasta på den, i förhållande till ägarna, mycket fristående ställning som uppnåts av ledningen i många storföretag och hävdade att förvärven kunde ses som uttryck för en konflikt mellan ägarnas och ledningens intressen.

Företagsledningens inkomster, dess övriga förmåner och prestige är som regel väsentligt mer beroende av företagets storlek än av avkastningen på dess aktier. I strid mot ägarnas intresse av att maximera företagets värde, kan ledningens primära intresse därför väntas vara att åstadkomma tillväxt av företagets produktion, försäljning och realkapital snarare än maximal avkastning på kapitalet. Därutöver bär företagledningen en "anställningsrisk" som till skillnad från ägarnas ekonomiska risktagande inte är diversifierbar. Ledningen kan därför väntas ha incitament att genom en diversifiering av företagets verksamhet stabilisera resultatutvecklingen och minska förlustrisken, även om detta skulle strida mot ägarnas intressen.

Vissa forskare har valt att beteckna företagsledningens möjligheter att genomföra starkt diversifierande förvärv som ett principal-agentproblem, där agentkostnaden utgörs av den välfärdsförlust ägarna åsamkas genom förvärven. Empiriska studier har också visat att företag med en svag ägarkontroll uppvisar en högre diversifieringsgrad och i större utsträckning genomför s.k. konglomeratförvärv än ägarkontrollerade företag.

4.1.4 Motiv i de av utredningen studerade förvärven

Ett betydande antal empiriska studier har under årens lopp genomförts i syfte att, på en aggregerad nivå, undersöka relevansen av de framförda teorierna rörande företagsförvärvens drivkrafter. Flertalet av dessa studier har avsett företagsförvärv i det amerikanska näringslivet, men det finns också studier rörande förvärvsaktiviteten i de europeiska länderna, däribland Sve-

rige. Studierna har lämnat väsentliga bidrag till förståelsen av enskilda aspekter av förvärvsaktiviteten, men ger långtifrån någon entydig bild av de faktorer som styr förvärven. Utredningen finner i föreliggande sammanhang inte skäl att närmare diskutera de enskilda studierna, utan konstaterar endast att studiernas resultat är motstridiga och att de statistiska samband som påvisats ofta är svaga och insignifikanta.

Såväl utomlands som i Sverige har också fallstudier genomförts av enskilda företagsförvärv med syfte att utröna bl.a. de bakomliggande motiven. Inte heller denna typ av studier ger emellertid underlag för några enkla ut-sagor om förvärvens drivkrafter. De understryker snarast förvärvsmotivens mångfald. I linje med resultaten i dessa studier kan konstateras att de tolv större förvärv utredningen låtit studera erbjuder en provkarta på ett flertal av de förvärvsmotiv som anförts i den ekonomiska forskningen. Motiven varierar mellan de olika fallen och inte sällan synes förvärven ha varit be-tingade av flera olika motiv samtidigt. Det är också uppenbart att motiven i vissa fall vuxit fram successivt under själva förvärvsprocessen.

Teorierna om s.k. *renodlade värderingsgap*, dvs. att förvärven är ett uttryck för att köparen betraktar målföretaget i dess befintliga form som undervärderat, är svåra att testa på basis av de utförda fallstudierna. Det kan dock konstateras att köparen inte i något av de tolv studerade förvärven explicit uttalat att målföretaget i dess befintliga form skulle vara undervärderat och att så gott som samtliga förvärv följts av omfattande förändringar i målföretagets verksamhet. Det enda målföretag vars verksamhet och organisation kvarstår i oförändrad form är JM, som sedan år 1987 kontrolleras av Skanska. Detta kan vara en följd av att Skanska bedömt JM som undervärderat i dess befintliga form, men kan också vara betingat av att minoritetsägarna Folksam och Wasa blockerat ett fullständigt förvärv från Skanskas sida och därigenom hindrat Skanska från att genomföra tilltänkta förändringar i JM:s verksamhet. Relevansen av teorierna om renodlade värderingsgap minskar också med hänsyn till det faktum att aktiviteten på den svenska aktiemarknaden under den tid då flertalet av de tolv studerade förvärven genomfördes var mycket hög och att flertalet av målföretagen tillhörde de mer uppmärksammade företagen på marknaden.

Väsentligt större relevans för de studerade fallen synes de teorier ha som utgår från att gapet mellan köparens och säljarens värdering av målföretaget är en följd av köparens förväntningar om vinster genom effektivitetsförbättringar, förbättrade marknadspositioner eller ökad stabilitet i resultatutvecklingen.

Förväntningar om vinster genom effektivitetsförbättringar framträder som en viktig drivkraft redan i det första av de studerade förvärven, nämligen Electrolux köp av Gränges år 1980. Electrolux inträde i Gränges torde till stor del ha motiverats av möjligheten att radikalt omstrukturera och avyttra stora delar av företaget. Förvärv och omstruktureringar av företag var vid denna tidpunkt en väl utvecklad del av Electrolux verksamhet och Gränges-förvärvet hade en uppenbar föregångare i köpet av Facit år 1973. Electrolux

förvärvsaktivitet fortsatte också under hela 1980-talet, framför allt i form av stora internationella förvärv.

Vinstutsikter som en följd av omstruktureringar och avyttringar synes i varierande utsträckning också ha legat bakom Aritmos förvärv av Tretorn år 1981, Skrinets förvärv av Masonite år 1982, Proventus förvärv av Upsala-Ekeby år 1984, AGA:s förvärv av Uddeholm år 1985, Trelleborgs förvärv av Boliden år 1987 och Nordstjernans förvärv av ABV år 1988.

Ytterst kan givetvis varje förvärv vid vilket köparen förväntar sig vinster genom att förändra målföretagets verksamhet tolkas som att köparen tror sig kunna driva målföretaget mer effektivt än dess befintliga ledning. I några fall har emellertid köparföretaget också mer eller mindre explicit anfört att en ökad lönsamhet skulle kunna uppnås genom byte av företagsledning. Betydelsen av detta motiv understryks också av det faktum att drygt hälften av de aktuella målföretagen fått en ny verkställande direktör i omedelbar eller nära anslutning till förvärven. Som exempel kan nämnas Boliden, i vilket den verkställande ledningen byttes ut redan i samband med att Trelleborg år 1986 förvärvade en kontrollerande aktiepost i företaget och tog det första steget mot ett fullständigt förvärv. Skiften på VD-posten ägde också rum i Gränges, Tretorn, Masonite, LKB, ABV och Holmen.

Till kategorin vinster genom effektivitetsförbättringar hör också vinster som kan uppkomma i form av stordriftsfördelar vid ett samgående mellan det köpande företaget och målföretaget. Förväntningar om effektivitetsförbättringar av det slaget torde ha bidragit till bl.a. Pharmacias köp av LKB år 1986, Nordstjernans köp av ABV år 1988 samt MoDo:s förvärv av Holmen och Iggesund samma år. Nordstjernan, för att nämna ett exempel, redovisade inför förvärvet förhållandevis preciserade uppgifter angående storleken på de förväntade samordningsvinsterna.

Ett minst lika väsentligt motiv som strävan efter stordriftsfördelar torde dock vid dessa horisontella förvärv ha varit *strävan efter en stärkt marknadsposition*. Pharmacia undanröjde genom köpet av LKB en viktig konkurrent inom delar av sitt verksamhetsområde och eliminerade dessutom risken att LKB förvärvades av något utländskt företag som därigenom skulle få fotfäste på den svenska marknaden. Nordstjernans helägda byggnadsföretag JCC stärkte sin marknadsposition väsentligt genom förvärv av konkurrenten ABV och detsamma blev resultatet av MoDo:s köp av Holmen och Iggesund. De båda senare förvärven torde i stor utsträckning kunna ses som försök från MoDo:s sida att möta en hårdnande konkurrens framför allt på de internationella marknaderna. Ett annat förvärv vid vilket strävan efter marknadsandelar torde ha varit av stor betydelse är Skanskas köp av aktiemajoriteten i JM.

Även strävan efter riskspridning i syfte att nå en *ökad stabilitet i företagens resultatutveckling* synes vara ett väsentligt motiv till flera av de studerade förvärven. Mest uttalat är riskspridningsmotivet i fråga om Volvos förvärv av Beijerinvest år 1981. Volvoledningen hade sedan länge sökt vägar för att reducera det ensidiga beroendet av bilproduktionen och såg i samgåendet

med Beijerinvest en möjlighet att uppnå detta, bl.a. genom ett ökat engagemang inom energiområdet. Riskspridningsargumentet har med varierande tyngd också åberopats i samband med andra förvärv. Sålunda hävdade exempelvis MoDo i samband med köpen av Holmen och Iggesund att den internationella konkurrensen nödvändiggjorde en breddning av den produktmässiga basen i MoDo för att minska beroendet av den konjunkturskänsliga pappersmassan. Ett annat förvärv vid vilket köparföretaget refererat till behovet av riskspridning är Electrolux köp av Gränges. Det kan inte heller hållas för uteslutet att detta var ett bidragande motiv till Trelleborgs förvärv av Boliden liksom till Aritmos förvärv av Tretorn.

Till teorierna om värderingsgapet som ett uttryck för förväntade samordningsvinster mellan det köpande företaget och målföretaget brukar, som tidigare påpekats, också hänföras teorier som framhåller *skattemässiga förvärvsincitament*. De flesta empiriska studier som genomförts av skattereglers betydelse för förvärvsaktiviteten har gjorts på amerikanska data, vilket med hänsyn till skillnader i skattelagstiftningen begränsar deras relevans för en diskussion om förhållandena i svenskt näringsliv. I korthet skall därför endast noteras att skattemotiven i dessa studier befunnits ha en underordnad betydelse vid företagsförvärv.

På utredningens uppdrag har en övergripande studie av skatteregler och företagsförvärv genomförts även på svenska data. Studien omfattar i princip samtliga förvärv i svenskt näringsliv under perioden 1983 – 1987 i vilka målföretaget hade minst 200 anställda, totalt drygt ett hundratal förvärv. Med olika modeller testar författaren betydelsen av skatteincitament för dessa förvärv, men finner mycket begränsat stöd för att sådana incitament var av avgörande betydelse för den totala förvärvsaktiviteten under perioden.

Ett ofta uppmärksammat skattemässigt incitament till företagsförvärv är möjligheten för köparen att utnyttja ackumulerade förluster i målföretaget för att minska sina skattebetalningar. Vid en särskild granskning av de sammanlagt 37 förvärv som ägde rum på den svenska aktiemarknaden under år 1988 framgår att outnyttjade förlustavdrag i målföretaget redovisats i uppköpsprospekten till endast fyra av förvärven.

I de av utredningen tolv särskilt studerade förvärvsfallen förekommer ackumulerade förluster i fem fall, varav dock endast i tre fall av större omfattning.

I det första av de studerade förvärven, Electrolux köp av Gränges, fanns vid förvärvstidpunkten ackumulerade förluster i målföretaget på 800–900 miljoner kronor. Förlusterna var större än det pris Electrolux betalade för Gränges och torde utan tvekan ha varit en faktor av betydelse för förvärvet.

Stora ackumulerade förluster fanns också i Uddeholm vid tidpunkten för AGA:s övertagande. AGA fick genom köpet av Uddeholm möjlighet att utnyttja omkring 900 miljoner kronor i förlustavdrag för att reducera sina skattebetalningar.

Ett tredje förvärv vid vilket förlustavdragsmöjligheten varit av stor betydelse är Aritmos köp av Tretorn. I det konkursmässiga Tretorn som för-

värvades av Aritmos för omkring 8 miljoner kronor fanns ackumulerade förluster på 120 miljoner kronor, vilka Aritmos successivt kunde utnyttja för att reducera sina skattebetalningar. Aritmos klargjorde också explicit att en förutsättning för förvärvet var möjligheten att utnyttja förlustavdraget.

Förhållandevis mindre förluster fanns i Boliden vid Trelleborgs övertagande (140 miljoner kronor) samt i Upsala-Ekeby vid Proventus förvärv (drygt 22 miljoner kronor).

Den tredje huvudkategori förvärvsteorier som utredningen refererat ovan söker drivkrafterna bakom förvärven i *företagsledningens strävan efter tillväxt i produktionen, försäljningen och realkapitalet*. Teorierna i fråga har i första hand förknippats med diversifierande förvärv utförda av företag med en svag ägarfunktion och en till följd därav förhållandevis fristående företagsledning som har möjlighet att i viss utsträckning agera i strid med ägarernas intressen.

Bland de tolv särskilt studerade förvärven synes med dessa utgångspunkter framför allt Volvos köp av Beijerinvest kunna diskuteras. Volvo har sedan länge saknat kontrollerande ägare och företagsledningen har en i den bemärkelsen mycket självständig position med stora möjligheter att själv fatta eller påverka avgörande beslut rörande Volvos verksamhet. Det råder heller inte något tvivel om att köpet av Beijerinvest utgjorde ett för Volvos vidkommande diversifierande förvärv. Beröringspunkterna mellan företagens verksamheter var få och varken från Volvos eller Beijerinvests sida framhölls några produktionsmässiga samordningsfördelar som motiv till förvärvet. Som ovan framhållits torde förvärvet i allt väsentligt kunna betraktas som ett försök att uppnå en ökad riskspridning i Volvokoncernen. I vilken utsträckning detta i sin tur betingades av företagsledningens egna intressen respektive av omsorg om aktieägarnas förmögenhet ger den utförda fallstudien inte underlag för att bedöma.

4.2 Förvärvens genomförande

Vad därefter gäller de olika sätt på vilka de studerade förvärven kommit till stånd kan inledningsvis konstateras att den förhållandevis omfattande ekonomiska forskning och teoribildning som behandlar företagsförvärvs drivkrafter och som i korthet refererats ovan, inte har någon direkt motsvarighet i fråga om företagsförvärvs genomförande. Övergripande teoribildning om förvärvsmetoder saknas, men vissa delområden har under senare år tilldragit sig forskarnas intresse. Detta gäller särskilt frågan om vad som motiverar användandet av olika betalningsmedel i samband med förvärven. Därutöver har inom den juridiska doktrinen stor uppmärksamhet ägnats "fientliga" förvärvserbjudanden.

4.2.1 Initiativet till förvärvet och köparens tidigare ägarandel

I den översikt över förvärvsutvecklingen i svenskt näringsliv som utredningen redovisat i kapitel 2 ovan har framhållits att en allt större andel av storföretagsförvärven sker på aktiemarknaden. I de tolv av utredningen särskilt studerade förvärven var det uppköpta företaget, med undantag för Masonite, i samtliga fall ett aktiemarknadsföretag. Målföretagens marknadsnotering medför med nödvändighet att förvärven innefattar ett offentligt uppköpserbjudande.

Den första aspekt av dessa uppköpserbjudanden som utredningen valt att diskutera är *på vems initiativ förvärvet kommit till stånd*. Tidigare studier har visat att initiativet, framför allt vid förvärv av mindre företag, ofta tas av målföretagets ägare. För att diversifiera sin aktieportfölj, öka den egna likviditeten eller helt enkelt garantera fortlevnaden av det "egna" företaget förekommer att huvudägaren överlåter detsamma till ett annat, ofta större, företag. Som påpekats i föregående avsnitt kan ett sådant förfarande också betingas av arvingars intresse av att undgå skatt vid ett framtida arv av företaget.

I de av utredningen särskilt studerade förvärven är initiativet till förvärvet i flertalet fall hänförligt till köparsidan, men även bland dessa förhållandevis stora förvärv förekommer att initiativet tas av målföretagets ägare. Sålunda synes initiativet vid Trelleborgs förvärv av Boliden år 1987 i stor utsträckning kunna tillskrivas Bolidens huvudägare Gustaf Douglas och beträffande Skanskas förvärv av Industrivärdens kontrollpost i JM samma år har från olika håll gjorts gällande att initiativet var Industrivärdens. Av utredningens undersökning framgår också att initiativet i vissa fall kan hänföras till aktörer helt utanför köpar- och säljarkretsen. När Aritmos trädde in i Tretorn år 1981 torde detta sålunda ha skett på initiativ av i första hand en av Tretorns största långgivare, S-E-Banken.

En fråga som rönt viss uppmärksamhet inom forskningen är *huruvida det köpande företaget före uppköpserbjudandet hade ägarintressen i målföretaget* eller om erbjudandet framlagts utan att något ägarsamband dessförinnan etablerats. Utredningen har i den övergripande kartläggningen konstaterat att de storföretagsförvärv som under det senaste årtiondet ägt rum på den svenska aktiemarknaden i inte obetydlig utsträckning tillgått så att köparen successivt ökat sin ägarandel i målföretaget och framlagt ett offentligt uppköpserbjudande först sedan han uppnått en väsentlig röstandel i företaget. Inte sällan synes därigenom kontrollen över målföretaget i praktiken ha övergått till det köpande företaget redan innan det offentliga förvärvserbjudandet framlagts. Denna ordning gäller också i flera av de tolv särskilt studerade förvärven.

I vissa fall torde den successivt ökade andelen i målföretaget vara en följd av att det köpande företaget i andra syften än att överta kontrollen förvärvat en större aktiepost i företaget, men sedermera beslutat öka sitt inne-

hav. Som exempel kan nämnas AGA:s förvärv av Uddeholm år 1985. AGA förvärvade redan våren 1983 en femtedel av aktierna i förvaltningsföretaget Tresor, vars verksamhet uteslutande bestod i förvärv och förvaltning av aktier i Uddeholm. Mycket tyder på att AGA:s förvärv i det skedet huvudsakligen sågs som en finansiell placering, men att intresset för Uddeholm växte i takt med de förändringar som vidtogs i företags verksamhet och i vilka AGA indirekt var delaktigt. Hösten 1984 närmade sig Tresor ett femtioprocentigt innehav i Uddeholm och AGA ökade stegvis sitt innehav i Tresor till att omfatta omkring två tredjedelar av företags aktiestock. Efter att dessutom direkt ha förvärvat ett par procent av aktierna i Uddeholm blev AGA, direkt och indirekt via Tresor, majoritetsägare i Uddeholm och först i det läget framlades, sommaren 1985, ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i företaget.

I andra fall synes det köpande företaget redan från början ha övervägt ett övertagande, men valt att inledningsvis göra ett något mer begränsat förvärv, skaffa sig ökade kunskaper om målföretagets problem och möjligheter och på basis därav fatta beslut om ett fullständigt övertagande. Som exempel kan anföras Trelleborgs förvärv av Boliden. Trelleborg förvärvade ett kontrollerande innehav i Boliden, motsvarande drygt 40 % av röstetalet, våren 1986. Förvärvet innebar ett i förhållande Trelleborgs dåvarande verksamhet mycket stort engagemang i en allt väsentligt främmande bransch, vars förutsättningar dessutom i hög grad var avhängiga statsmakternas politiska ställningstaganden. Förvärvet var behäftat med betydande osäkerhet, men ansågs också innebära stora vinstmöjligheter. Ett ställningstagande för ett fullständigt förvärv växte successivt fram och efter stegvisa köp av ytterligare aktier framlade Trelleborg i oktober samma år ett offentligt erbjudande om förvärv av resterande aktier. Ett likartat fall utgör Proventus förvärv av Upsala-Ekeby år 1984.

Slutligen finns det förvärv där intentionen redan från början varit att ta över målföretaget, men en stegvis upptrappning nödvändiggjorts av att större aktieposter "lossnat" successivt och banat väg för övertagandet. Detta synes ha varit fallit exempelvis vid Nordstjernans förvärv av ABV och möjligen också vid MoDo:s förvärv av Holmen år 1988. Till samma kategori torde också kunna hänföras Skanskas successivt ökade ägarandel i JM.

Bland de tolv studerade förvärven finns emellertid också flera förvärv vid vilka köparen saknat större ägarintressen i målföretaget innan förvärvserbjudandet framlagts. Detta var fallet vid Electrolux bud på Gränges år 1980, Aritmos bud på Tretorn år 1981, Volvos bud på Beijerinvest år 1981, Skrinets bud på Masonite år 1982 och Pharmacias bud på LKB år 1986. I fråga om Electrolux förvärv av Gränges kan dock noteras att Electrolux styrelseordförande redan tre år före förvärvet tog plats som styrelseordförande i Gränges och på denna grund torde ha haft en betydande erfarenhet av företaget när förvärvserbjudandet framlades.

4.2.2 Vederlagets form

Vad gäller frågan om *i vilken form vederlag erläggs för det förvärvade företaget* har under senare år framkommit ett par olika teoribildningar med syfte att förklara vilka faktorer som påverkar valet av vederlagsform. Teorierna implicerar att valet avgörs av hänsyn till dels målföretagets aktieägare, dels det köpande företags ägarkrets och att de i sammanhanget mest relevanta faktorerna att beakta är dels gällande skatteregler, dels förekomsten av asymmetriskt fördelad information mellan olika aktörer på aktiemarknaden.

Med utgångspunkt i förvärvets betydelse för det *köpande företags ägarkrets* har flera forskare gjort gällande att kontantförvärv kan vara ett för dessa ägare skattemässigt gynnsamt sätt att förvalta disponibla vinstmedel i köparföretaget. Under förutsättning att ägarna i fråga åtnjuter en lindrigare beskattning på realisationsvinster än utdelningsinkomster, kan de antas prioritera andra vägar än utdelning för att få del av företagets vinster. I vissa länder, exempelvis Förenta staterna, kan detta ske genom att företaget återköper aktier från ägarna som därvid beskattas endast för realisationsvinsten, men i Sverige är återköp av egna aktier förbjudet. Ägarna kan i den situationen betrakta ett kontantförvärv som en möjlighet att tillgodogöra sig det "inlåsta" kapitalet genom att först låta företaget använda det för företagsförvärv och sedermera själva realisera värdet därav genom att avyttra aktierna i det köpande företaget.

Till bilden hör dock att ägarstrukturen i många storföretag har ett betydande inslag av institutionella ägare som över huvud inte är skattskyldiga för vare sig realisationsvinster eller utdelningsinkomster och därför inte behöver betrakta vinsterna som inlåsta. Tillämpningsområdet för teorin synes därför vara begränsat till att i första hand omfatta fysiska personer i köparföretags ägarkrets.

Teorierna angående informationsasymmetriers betydelse för valet av vederlagsform utgår från att om ledningen i det köpande företaget anser företaget vara övervärderat av marknaden, kommer den att föredra förvärv med nyemitterade aktier. Bedömer ledningen i stället företaget som undervärderat, kommer den att föredra kontantförvärv. Mot detta måste ledningen emellertid ställa vederlagsformens s.k. signaleffekt, varmed avses de kursreaktioner som kan förväntas i det köpande företags aktier vid olika utformning av budet. Flera forskare har i det sammanhanget hävdad att aktiemarknaden tolkar en nyemission, och därmed även ett förvärvserbjudande förenat med nyemission, som en signal om att företaget är övervärderat och därför nedvärderar dess aktier, medan motsatsen anses gälla för kontantbud.

Enligt utredningens mening innefattar frågan om betalningsformens betydelse för det köpande företags ägare emellertid inte endast direkt pekuniära effekter utan också inflytandemässiga konsekvenser för ägarna av olika vederlagsformer. Utgörs vederlaget av nyemitterade aktier i köparfö-

taget, kommer ägarkretsen momentant att utökas med målföretagets ägare och de rådande inflytanderelationerna i köparföretaget att rubbas. Denna påverkan blir givetvis större ju större målföretaget är i förhållande till det köpande företaget, men är också beroende av koncentrationsgraden i målföretagets ägarstruktur. Har målföretaget en mycket spridd ägarstruktur med ett stort antal ägare, kan den omedelbara påverkan på köparföretagets inflytandestruktur bli begränsad. Har målföretaget däremot en koncentrerad ägarstruktur, kan förvärvet medföra att en ursprungligen kontrollerande ägare i köparföretaget får sin ställning försvagad. I valet mellan olika vederlagsformer måste denne därför beakta inte endast de omedelbara ekonomiska effekterna, utan också värdet av att själv kunna kontrollera företagets verksamhet. En i Sverige ofta använd metod för att komma ur detta dilemma är att kontrollägaren baserar sin kontroll på röststarka aktier och låter vederlaget vid företagsförvärv utgöras av nyemitterade röstsvaga aktier.

Fungerade kapitalmarknaden perfekt i den meningen att samtliga aktörer hade tillgång till samma information och förekom inte några skatter, skulle *målföretagets aktieägare* enligt teorin vara indifferenta inför olika vederlagsformer. Endast vederlagets storlek skulle då vara av intresse. Transaktionskostnader, skatter och asymmetrier i informationsfördelningen anses emellertid medföra att aktieägarna kan tillmäta en viss vederlagsform ett större värde än en annan och att det köpande företaget måste ta hänsyn även till detta vid budets utformande.

Särskild uppmärksamhet har i det sammanhanget ägnats de skattemässiga aspekterna, vilket dock delvis torde vara en följd av att forskningen på området i huvudsak avsett förhållandena i Förenta staterna. De skattemässiga konsekvenserna för målföretagets ägare kan där bli mycket olika vid kontantförvärv respektive förvärv vid vilka betalning utgår i form av aktier i det köpande företaget. I det förstnämnda fallet uppstår en omedelbar skattskyldighet för realisationsvinsten, medan det sistnämnda fallet normalt föranleder beskattning först när de erhållna aktierna i framtiden avyttras. I Sverige däremot gäller att skattskyldighet för målföretagets aktieägare uppkommer vid varje form av avyttring mot vederlag och att någon förskjutning i beskattningen inte inträder för det fall vederlaget utgörs av aktier i köparföretaget.

Vidare måste även i fråga om målföretagets ägare beaktas att en betydande del av dem är institutioner som inte är skattskyldiga för realisationsvinster och därför från skattesynpunkt kan antas vara indifferenta inför olika vederlagsformer. Bland övriga ägare, dvs. främst fysiska personer, kan dock realisationsvinstbeskattningen i kombination med likviditetshänsyn leda till en preferens för rena kontanterbudanden eller erbjudanden i vilka aktier eller andra värdepapper kombineras med viss kontant ersättning.

Utredningen har i den övergripande kartläggningen redovisat statistik rörande vederlagsformen i de offentliga uppköpserbjudanden som genomfördes på den svenska aktiemarknaden under 1980-talet. Några empiriska stu-

dier av vilka faktorer som i dessa förvärv avgjorde valet av vederlagsform har inte kommit till utredningens kännedom. På den övergripande nivån inskränker sig utredningen därför till några allmänna reflektioner i sammanhanget.

För det första noterar utredningen att omkring hälften av de 137 genomförda förvärven utgjordes av rena kontanterbjudanden och att denna andel var stabil eller snarast ökande under perioden, trots den exceptionella värdestegringen på aktiemarknaden. Det har också konstaterats att kontantförvärven svarat för en allt större andel av det sammanlagda marknadsvärdet på de förvärvade aktiemarknadsföretagen under senare år. Det omfattande bruket av kontanter som vederlag vid förvärven utesluter givetvis inte att den höga värderingen av företagets aktier, i enlighet med vissa av de ovan redovisade teorierna, verkat till förmån för aktie-för-aktie eller andra värdepapperserbjudanden, men uppenbart är att andra faktorer verkat i motsatt riktning.

En av dessa faktorer kan vara skillnaden i beskattning mellan utdelningsinkomster och realisationsvinster, vilken kan antas ha medfört att aktieägarna försökt tillgodogöra sig en del av de, genomsnittligt sett, stora vinsterna i företagen under 1980-talet genom att först låta använda dem för kontanta företagsförvärv och sedermera realisera värdet därav genom att avyttra aktierna.

För det andra noterar utredningen att antalet renodlade värdepapperserbjudanden är mycket begränsat. Omkring två tredjedelar av de värdepapperserbjudanden som framlades under 1980-talet var förenade med en viss kontantdel, vilket med stor sannolikhet hänger samman med de likviditetsproblem som för vissa ägare kan uppkomma vid erläggande av skatt på realisationsvinsten. Det förekom också flera fall vid vilka budet med hänsyn till sammansättningen av målföretagets ägarkrets utformades så att ägarna kunde välja mellan olika vederlagsformer.

De tolv närmare studerade förvärven uppvisar ett brett spektrum av vederlagsformer. I två fall, nämligen Aritmos-Tretorn och Pharmacia-LKB erbjöds målföretagets ägare endast kontant betalning. I fallet Aritmos-Tretorn torde detta förklaras dels av affärens begränsade storlek, dels av de särskilda omständigheter som rådde kring förvärvet och som närmare beskrivits ovan. I fallet Pharmacia-LKB har valet av vederlagsform motiverats med att Pharmacia vid förvärvstillfället var mitt uppe i en stor aktieemission med anledning av köpet av Leo och bedömde det som olämpligt att i samband därmed emittera ytterligare aktier eller andra värdepapper.

Vid flertalet av de övriga förvärven synes en viktig förklaring till att vederlaget utgjordes av aktier eller andra värdepapper i stället för kontanter vara det relativa storleksförhållandet mellan de båda företagen. Målföretaget var i flera fall mycket stort, i vissa fall t.o.m. större än det köpande företaget, varför kontantalternativet inte ansågs aktuellt.

Vid Electrolux förvärv av Gränges utgick betalning i form av konvertibla skuldebrev. Kontantalternativet var med hänsyn till målföretagets storlek

inte aktuellt och Electrolux hade sedan länge en restriktiv inställning till apportemissioner. Vid Volvos förvärv av Beijerinvest erbjöds betalning i form av aktier och förlagsbevis samt en mindre kontantdel. Köpesumman ansågs vara så stor att endast ett värdepapperserbjudande kunde komma i fråga, men av hänsyn till beskattningskonsekvenserna för Beijerinvests ägare erbjöds en viss del kontant. Vid Skrinets förvärv av Masonite förenades i stället förlagsbevis och optionsrätter till teckning av aktier i köparföretaget. Skrinet undvek på det sättet att anstränga sin kassa och optionsrätterna var, med den dithills goda kursutvecklingen i Skrinet, en attraktiv vederlagsform för Masonites ägare.

Proventus erbjöd aktieägarna i Upsala-Ekeby dels nyemitterade Proventusaktier, dels förlagsbevis och optionsrätt till teckning av ytterligare Proventusaktier. Motivet torde i första hand ha varit att Proventusaktien ansågs högt värderad och att optioner vid denna tidpunkt var ett instrument för vilket marknaden visade ett stort intresse. AGA erbjöd Uddeholms aktieägare möjlighet att välja mellan antingen nyemitterade aktier och en mindre kontantdel eller konvertibler och kontanter. Som tidigare framhållits kan detta förvärv till viss del beskrivas som ett sätt för AGA att på förmånliga villkor skaffa kapital för att finansiera en expansion inom gasområdet. Ett kontanterbudande var med denna utgångspunkt uteslutet. Trelleborg erbjöd på likartat sätt Bolidens aktieägare en kombination av nyemitterade Trelleborgsaktier och kontanter. Det relativa storleksförhållandet mellan företagen torde ha varit av stor betydelse för vederlagets utformning.

Vid Nordstjernans förvärv av ABV erbjöds ägarna ursprungligen en kombination av nyemitterade aktier i Nordstjernan och en mindre kontantdel, men budet ändrades sedermera till en större kontantdel samt optioner till teckning av aktier i en kommande nyemission i Nordstjernan. Nordstjernans aktier var inte börsnoterade, vilket tillsammans med bl.a. det motstånd budet mötte från ABV:s sida och den argumentation som i anslutning därtill fördes angående ABV:s rätta värde, ledde till en viss skepsis på marknaden inför det första budet. Därtill erbjöd sig Marieberg, efter det att det första budet framlagts, att till visst pris kontant köpa de ABV-aktier som Nordstjernan lyckats förvärva. Nordstjernan godtog inte Mariebergs bud, men såg sig föranlett att ändra sitt eget bud till motsvarande kontantbud i kombination med teckningsoptioner.

MoDo:s köp av Holmen respektive Iggesund skiljer sig med avseende på vederlagsform markant från de övriga tio förvärven. Förvärvens storlek gjorde det nödvändigt för MoDo att erbjuda betalning i annan form än kontanter och av till synes flera skäl valde MoDo det förhållandevis nya instrumentet konvertibla vinstandelsbevis, KVB, i stället för exempelvis nyemitterade aktier. Ett skäl till detta val torde vara den, visavi aktier, skattemässigt gynnsamma behandlingen av KVB i det emitterade företaget. Utbetalad ränta till innehavarna av konvertibla vinstandelsbevis utgör en avdragsgill kostnad i det emitterade företaget, medan utdelning på emitterade aktier som huvudregel icke är avdragsgill. Ett annat skäl till valet av kon-

vertibla vinstandelsbevis i stället för aktier torde vara hänförligt till inflytandeaspekten. KVB uppvisar tydliga likheter med aktier, men berättigar inte innehavaren till rösträtt i det emitterande bolaget. Mycket talar för att MoDo mot denna bakgrund valde konvertibla vinstandelsbevis framför aktier också i syfte att försöka bevara den rådande inflytandestrukturen i företaget.

Vad slutligen gäller Skanskas successiva köp av aktier i JM kan konstateras att dessa skedde med olika betalningsmedel, till vilka motiven inte är kända för utredningen.

4.2.3 "Fientliga" uppköpserbjudanden

En i massmedia mycket uppmärksammas aspekt av förvärvsaktiviteten i näringslivet är förekomsten av s.k. *fientliga uppköpserbjudanden*, varmed i allmänhet avses att ett förvärvserbjudande inte accepteras av målföretagets styrelse och att denna rekommenderar aktieägarna att avvisa erbjudandet. Flera forskare har framhållit att termen fientlig i detta sammanhang egentligen inte har sin grund i köparens erbjudande till aktieägarna i målföretaget, utan betingas av den inställning ledningen och styrelsen i målföretaget har till erbjudandet och att denna i sin tur kan vara influerad av faktorer som inte nödvändigtvis hänger samman med en objektiv värdering av företaget.

Ett uppköp som genomförs i syfte att åstadkomma samordningsvinster genom en förändring av företagets verksamhet eller organisation medför ofta en spänning mellan det köpande företaget och sittande ledning i målföretaget. Den nya ägaren kan exempelvis förorda en ändrad verksamhetsinriktning i målföretaget, medan ledningen kan vara övertygad om att den rådande inriktningen är den bästa. Ledningen kan också anse sig vara mer kompetent än någon annan att bedöma om så är fallet. Den nya ägaren kan också tänkas ha en annan uppfattning än ledningen om hur den befintliga produktionen bör organiseras för att ett optimalt resursutnyttjande skall uppnås.

Den yttersta men likväl vanliga lösningen på denna konflikt är att det köpande företaget låter tillsätta en ny ledning i det förvärvade företaget. Flera forskare har i ljuset av detta hävdats att intresset av att bevara egna positioner i företaget ofta är av avgörande betydelse för ledningens och styrelsens ställningstagande till ett framlagt förvärvserbjudande. Med denna utgångspunkt pågår också en intensiv debatt, framför allt i Förenta staterna, om vilka möjligheter företagsledning och styrelse i målföretaget skall ha att vidtaga försvarsåtgärder mot oönskade förvärvserbjudanden.

Utredningen har i den övergripande kartläggningen konstaterat att en överväldigande majoritet av förvärven på den svenska aktiemarknaden äger rum utan synligt motstånd från målföretagets sida och i flertalet fall som ett resultat av förhandlingar mellan köparen och målföretagets kontrollerande ägare. Knappt en tiondel av det totala antalet förvärvserbjudanden under

1980-talet kan betecknas som fientliga.

Bland de tolv av utredningen särskilt studerade förvärven kan med den ovan använda definitionen endast ett förvärv entydigt anses "fientligt", nämligen Nordstjernans förvärv av ABV. Ägarstrukturen i ABV utmärktes under 1980-talets första hälft av ett omfattande ömsesidigt ägande, vilket skapade en mycket stark ställning för företagets ledning och utestängde potentiella förvärvare av företaget. Efter betydande ansträngningar från bl.a. vissa ägares sida bröts denna konstruktion upp år 1985, varvid ABV:s största ägare blev konsultföretaget Pronator. Två år senare överlät Pronator sina aktier till Nordstjernan som strax därefter lade fram ett offentligt erbjudande om förvärv av resterande aktier i företaget. Avsikten var att fusionera verksamheten i ABV med Nordstjernans byggnadsföretag JCC.

Nordstjernan erbjöd ABV:s ägare möjlighet att välja mellan antingen en kombination av Nordstjernanaktier och en mindre kontantandel eller enbart 325 kronor kontant per aktie. Företagsledningen och styrelsen i ABV uttryckte sitt starka ogillande och lät omedelbart tillsätta en utredning som visade dels att Nordstjernans värdering av företaget var för låg, dels att samordningsvinsterna skulle bli mindre än Nordstjernan beräknat.

Intensiva kontakter förekom därefter mellan ledningen och flera av företagets större institutionella ägare där syftet var att bibringa ägarna ledningens syn på erbjudandet. Vidare började ett ägarkonsortium bland de ABV-anställda, vilket redan tidigare innehade omkring 10 % av röstetalet i företaget, köpa ABV-aktier på marknaden för att därigenom försvåra ett övertagande.

Slutligen inträdde också några månader efter budet, en ny aktör på scenen då tidningsföretaget Marieberg erbjöd sig att förvärva Nordstjernans post i ABV för 400 kronor per aktie, dvs. till en betydligt högre kurs än vad som var fallet i Nordstjernans offentliga erbjudande. Huruvida initiativet till Mariebergs agerande kom från ABV:s ledning eller ej framgår inte av utredningens undersökning, men det står utom varje tvivel att erbjudandet lades fram i samförstånd med ABV-ledningen och i ledningens ögon utgjorde ett försvar mot ett oönskat uppköp. Med en från det amerikanska näringslivet hämtad terminologi utgjorde Marieberg en "vit riddare" i sammanhanget.

Mariebergs erbjudande avvisades emellertid av Nordstjernan som i stället höjde sitt eget bud till 400 kronor per aktie och därtill fogade en option med rätt till teckning av aktier i en kommande nyemission i Nordstjernan. Styrelsen i ABV anförde därvid ånyo att en fusion mellan JCC och ABV inte skulle gagna ABV:s utveckling, men fann att priset nu låg på en sådan nivå att styrelsen inte längre kunde avråda aktieägarna från att acceptera budet. I slutet av maj 1988 var förvärvet i praktiken genomfört.

Med en något vidare definition kan till kategorin fientliga förvärv också hänföras MoDo:s förvärv av Holmen, även om den negativa reaktionen i Holmen kom innan ett uppköpserbjudande på hela företaget framlagts. MoDo lät via Iggesund i januari 1986 förvärva en större aktiepost i Holmen

och förklarade sig intresserat av ett närmare samarbete med Holmen. Styrelsen och ledningen i Holmen reagerade emellertid starkt negativt och betecknade MoDo:s agerande som fientligt. En av Holmens två huvudägare, investmentföretaget Ratos köpte också, som en form av motåtgärd, en tio procentig andel i det av MoDo kontrollerade Iggesund. Efter förnyade påståenden från MoDo:s sida avgav Ratos tillsammans med den andre huvudägaren, Marieberg, också en s.k. självständighetsdeklaration ställd till Holmens styrelse, i vilken de förklarade att de inte såg några samordningsfördelar med andra svenska skogsföretag och att deras handlande framöver skulle vägledas av att Holmen skulle förbli ett fristående företag. Sedermera ändrade emellertid Ratos och Marieberg, var och en för sig, inställning och MoDo kunde efter förvärv av huvudägarnas aktieposter genomföra ett fullständigt övertagande av företagen.

4.3 Förvärvens effekter

Effekterna av företagsförvärv kan studeras med en rad olika utgångspunkter och har uppmärksammats inom skilda akademiska discipliner under de senaste decennierna. Inom den ekonomiska forskningen har intresset därvid knutits framför allt till möjligheten att fastställa det ekonomiska värdet av förvärven för de inblandade företagens intressenter. Det är också denna aspekt av förvärven som står i centrum för utredningens diskussion i det följande.

4.3.1 Tidigare studier

Ett stort antal studier rörande företagsförvärvens ekonomiska värde har genomförts med utgångspunkt i förhållandena i det amerikanska näringslivet, men det finns också europeiska studier i ämnet. Flertalet av dessa studier avser förvärv som sker genom offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och utgår från att förvärvens ekonomiska värde återspeglas i förändringar i de inblandade företagens aktiekurser.

Utredningen har i sitt huvudbetänkande redovisat flera studier av detta slag som genomförts på amerikanska data. I korthet kunde därvid konstateras att målföretagens ägare enligt dessa studier erhåller betydande och omedelbara premier i samband med ett förvärv, medan avkastningsökningen för de köpande företagens ägare, procentuellt sett blir väsentligt mindre. Motsvarande resultat har framkommit vid studier i bl.a. Storbritannien och Frankrike.

Den stora skillnad som ofta föreligger i procentuell avkastningsökning mellan det köpande företaget och målföretaget har förklarats i första hand med att det köpande företaget som regel är väsentligt större än målföretaget. Även om den uppkomna värdeökningen är lika fördelad mellan det köpande företaget och målföretaget blir därför den procentuella ökningen av-

sevärt mindre i köparföretaget. En annan förklaring som anförts är att marknaden av olika skäl räknat med att det köpande företaget skulle genomföra vissa förvärv och vid prissättning av aktierna i köparföretaget redan anteciperat en stor del av den uppkomna avkastningsökningen.

För att erhålla ett adekvat mått på företagsförvärvens ekonomiska värde krävs emellertid att nettoeffekten av värdeförändringen i det köpande företaget och målföretaget beräknas. Utredningen har i sitt huvudbetänkande redovisat en amerikansk studie som med denna metod undersökt 236 offentliga förvärvserbjudanden under perioden 1963 – 1984. Studien visar en positiv nettoeffekt i tre fjärdedelar av dessa förvärv och att avkastningsökningen i genomsnitt uppgick till 7,4 % av det sammanlagda börsvärdet på de båda inblandade företagen.

Sammanfattningsvis ger de utförda studierna inom området vid handen att företagsförvärv i form av offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, genomsnittligt sett, är värdeskapande i den meningen att det sammanlagda värdet på det köpande företaget och målföretaget ökar som en följd av förvärvet. För företagens ägare är med andra ord det ekonomiska värdet av förvärven, enligt denna mätmetod, genomsnittligt positivt. Under två förutsättningar anses denna värdeökning också uttrycka ett s.k. samhällsekonomiskt värde av förvärven, nämligen om 1) aktieägarna genomsnittligt gör en korrekt värdering av förvärvserbjudandena och 2) värdeökningen inte uppstår genom en förmögenhetsöverföring från övriga intressenter i de berörda företagen.

Den första av dessa två förutsättningar anses i allt väsentligt erhålla stöd i den forskning som under senare år ägnats aktiemarknadens effektivitet. Forskningen visar att aktiemarknaden är effektiv i den meningen att all tillgänglig information om företagen normalt avspeglas i aktiepriset, även om felbedömningar i enskilda fall kan förekomma.

Den andra och i föreliggande sammanhang mer intressanta förutsättningen är att förändringen i aktieägarnas förmögenhet inte kommer till stånd genom förmögenhetsöverföringar från företagens övriga intressenter. Skulle så vara fallet blir förändringen i börsvärde endast ett mått på förmögenhetskONSEKVENSerna för aktieägarna i de berörda företagen. Med denna utgångspunkt har i olika studier undersökts huruvida den uppkomna värdeökningen på företagen är en följd av förmögenhetsöverföringar från exempelvis kunder, leverantörer, långivare eller anställda.

En förmögenhetsöverföring från företagens *kunder* kan komma till stånd om ett företagsförvärv leder till en minskad konkurrens på marknaden och det sammanslagna företaget därigenom får möjlighet att höja sina priser eller underlåta prissänkande effektivitetsförbättringar i produktionen. Förväntningar om monopolvinster kan leda till en värdeökning på företaget, men representerar inte någon samhällsekonomisk vinst.

Empiriska test av monopolhypotesen har gjorts på det sättet att kursreaktionen i samband med företagsförvärv studerats inte bara i det köpande och uppköpta företaget, utan också i andra företag inom samma bransch.

Utgångspunkten för dessa test är att en starkt marknadsposition gynnar inte bara de företag som slås samman utan också andra företag i samma bransch och att en kursuppgång därför kan förväntas även i dessa företag. Studier av detta slag som utförts på ett stort antal horisontella förvärv i det amerikanska näringslivet ger inte stöd åt hypotesen att värdeökningen i samband med förvärven skulle uppkomma genom förmögenhetsöverföringar från kunderna.

En annan möjlighet är att värdestegringen i de sammanslagna företagen uppkommer genom förmögenhetsöverföringar från företagets *långgivare*. Till utgångspunkt för denna hypotes har hävdats att aktieägarna i ett företag med låg soliditet kan förväntas ha incitament att låta genomföra investeringar som ökar företagets risk, eftersom risken i stor utsträckning bärs av långgivarna. Aktieägarna skulle kunna uppnå en värdestegring på sina aktier genom ett förvärv som ökade variabiliteten i företagets inkomstströmmar, men detta skulle ske till priset av en ökad risk för företagets långgivare, vilka normalt saknar möjlighet att kompensera sig genom ett högre ränteuttag. Även denna hypotes har testats i flera amerikanska studier, men inte funnit något stöd. Hypotesen har också ifrågasatts från teoretiska utgångspunkter. Det har sålunda hävdats att en sammanslagning av två icke perfekt korrelerade inkomstströmmar genom ett företagsförvärv i stället torde reducera långgivarnas risk och leda till en förmögenhetsöverföring från aktieägarna till långgivarna.

En tredje möjlighet är att värdestegringen i de sammanslagna företagen uppkommer genom förmögenhetsöverföringar från de *anställda*. I beskrivningar av enstaka förvärv, bl.a. av amerikanska flygbolag, har påvisats att förvärven medfört nedskärningar i personalstyrkan och lönesänkningar för den kvarvarande personalen. Systematiska prövningar av denna hypotes på övergripande nivå har dock genomförts endast i mycket begränsad utsträckning och studiernas resultat stöder inte den framförda hypotesen.

En fjärde möjlighet är att värdestegringen i de inblandade företagen är ett resultat av att företagets framtida skattebetalningar reduceras till följd av förvärvet och att en förmögenhetsöverföring i den meningen äger rum från *samhället* till aktieägarna. Detta kan ske exempelvis genom att det köpande företaget får möjlighet att göra avdrag för ackumulerade förluster i målföretaget. Amerikanska empiriska studier ger ett visst stöd åt denna hypotes, men visar också att reducerade skattebetalningar genomsnittligt sett kan förklara endast en mindre del av förvärvsvinsterna.

Sammantaget kan de amerikanska studier som analyserat orsakerna till den värdestegring som genomsnittligt sett uppkommer i de inblandade företagen vid ett företagsförvärv, sägas ge ett mycket begränsat stöd åt hypotesen att värdestegringen är en följd av förmögenhetsöverföringar från andra intressenter. Det skall dock understrykas att antalet studier på området ännu är mycket ringa och att studiernas resultat måste tolkas med stor försiktighet.

Det skall också påpekas att det i forskningen framförts förklaringar till

värdeförändringen på de inblandade företagen som inte är relaterade till effekterna av förvärven, utan snarare till de berörda företagens karakteristika och till det sätt på vilket förvärven genomförs. Sålunda har exempelvis hävdats att värdeförändringen i det köpande företaget till viss del beror på valet av vederlagsform. Som påpekats i föregående avsnitt anses ett kon-
tanterbjudande signalera att det köpande företaget är undervärderat och leda till en kursuppgång på företagets aktier, medan ett erbjudande i form av nyemitterade aktier anses signalera en övervärdering och leda till att kursen justeras ned. Empiriska studier har i linje med denna hypotes visat att förmögenhetsökningen för aktieägarna i det köpande företaget är större vid kontant betalning än vid betalning med egna aktier.

En studie av företagsförvärvens effekter på aktieägarnas förmögenhet har med de amerikanska studierna som förebild, utförts även på svenska data.⁴ Studien omfattar samtliga offentliga förvärvserbjudanden som genomfördes i det svenska näringslivet under perioden 1980 – 1988 där såväl det köpande som det uppköpta företagets aktier var börsnoterade (80 förvärv). Vid dessa förvärv erhöll målföretagets aktieägare i genomsnitt en avkastningsökning på drygt 17 % i samband med förvärven. Variationen i materialet var dock stor, från en avkastningsminskning på 12 % till en avkastningsökning på 70 %. Även för det köpande företagets ägare framkom genomsnittligt en avkastningsökning, men denna stannade vid omkring 2,5 %. Spridningen i avkastningen var mycket stor även bland köparföretagen och endast i drygt hälften av dem resulterade förvärvet i en ökad avkastning. I studien undersöktes också den värdemässiga nettoeffekten av förvärven, varvid en positiv nettoeffekt kunde konstateras i fyra femtedelar av de 80 förvärven. I genomsnitt uppgick avkastningsökningen till 5,6 % av de sammanslagna företagens börsvärde. Den svenska studien uppvisar i dessa delar således resultat som mycket liknar resultaten i de utländska studierna. Studien ger däremot inte något underlag för att bedöma om värdestegringen på de inblandade företagen uppkom som ett resultat av förväntade effektivitetsvinster eller av förmögenhetsöverföringar från andra intressenter.

Den värdestegring som framkommer i den refererade typen av studier bestäms med utgångspunkt i ett antagande om att marknaden omedelbart tillgodogör sig ny information om företagen. Värdestegringen beräknas som regel som skillnaden mellan aktiernas faktiska och förväntade kursutveckling under en mycket kort period i anslutning till förvärvserbjudandets offentliggörande. Mätperioden varierar något mellan olika studier, men avser sällan längre tid än två veckor. En del ekonomer har starkt ifrågasatt detta sätt att mäta förvärvens värdemässiga effekter. En förhållandevis bred enighet råder visserligen om att aktiens marknadspris ger uttryck för företagets framtida avkastningsförmåga, men delade meningar föreligger om den hastighet och precision med vilken sådan information slår igenom, exempelvis i

⁴ Bergström, C. och K. Rydqvist, Vem vinner och vem förlorar? Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift, 1/1989.

samband med ett förvärvserbjudande. I linje därmed har hävdats att en adekvat mätning av förvärvets effekter på de inblandade företagens värde måste omfatta en avsevärt längre tidsperiod.

Utredningen har i sitt huvudbetänkande refererat en större amerikansk studie i vilken mätperioden på dessa grunder ägnades särskild uppmärksamhet. Studien visar att den premie som de köpta företagens ägare erhöi, i genomsnitt uppgick till 81 % av priset på det köpta företags aktier före förvärvserbjudandets offentliggörande. Vidare visar studien att kursutvecklingen på det köpande företags aktier inte märkbart påverkades av förvärvet under månaden närmast efter det att förvärvserbjudandet offentliggjordes. Nettoeffekten av uppköpen var för en sådan mätperiod positiv och värdemässigt i stort sett identisk med den premie som betalades till de köpta företagens ägare. Då mätningen utsträcktes till att avse en längre tidsperiod framkom emellertid en sämre kursutveckling. Under året närmast efter förvärvet blev avkastningen på det köpande företags aktier i genomsnitt 11 % lägre än vad som kunde förväntas med ledning av aktieprisets utveckling tre år före förvärvserbjudandet, under det andra året 9 % lägre och under det tredje året 18 % lägre. Som utredningen påpekat har dock studiens resultat starkt ifrågasatts av forskare som haft möjlighet att utnyttja dess grunddata för en alternativ statistisk bearbetning.

Det finns också forskare som ifrågasätter riktigheten i att över huvud försöka mäta värdet av företagsförvärv med hjälp av prisförändringar på de inblandade företagens aktier. Med denna utgångspunkt har i vissa studier i stället använts data från de berörda företagens bokföring. Flera av dessa studier indikerar att förvärven inte är lönsamma, men resultaten är inte entydiga och behäftade med stor osäkerhet. En rad problem gör sig gällande vid användning av bokföringsdata, bland vilka särskilt brukar framhållas risken för att en alltför kort mätperiod används. De ofta stora och omedelbara fusionskostnaderna kommer då att ingå i kalkylen, medan de i framtiden förväntade vinsterna riskerar att hamna utanför densamma. Det har också påpekats att de studier som genomförts med bokföringsdata i allt väsentligt avsett förvärv under 1970-talet med ett starkt inslag av diversifiering och att dessa är av mindre intresse för en diskussion om förvärvsaktiviteten under 1980-talet.

Ett annat angreppssätt för att studera effekter av företagsförvärv är att genomföra fallstudier av enskilda förvärv. Denna metod har använts i flera utländska studier på området och har också utnyttjats i tidigare svenska studier. Fallstudierna ger ofta fördjupade kunskaper om förvärvens effekter i olika avseenden, men kan sällan läggas till grund för generella slutsatser.

4.3.2 Effekter i de av utredningen studerade förvärven

Företagsförvärvens effekter för olika intressenter har också uppmärksamats i de fallstudier utredningen låtit utföra. Ett gemensamt drag hos de tolv förvärv som därvid studerats är att de i stor utsträckning följts av för-

ändringar i det förvärvade företagets verksamhet. Vissa delar av verksamheten har samordnats med köparföretagets verksamhet, andra delar har avyttrats och i några fall har perifera delar av verksamheten lagts ned. I de tidigare förvärven, exempelvis Electrolux – Gränges, Aritmos – Tretorn och Volvo – Beijerinvest har denna utveckling gått mycket långt, medan den i de senare förvärven nyligen påbörjats eller aviserats. Endast i ett fall, Skanska – JM, har köparen vare sig påbörjat eller aviserat några förändringar i det förvärvade företaget. Som tidigare påpekats kan detta dock vara en följd av att Skanska ännu inte uppnått en tillräcklig ägarandel i JM för att kunna genomföra ett fullständigt samgående.

Förvärven och händelseutvecklingen efter förvärven skall ses i ljuset av de uppköpta företagens situation före förvärvet och den utveckling som mot bakgrund därav kunde förväntas om förvärvet inte hade ägt rum. För en del av företagen fanns det knappast något realistiskt alternativ till ett förvärv, medan det för andra torde ha varit möjligt att fortleva som fristående företag. Det måste dock hållas för sannolikt att en stor del av de förändringar som vidtagits i målföretagens verksamhet efter förvärven skulle varit nödvändiga att genomföra oberoende av förvärvet. Det finns i flera fall också anledning att tro att dessa förändringar skulle dragit ut längre på tiden och givit upphov till större kostnader om förvärven inte kommit till stånd.

Flera av de förvärvade företagen befann sig vid förvärvstillfället i en besvärlig ekonomisk situation och några av dem stod på randen till konkurs. För dessa företag öppnade förvärven och de följande omstruktureringsåtgärderna vägar ut ur krisen och möjliggjorde ett inordnande av de olika verksamhetsdelarna i nya och stabilare företag. Det sistnämnda gäller också flera av de dotterföretag och rörelsegrenar inom de uppköpta företagen som, utan att befinna sig i kris, saknade resurser att själva möta en hårdnande konkurrens.

För de köpande företagen har förvärvens betydelse varierat, inte minst beroende på storleksförhållandet mellan de inblandade företagen. I vissa fall har förvärven lagt grunden till en omfattande expansion inom helt nya verksamhetsområden, i andra fall har förvärven snarast varit ett av många förvärv inom samma område med det gemensamma syftet att stärka företagets konkurrenskraft. Gemensamt för flera av förvärven är att de givit köparföretagen ett tillskott av likvida medel dels i form av vad som i det avseendet fanns i målföretaget vid köpet, dels i form inkomster från avyttrade delar av målföretaget.

Beträffande förvärvens effekter på de inblandade företagens olika intressenter kan sammanfattningsvis följande konstateras.

Vad gäller företagens *ägare*, framgår av fallstudierna att målföretagens ägare, i linje med vad som framkommit på övergripande nivå, i flertalet förvärv erhöll en betydande avkastningsökning i omedelbar anslutning till förvärvet. För det köpande företagets ägare blev den kortsiktiga värdemässiga effekten däremot mindre entydig. I flera fall gav förvärven upphov till en omedelbar positiv kursreaktion, men i vissa fall, bl.a. vid MoDo:s köp av

Holmen och Iggesund, blev kursreaktionen negativ. Storleken på kursreaktionerna är emellertid starkt avhängig hur många dagar i anslutning till förvärvserbjudandet som innefattas i mätperioden och låter sig inte entydigt bestämmas.

Inte heller är det möjligt att relatera köparföretagets långsiktiga kursutveckling till de genomförda förvärven. Flertalet förvärv har, som framhållits, följts av omfattande förändringar inte bara i det förvärvade företaget utan också i köparföretaget. I vilken utsträckning senare förändringar i aktiekurserna är en följd av förvärvet i sig, av händelser relaterade till förvärvet eller av helt andra händelser, kan därför inte i efterhand utronas.

De studerade förvärvens effekter för företagens kunder är avhängiga de förändringar i företagens marknadsposition som följer av förvärven. Fallstudierna ger inte vid handen att de studerade förvärven i någon avgörande utsträckning begränsat konkurrensen på företagens avsättningsmarknader. Denna slutsats kan också dras av den särskilda studie utredningen låtit utföra rörande NO:s och SPK:s överväganden i samband med förvärven.⁵ Studien visar att NO funnit anledning att närmare granska hälften av de tolv förvärven och i endast ett av dessa fall påkallat förhandlingar med de inblandade företagen. Den andra hälften av de tolv förvärven har över huvud inte granskats av NO eller granskats endast initialt. Enligt den utförda expertstudien är det sannolikt att dessa förvärv betraktats som ointressanta från konkurrensbegränsningssynpunkt.

Det första av de studerade förvärven, Electrolux köp av Gränges år 1980, blev föremål för en omfattande utredning efter vilken NO sammanfattningsvis gjorde bedömningen att samgåendet inte innebar "att koncentrationen på någon marknad ökar i någon mera påtaglig omfattning".

Det andra förvärvet, Aritmos köp av Tretorn år 1981, tillhör de förvärv som över huvud inte granskats eller granskats endast initialt. Några kommentarer rörande förvärvets betydelse från konkurrenssynpunkt förekom inte heller från SPK:s sida då förvärvet redovisades i publikationen *Fusioner inom svenskt näringsliv*.

Beträffande Volvos köp av Beijerinvest samma år konstaterade NO att samgåendet "inte omedelbart (leder) till någon marknadskoncentration eftersom företagen huvudsakligen har olika verksamhetsområden".

Skrinets förvärv av Masonite år 1982 blev inte föremål för utredning från NO:s sida och inte heller föranledde Proventus köp av Upsala-Ekeby år 1984 någon sådan utredning. Det sistnämnda förvärvet kommenterades dock av SPK i publikationen *Aktuellt om fusioner*, där SPK konstaterade att Proventus inte tidigare arbetat inom Upsala-Ekebys verksamhetsområden, varför förvärvet "inte innebär ändrade koncentrationsförhållanden".

Inte heller AGA:s förvärv av Uddeholm granskades närmare av NO och med hänvisning till att företagen inte arbetat på gemensamma marknader

⁵ Nerep, E., NO:s och SPK:s roll i samband med vissa företagsförvärv. Bilaga 3 till betänkandet.

kunde SPK även denna gång konstatera att "samgåendet inte medför någon koncentration på produktmarknaden".

Pharmacias köp av LKB år 1986 granskades av NO som dock ej fann skäl att ingripa. NO konstaterade att "Pharmacia och LKB snarare kompletterade än konkurrerade med varandra på separationsområdet, att företagen hade en hög exportandel, att bland företagets kunder ingick till en väsentlig del stora beställare, att det på de områden där Pharmacia och LKB konkurrerade fanns ett femtiotal andra leverantörer på den svenska marknaden, --- samt att de båda företagens kunder icke hade synpunkter att framföra på förvärvet".

Trelleborgs köp av Boliden år 1987 granskades inte av NO och i Aktuellt om fusioner konstaterade SPK i allt väsentligt endast att Trelleborgs verksamhet efter köpet av Boliden skulle komma att innefatta "en mängd produktgrupper".

Skanskas förvärv av aktiemajoriteten i JM år 1987 granskades ingående av NO, men föranledde inte någon åtgärd. Beslutet motiverades framför allt med att Skanska inte genom förvärvet uppnådde någon dominerande marknadsställning.

Nordstjernans förvärv av ABV år 1988 är det enda av de tolv studerade förvärven vid vilket NO efter utredning inlett förhandlingar med de inblandade företagen. Förhandlingarna resulterade i att det nybildade företaget, NCC, gjorde vissa åtaganden i syfte att dels säkerställa att NCC och det största företaget i branschen, Skanska, skulle förbli från varandra fristående konkurrenter, dels underlätta NO:s kontroll av eventuellt kommande företagsförvärv. NO gjorde därefter bedömningen att sammanslagningen mellan de båda företagen visserligen skulle leda till en ökad koncentration på byggmarknaden, men att detta till följd av förekomsten av ett ännu större företag på marknaden kunde innebära att konkurrensen ändå i vissa lägen skärptes.

Beträffande MoDo:s köp av Holmen respektive Iggesund år 1988 kan slutligen konstateras att NO redan år 1983 granskade ett förvärv från MoDo:s sida av aktier i Iggesund och på grundval därav beslutade att inte vidtaga några åtgärder. Beslutet motiverades med att de båda företagen hade mycket begränsade beröringspunkter och att förvärvet därför inte skulle medföra att dominans uppkom på någon marknad. Beträffande MoDo:s förvärv av Holmen föreligger inte någon motsvarande utredning, men enligt utredningens expertstudie vilar beslutet att ej ingripa mot Holmen-förvärvet på samma grunder som beslutet i Iggesunds-ärendet.

Vad därefter gäller förvärvens effekter för företagens *anställda* kan först konstateras att de utförda fallstudierna ger underlag för bedömning endast av förvärvens sysselsättningsmässiga effekter. Förvärvens betydelse för löner, förekomsten av vinstandelssystem och andra förmåner, kan inte bedömas med ledning av fallstudierna.

Den totala sysselsättningen i de tolv förvärvade företag som omfattas av fallstudierna uppgick vid förvärvstillfället till omkring 70 000 personer. De

anställdas organisationer ställde sig i flertalet av förvärven positiva till ägarförändringarna och deltog aktivt i den efterföljande sammanslagningsprocessen. I några fall möttes dock förvärvserbudandet av protester från de anställdas sida och i flera fall ansåg de anställda att den information som lämnades i anslutning till förvärven var knapphändig och kom på ett för sent stadium. Förvärvserbudandena föranledde därigenom en betydande oro inför framtiden.

Något förenklat kan omkring hälften av totalantalet sysselsatta i målföretagen vid förvärvstillfället, i dag sägas återfinnas inom ramen för de köpan- de företagens verksamhet. Sammanslagningen mellan de inblandade företagen synes för denna grupp som regel inte ha föranlett några personalminskningar bland de kollektivanställda, men har i vissa fall medfört förändringar på tjänstemannasidan. Det senare gäller framför allt då företagens huvudkontor slagits samman.

Den andra hälften av de anställda i de förvärvade företagen har i allt väsentligt följt med de delar av dessa företag som sedermera avyttrats. Bland de större avyttringar som ägt rum efter förvärven märks bl.a. Electrolux försäljning av Gränges Metallverken, Volvos successiva försäljning av Sonessonföretagen, AGA:s försäljning av Uddeholm Tooling, Trelleborgs försäljning av en rad företag ur Ahlsellgruppen och av Boliden Kemi samt MoDo:s försäljning av Holmen Hygiene. De anställda i dessa och övriga avyttrade verksamhetsdelar återfinns i dag inom andra koncerner och har i vissa fall berörts även av senare ägarskiftet. Det har inte varit möjligt att i detalj följa sysselsättningsutvecklingen inom dessa verksamhetsdelar efter avyttring, men fallstudierna antyder i det avseendet inte några generellt sett omfattande negativa konsekvenser. Detta hindrar givetvis inte att enskilda orter och inte minst enskilda individer i vissa fall drabbats hårt av de personalminskningar som i vissa fall genomförts.

Nedläggningar av förvärvade verksamhetsdelar har endast undantagsvis förekommit och där så skett har det rört sig om sysselsättningsmässigt små företag. Som exempel kan nämnas Kockums Stål med 130 anställda, som efter flera års förluster avvecklades av Volvo år 1985.

De genomförda fallstudierna ger ett begränsat underlag för att bedöma förvärvens betydelse för företagens *långivare*, men lämnar inte något uppenbart stöd till hypotesen att en förmögenhetsöverföring ägt rum från långivarna till aktieägarna. Förvärven har i vissa fall medfört en omedelbar och kraftig soliditetssänkning i det köpande företaget, men soliditeten har inom förhållandevis kort tid återgått till sin tidigare nivå. Det kan vidare konstateras att det i förvärvens spår, såvitt framgår av fallstudierna, inte förekommit falllisse-mang i den meningen att företagens långivare ej kunnat er- hålla full betalning för sina fordringar.

Förvärvens effekter för företagens långivare synes snarare kunna för- knippas med hypotesen att förvärven leder till en minskad risk för lån- givarna. Detta blev med stor sannolikhet effekten för Gränges långivare ef- ter Electrolux övertagande och detsamma torde gälla långivarna i bl.a. Tre-

torn och Upsala-Ekeby.

Vad slutligen gäller hypotesen att värdeökningen på de i förvärvet inblandade företagen uppkommer till följd av *minskade skatteutbetalningar*, dvs. i vid mening genom förmögenhetsöverföringar från samhället, har utredningen i avsnitt 4.1 ovan visat att förlustavdragsmöjligheter uppkom vid fem av de tolv studerade förvärven. I tre av dessa förvärv, Electrolux – Gränges, Aritmos – Tretorn och AGA – Uddeholm, var dessa avdrag så stora att de torde ha utgjort en starkt bidragande orsak till förvärvet.

5 En internationell utblick

Utredningen har i sitt huvudbetänkande lämnat en utförlig redovisning av näringslivets ägarstruktur i en rad andra länder och i det sammanhanget också redovisat vissa uppgifter om förvärvsaktiviteten i dessa länder. Utredningen har inom ramen för föreliggande mer begränsade uppdrag därför inte funnit anledning att genomföra någon detaljerad statistisk jämförelse mellan företagsförvärvens omfattning i Sverige och andra länder. För att komplettera den bild som i tidigare kapitel givits av situationen i det svenska näringslivet har utredningen dock funnit skäl att kortfattat sätta in några av huvuddragen i den svenska utvecklingen i ett internationellt perspektiv.

5.1 Förekomsten av förvärvsvågor

Företagsförvärv och företagssamgåenden har som visats i tidigare kapitel varit ett utmärkande drag i det svenska näringslivets utveckling alltsedan aktiebolaget blev den dominerande formen för företagarverksamhet i större skala. Successiva sammanslagningar av mindre företag och tillverkningsenheter lade redan vid sekelskiftet grunden till flera av landets i dag största industriföretag och denna utveckling har under senare decennier med varierande intensitet fortsatt och periodvis starkt präglat det svenska näringslivet.

Den svenska utvecklingen är i detta avseende inte unik. Tvärtom är företagsförvärv och företagssamgåenden ett karakteristiskt drag i näringslivets utveckling i de flesta industriländer. Förvärvsaktiviteten brukar ofta beskrivas i termer av förvärvsvågor som under olika tidsperioder dragit fram över och förändrat näringslivsstrukturen i olika länder. En första våg av förvärv och samgåenden brukar dateras till sekelskiftet, en andra våg till 1920-talet, en tredje till 1960-talet och en fjärde våg till 1970-talets senare hälft och 1980-talet. Detta tidsmässiga mönster är särskilt uttalat i Förenta staterna, men kan i likartad form också iakttagas i Storbritannien och vissa andra europeiska länder, däribland Sverige.

Den ekonomiska forskningen har inte lämnat några entydiga och allmänt accepterade förklaringar till dessa fluktuationer i förvärvsaktiviteten. De teorier som på mikronivå anförts rörande företagsförvärvens drivkrafter och som redovisats i anslutning till fallstudierna ovan kan i bästa fall förklara varför enskilda förvärv kommer till stånd, men inte varför förvärvsaktivite-

ten under vissa tidsperioder varit mer intensiv än under andra perioder. På makronivå anförts i stället teorier om vilka faktorer som – gemensamt för hela eller stora delar av näringslivet – skapar de på mikronivå nödvändiga betingelserna för företagsförvärv.

Flera studier på makronivå har sålunda påvisat ett positivt samband mellan den allmänna ekonomiska aktiviteten i samhället och antalet företagsförvärv. Ett positivt samband har också fastställts mellan den allmänna kursutvecklingen på aktiemarknaden och förvärvsaktiviteten i näringslivet. Dessa studier till trots anses frågan om förvärvsvågornas orsaker alltjämt vara ett olöst problem inom den ekonomiska forskningen.

5.2 Förvärvens omfattning under 1980-talet

Under det senaste decenniet har förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet legat på en, jämfört med tidigare år, förhållandevis hög nivå. Förvärven har också kommit att omfatta genomsnittligt sett allt större företag och har därmed berört allt större delar av näringslivet.

Inte heller i dessa avseenden är den svenska situationen unik. Förvärvsaktiviteten i termer av antal genomförda förvärv var redan under 1970-talets senare del hög i Förenta staterna och Storbritannien och synes sedan en tid tillbaka öka även i flera andra länder. Bland de europeiska länderna gäller detta exempelvis i Förbundsrepubliken Tyskland och Frankrike och utanför Europa bl.a. i Kanada. Tillgänglig statistik för de olika länderna har dock en mycket varierande täckningsgrad och uppvisar även i övrigt sådana skillnader i uppläggning att den inte lämpar sig för detaljerade jämförelser mellan länderna.

Den höga och ökande förvärvsaktiviteten är särskilt påtaglig bland aktiemarknadsföretag och den skillnad som hittills förelegat i förvärvsaktivitet mellan å ena sidan Förenta staterna och Storbritannien och å andra sidan övriga industriländer anses ofta vara ett utslag av att aktiemarknaden länge varit väsentligt mer utvecklad i de förstnämnda länderna. I takt med att allt fler företag även i andra länder söker sig till aktiemarknaden och dessa marknader också i andra avseenden utvecklas, ökar emellertid förvärvsaktiviteten runtom i världen.

Ett för samtliga länder gemensamt drag är också att förvärven kommit att omfatta allt större företag och därmed allt större delar av näringslivet. I Förenta staterna genomfördes år 1988 en s.k. leveraged buy out, dvs. ett av företagsledningen initierat och höggradigt lånefinansierat förvärv, av ett företag med ett marknadsvärde på 25 miljarder USD.

Förvärvet var det hittills största i världen och väckte betydande uppmärksamhet. Det största förvärvet med ett *företag* som köpare hade samma år ett marknadsvärde på närmare 13 miljarder USD och de tio största förvärven av det slaget omfattade företag med ett sammanlagt värde på närmare 45 miljarder USD. I Europa genomfördes samma år flera förvärv i vilka

målföretagets marknadsvärde närmade sig 5 miljarder USD.

Med utgångspunkt i samma typ av teorier som försökt förklara förekomsten av vågor i förvärvsaktiviteten har förklaringar till den rådande höga förvärvsaktiviteten sökts i bl.a. den ökade ekonomiska aktiviteten och den generella kursuppgången på aktiemarknaden under senare år. Forskarna har emellertid också anfört andra och för den innevarande perioden mer specifika förklaringar.

En faktor som av många anses vara av grundläggande betydelse för utvecklingen under det senaste decenniet är den snabba utvecklingen av de finansiella marknaderna. Tillkomsten av nya finansiella instrument och nya finansiella marknader anses kraftigt ha förbättrat möjligheterna att finansiera företagsförvärv och gjort det möjligt för köpare med begränsade egna resurser att förvärva även mycket stora företag. Nära sammanhängande med denna förklaring är en ökad beredvillighet från de finansiella institutionernas sida att medverka till finansiering av företagsförvärv.

En annan faktor som framhållits i sammanhanget är att politiker och myndigheter, i ljuset av en tilltagande internationell konkurrens, under senare år omprövat en tidigare ofta restriktiv inställning till att genom samgåenden skapa ännu större enheter i det inhemska näringslivet. Lättnader i detta avseende har ökat möjligheterna att genomföra stora horisontella förvärv och vissa forskare har hävdats att den intensiva förvärvsaktiviteten delvis återspeglar farhågor från företagets sida, att politikernas inställning åter kommer att svänga och att företagen handlar medan tillfälle bjuds. En med detta nära sammanhängande förklaring är att förvärven och samgåendena under det senaste årtiondet i stor utsträckning kommit till stånd som ett resultat av avregleringar inom olika sektorer i ekonomin, exempelvis inom transport- och finanssektorn.

En tredje ofta återopad förklaring till de förvärv som nu äger rum är att många företag funnit det nödvändigt att avyttra delar av sin verksamhet och att förvärvsaktiviteten under senare år delvis återspeglar hur dessa verksamhetsdelar nu inordnas i andra företag. Bakom de omfattande avyttringarna ligger i vissa fall tidigare misslyckade förvärv, men också det faktum att företagen i en hårdnande konkurrens funnit det nödvändigt att koncentrera sin verksamhet till ett antal "kärnområden". Förvärvsaktiviteten under 1980-talets senare del ses i detta perspektiv i stor utsträckning som en reaktion mot de konglomeratförvärv som utmärkte förvärvsaktiviteten under 1960- och första delen av 1970-talet.

Med anknytning till denna typ av förklaring har flera forskare också hävdats att förvärvsutvecklingen i Europa under senare år måste ses i ljuset av den planerade s.k. interna marknaden inom EG-området. En fri rörlighet för kapital, tjänster, varor och arbetskraft inom EG-området väntas kraftigt skärpa konkurrensen om de europeiska kunderna och flera studier har pekat på att företagen som en följd därav kommer tvingas att dels koncentrera sin verksamhet och överge produktområden med bristande konkurrensförsättningar, dels utvidga sitt geografiska verksamhetsområde. Antalet för-

värv och samgåenden inom EG-området har mot denna bakgrund ökat markant under de senaste åren och ökningen förväntas fortsätta. Det årliga antalet förvärv och samgåenden som berörde något av de 1 000 största företagen inom EG-området trefaldigades mellan år 1983 och 1987, från drygt 100 till drygt 300 förvärv.

5.3 Förvärv över ländergränser

Det har inte ålegat utredningen att studera svenska företags förvärv av företag i andra länder. Det är emellertid väl känt att flera av de svenska storföretagen sedan länge är starkt internationaliserade och kontinuerligt genomför förvärv utomlands. Redan under 1920- och 1930-talet var exempelvis Alfa-Laval, Ericsson, SKF och Swedish Match väl etablerade i en lång rad länder. Bland företag som under de senaste decennierna utmärkt sig i detta avseende märks särskilt Electrolux, som genom fortlöpande förvärv av utländska företag sedan slutet av 1960-talet uppnått en världsledande position inom flera av sina produktområden. Bland de av utredningen i fallstudierna studerade företagen har en omfattande förvärvsaktivitet utanför Sveriges gränser kunnat iakttas även för exempelvis AGA och Trelleborg.

Ett annat och mycket uppmärksammat exempel på de svenska företagens internationalisering representerar sammanslagningen av den elektrotekniska rörelsen i ASEA och det schweiziska företaget Brown Boveri Ltd år 1988. Sammanslagningen innebar att ett nytt och i ordets rätta bemärkelse multinationellt företag, Asea Brown Boveri, bildades. Företaget har sitt säte i Schweiz och ägs till lika delar av ASEA och Brown Boveri. Liknande företagsbildningar mellan svenska och utländska intressenter har dock förekommit långt tidigare. Som exempel kan nämnas bildandet av det skandinaviska flygbolaget SAS på 1940-talet. Det kan också noteras att Volvos planerade samarbete med norska intressenter vid slutet av 1970-talet var ämnat att resultera i ett av svenska och norska intressen gemensamt ägt holdingbolag.

Vid en internationell utblick framgår att även dessa aspekter av de svenska företagens förvärvsaktivitet har sin motsvarighet bland storföretag i andra länder. De allra flesta förvärv och samgåenden sker mellan företag i ett och samma land, men utvecklingen under det senaste decenniet karakteriseras av en ökad förekomst av förvärv över ländergränserna. Amerikanska företag förvärvar europeiska företag och söker fotfästen inom EG-området och i samma syfte genomför europeiska företag förvärv i de stora EG-länderna. Samtidigt ökar de europeiska förvärven i det amerikanska näringslivet. De senaste åren har också japanska företag i allt större utsträckning sökt sig utanför landets gränser och förvärvat en rad stora företag i såväl Förenta staterna som Europa.

Heltäckande och tillförlitlig statistik rörande förvärv över ländergränser saknas. På enskilt initiativ publiceras dock vissa sammanställningar av-

seende utländska förvärv i framför allt Förenta staterna och Europa. En av dessa sammanställningar,⁶ omfattande utlandsförvärv i ett fyrtiotal länder, redovisar för år 1988 drygt 2 300 utlandsförvärv med ett sammanlagt värde på närmare 120 miljarder USD. Jämfört med år 1987 var det mer än en fördubbling av antalet utlandsförvärv och en femtioprocentig ökning i utlandsförvärvens totala värde.

Drygt 700 av de registrerade 2 300 utlandsförvärven ägde rum i Förenta staterna. Dessa genomfördes huvudsakligen av företag hemmahörande inom EG-området, men också av företag från Kanada liksom Schweiz, Australien och Japan.

I stort sett lika många, eller 750 utlandsförvärv, genomfördes inom EG-området. Det största antalet förvärv inom EG-området ägde rum i Storbritannien där drygt 200 företag fick utländska ägare under året. Drygt 60 % av förvärven inom EG-området genomfördes av företag från EG-länder, 20 % av företag från Förenta staterna och resten av företag från övriga länder.

Av resterande 850 utlandsförvärv genomfördes drygt 500 förvärv i Kanada, av i första hand amerikanska företag, medan 350 förvärv genomfördes i övriga inkluderade länder.

Svenska företag genomförde enligt sammanställningen drygt 80 förvärv utomlands under år 1988 till ett sammanlagt värde av drygt 2 miljarder USD. Av dessa hade 6 förvärv ett marknadsvärde på mer än 100 miljoner USD. Hälften av antalet utlandsförvärv och hälften av det sammanlagda förvärvsvärdet avsåg företag inom EG-området, medan merparten av resterande förvärv avsåg företag i Förenta staterna.

5.4 Förvärv genom offentliga uppköpserbudanden

Förändringarna i förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet har inte avsett endast förvärvens omfattning och inriktning. Förändringar har också ägt rum i det sätt på vilket förvärven genomförs, framför allt i det avseendet att ett allt större antal förvärv sker genom offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden. Inte heller denna aspekt av förvärvsutvecklingen är emellertid ett specifikt svenskt fenomen, utan har sin motsvarighet i en rad andra länder.

Från att ursprungligen huvudsakligen ha omfattat små familjekontrollerade företag och ha kommit till stånd genom direkta förhandlingar mellan köparen och ägaren, kom företagsförvärven i takt med aktiemarknadens expansion i allt större utsträckning att avse företag med marknadsnoterade aktier och en väsentligt vidare ägarkrets.

I företag med tusentals ägare var det inte längre möjligt för köparen att samla alla ägare runt förhandlingsbordet för att framföra sitt erbjudande.

⁶ Deal Watch, International Mergers & Acquisitions, KPMG, 1989.

Köparen tvingades förhandla med den eller de kontrollerande ägarna, antingen direkt eller genom företagets styrelse och ledning, och efter det att dessa förhandlingar avslutats framlägga sitt erbjudande till övriga ägare i form av ett offentligt uppköpserbjudande. Kunde en överenskommelse inte nås i de inledande förhandlingarna framlades inte något offentligt erbjudande och förvärvet kom inte till stånd.

I många storföretag utvecklades emellertid ägarstrukturen på ett sådant sätt att företagen med tiden kom att sakna kontrollerande ägare. Ägarstrukturen präglades uteslutande av små ägare, med vilka köparen inte hade skäl att inleda några förhandlingar. Ett förvärvserbjudande kunde då föregås av förhandlingar med företagets styrelse och ledning, men vägen låg också öppen för förvärvserbjudanden riktade direkt till aktieägarna utan föregående förhandlingar – erbjudandet kunde göras "över huvudet" på ledningen.

"Take-over"-erbjudanden av detta slag förekom i Storbritannien redan under 1950-talet och blev tio år senare ett återkommande inslag även på den amerikanska aktiemarknaden. I Sverige framlades, som tidigare påpekats, ett offentligt uppköpserbjudande helt utan föregående förhandlingar första gången år 1979 då Beijerinvest erbjöd sig att förvärva samtliga aktier i Företagsfinans.

Erbjudanden av detta slag väckte tidigt starka reaktioner från näringslivets sida. De sågs som ett avsteg från den rådande ordningen för företagsförvärv och ett hot mot sittande företagsledning och styrelse i målföretagen. Ställde sig ledningen eller styrelsen negativ till ett framlagt erbjudande be-tecknade de erbjudandet som fientligt och sökte på olika vägar motarbeta att förvärvet genomfördes. De offentliga förvärvserbjudandena ledde på detta sätt till att en rad metoder utvecklades för att försvara företagen mot oönskade förvärv. Denna utveckling blev särskilt påtaglig i Förenta staterna, men försvarsåtgärder mot företagsförvärv förekommer också i de flesta andra länder.

I likhet med vad som är fallet i Sverige kommer de allra flesta företagsförvärv som i dag genomförs på exempelvis den amerikanska och brittiska aktiemarknaden till stånd genom förhandlingar mellan köparföretaget och målföretagets huvudägare och ledning, utan "fientliga" inslag. Det förekommer emellertid att framlagda förvärvserbjudanden möter motstånd från målföretagets sida och att ett förvärvsförsök utvecklas till en långdragen och stegvis upptrappad kamp där alltmer raffinerade metoder tillgrips för att genomföra respektive förhindra ett övertagande. I massmedia ägnas dessa förvärv betydande uppmärksamhet och överskuggar ofta den stora mängden av dagliga förvärv och samgåenden i näringslivet.

6 Regler rörande företagsförvärv och företagssamgåenden

Utredningen har i sina direktiv ålagts att lämna en övergripande redovisning av förvärvsutvecklingen i svenskt näringsliv och genomföra fallstudier av ett antal större förvärv. Denna del av uppdraget har redovisats ovan. Avslutningsvis åligger det utredningen att överväga behovet av en regelöversyn på området.

Till utgångspunkt för en sådan diskussion redovisas i föreliggande kapitel huvuddragen i de regler som berör företagsförvärv och företagssamgåenden i svenskt näringsliv. I kapitlets avslutande del redovisas också förekomsten av gemensamma regler på detta område inom EG.

Ett förvärv av ett företag kan som tidigare framhållits i snäv ekonomisk mening betraktas som en transaktion uteslutande mellan företagets nya och gamla ägare. Emellertid berör förvärvet vanligtvis också en rad andra aktörer, bland vilka särskilt brukar nämnas företagens långgivare, leverantörer och anställda. Direkt berörda av förvärvet är ofta också avnämarna av företagets produktion. I vidare bemärkelse berör företagsförvärven också samhället i stort, framför allt genom påverkan på näringslivets struktur.

Regler som berör företagsförvärv och företagssamgåenden återfinns inom olika delar av lagstiftningen. Ett gemensamt syfte med flera av dessa regler kan dock sägas vara att skydda olika aktörer mot tänkbara negativa konsekvenser av de ofta genomgripande förändringar i företagets organisation och verksamhet som följer med ett förvärv.

Inom *associationsrätten* återfinns i aktiebolagslagen regler, vilkas primära uppgift kan sägas vara att göra aktiebolaget till en för ekonomisk verksamhet lämplig organisationsform. Lagens bestämmelser är generellt sett av avgörande betydelse för de sätt på vilka företagsförvärv kan genomföras och de rättigheter som efter förvärvet tillkommer förvärvaren, men också för möjligheten att avvärja ett oönskat förvärvsförsök. För en viss form av samgående mellan bolag uppställer lagen dessutom särskilda regler ämnade att skydda framför allt minoritetsaktieägare och långgivare. Regler till skydd för aktieägarna finns också inom den angränsande *börsrätten*.

Inom *konkurrensrätten* finns regler rörande företagsförvärv i konkurrenslagen, vars syfte är att främja konkurrensen på företagets avsättningsmarknader och därigenom ytterst skydda konsumentkollektivet. Lagen erbjuder också ett visst skydd för näringsidkare.

Inom *arbetsrätten* saknas regler som direkt tar sikte på företagsförvärv,

men delar av lagen om medbestämmande i arbetslivet och lagen om styrelserepresentation för de anställda är av intresse i sammanhanget.

Regleringen inom vart och ett av dessa områden beskrivs närmare i avsnitt 6.1 – 6.3 nedan.

Regler av direkt och indirekt betydelse för företagsförvärv finns också inom skatterätten. Dessa regler har kortfattat omnämnts i tidigare kapitel och utredningen har också diskuterat i vilken mån de kan antas ha påverkat förvärvsaktiviteten i näringslivet. Med hänsyn till de omfattande förändringar som nyligen föreslagits i fråga om såväl inkomst- som företagsbeskattningen har utredningen emellertid inte funnit det motiverat att närmare beskriva den i dag gällande ordningen på detta område.

6.1 Associations- och börsrättsliga regler

6.1.1 Aktiebolagslagen

Ett förvärv av ett företag som drivs i aktiebolagsform kommer till stånd genom att äganderätten till bolagets aktier övergår från den tidigare ägarkretsen till köparen. Avser förvärvet inte företaget som juridisk enhet, utan endast den i företaget bedrivna verksamheten, betecknas förvärvet ofta som ett substansförvärv. För utredningens uppdrag är denna senare typ av förvärv av mindre intresse.

Aktiebolagslagen utgår från att aktierna i ett företag som huvudregel är fritt överlåtbara och uppställer endast undantagsvis regler rörande handel med redan utgivna aktier. Lagens bestämmelser är däremot av omedelbar betydelse för en köparens möjligheter att *efter* förvärvet påverka exempelvis organisationen och verksamheten i det förvärvade företaget.

Aktiebolagslagens *regler om bolagets förvaltning* utgår från att aktieägarna är bolagets yttersta beslutsfattare. Bolagsstämman är bolagets högsta beslutande organ, i vilket aktieägarna har en, i princip, exklusiv rätt att delta. Bolagsstämman utser en styrelse och styrelsen beslutar, i förekommande fall, om tillsättande av en verkställande direktör. Styrelsens befogenheter anges i stor utsträckning av bolagsstämman och kan återkallas av densamma. Bolagsstämman kan också när som helst och utan motivering återkalla styrelseledamöternas mandat.

Beslutsfattandet vid bolagsstämman utövas genom omröstning och den grundläggande beslutsregeln är att det förslag vinner stämmans bifall som erhåller fler än hälften av de avgivna rösterna. Den som förvärvar aktier representerande mer än halva röstetalet för bolagets samtliga aktier är således garanterad kontroll över bolagets förvaltning, i den meningen att han med full säkerhet kan bestämma styrelsens sammansättning och därmed, indirekt, även utse företagets verkställande ledning. Då en betydande del av aktiestocken i svenska storföretag normalt inte är företräd vid bolagsstämman är det dock i dessa företag ofta möjligt att även med mindre än halva

röstetalet för samtliga aktier uppnå s.k. praktisk majoritet, dvs. att utan fullständig säkerhet, men med stor sannolikhet kunna genomdriva stämmbeslut i för företaget viktiga frågor.

Varje aktie berättigar till rösträtt vid stämman, men lagen tillåter att aktieslag med olika röstvärden emitteras. Röstvärdet för en aktie av ett visst aktieslag får dock inte överstiga tio gånger röstvärdet för ett annat aktieslag och röstvärdet får inte göras beroende av vem som äger aktien. Enligt övergångsbestämmelser tillåts dock i äldre aktiebolag större skillnader i röstvärde. Utredningen har tidigare visat att drygt tre fjärdedelar av de svenska storföretagen har utelöpande aktier med skilda röstvärden, vanligtvis med skillnaden 1 till 10 och att aktieslagen är utgivna i sådana proportioner att kontroll över bolagen kan uppnås med en väsentligt mindre kapital- än röstandel.

Vid omröstning äger ingen utöva rösträtt för mer än en femtedel av det vid stämman företrädde antalet aktier, såvida inte annat föreskrivits i bolagsordningen. Utredningen har tidigare visat att bolagsordningen i de allra flesta storföretag i detta avseende åsidosätter lagens regel och föreskriver att varje stämmodeltagare får utöva rösträtt för det fulla antalet av honom företrädde aktier.

Förvärvs aktier representerande mer än halva röstetalet i ett aktiebolag av ett annat aktiebolag, uppstår enligt lagen ett koncernförhållande mellan företagen. De viktigaste rättsverkningarna därav är att det förvärvande företaget är skyldigt att upprätta en samlad redovisning för hela koncernens ställning och att det förvärvande företaget inte får dela ut större belopp än som enligt denna redovisning utgör vinst för koncernen i dess helhet.

Enligt fast rotad sedvana tillåts inom koncerner att disponibla vinstmedel i dotterföretag överförs till moderbolaget i form av s.k. koncernbidrag. Det bör dock noteras att den bolagsrättsliga gränsen för ett koncernförhållande inte överensstämmer med den skatterättsliga gränsen. Inom skatterätten är gränsen för ett koncernförhållande 90 % av antalet aktier. Först om förvärvaren uppnår ett innehav av denna storlek och vissa andra rekvisit uppfylls, kan koncernbidraget anses som en avdragsgill kostnad för dotterbolaget och ges utan beskattningskonsekvenser.

Uppnår förvärvaren ett innehav om mer än 90 % av antalet aktier i det förvärvade bolaget och representerar dessa aktier mer än 90 % av röstetalet, har förvärvaren rätt att begära tvångsinlösen av återstående aktier. Sådan inlösen kan också påfordras av de berörda minoritetsägarna.

Aktiebolagslagens regler är också av betydelse för målföretagets möjligheter att genom s.k. *försvarsåtgärder* förebygga eller avvärja oönskade förvärvsförsök. Utredningen har på detta område låtit utföra en särskild studie med syfte att klarlägga i vilken utsträckning den rika flora av försvarsåtgärder som förekommer i framför allt det amerikanska näringslivet skulle vara förenlig även med de svenska rättsreglerna.⁷ I korthet ger studien vid

⁷ Fällman, A., *Motåtgärder vid företagsförvärv. Bilaga 2 till betänkandet.*

handen att den svenska aktiebolagslagen lämnar företagen ett betydande utrymme för försvarsåtgärder och att en rad av de åtgärder som förekommer utomlands skulle vara förenliga med aktiebolagslagens regler. Möjligheten att tillgripa försvarsåtgärder mot oönskade förvärvsförsök regleras emellertid också av de rekommendationer rörande offentliga uppköpserbjudanden som utformats av Näringslivets börskommitté och intagits i Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt, vilket medför att det av aktiebolagslagen angivna utrymmet i viss mån reduceras. Till detta återkommer utredningen i avsnitt 6.1.2 nedan.

I fråga om *regler som direkt berör företagsförvärv* inskränker sig aktiebolagslagen till att ange ett särskilt förfarande för samgående mellan bolag, kallat fusion. En fusion innebär att ett aktiebolag (det överlåtande bolaget) går upp i ett annat aktiebolag (det övertagande bolaget) genom att det överlåtande bolagets tillgångar och skulder övergår på det övertagande bolaget, varefter det överlåtande bolaget upplöses. Regleringen i fråga omfattar således inte den i utredningens undersökning ofta förekommande förvärvssituationen att förvärvande och förvärvat företag efter förvärvet kvarstår som skilda juridiska personer.

Lagen reglerar två huvudtyper av fusioner. Den första typen är s.k. absorption, där ett bolag uppgår i ett annat bolag. Den andra typen är s.k. kombination, där två eller flera bolag uppgår i ett nybildat bolag. För båda fall uppställs regler i syfte att skydda dels minoritetsaktieägarna, dels långgivarna, i överlåtande bolag.

För att skydda minoritetsaktieägarna föreskrivs att ett fusionsavtal skall träffas mellan de berörda bolagen och att detta skall underställas bolagsstämman i det överlåtande bolaget för godkännande. Stämmans beslut skall fattas med enkel majoritet och vill en minoritet göra gällande att beslutet strider mot principen om aktieägarnas likabehandling, kan beslutet klandras i vanlig ordning. Vid fusion mellan moderbolag och helägt dotterbolag uppstår inte några minoritetsproblem, varför fusionsavtalet i det fallet kan träffas mellan företagens styrelser.

I det övertagande bolaget är fusionen enligt lagen att betrakta som en affärstransaktion, varom styrelsen är behörig att besluta. Skulle fusionen förutsätta en ändring av bolagsordningen eller en emission av aktier, konvertibla skuldebrev eller vinstandelsbevis, krävs dock på denna punkt i sedvanlig ordning ett stämmobeslut i det övertagande bolaget.

För långgivarnas vidkommande innebär fusionen att en ny gäldenär inträder i kontraktsrelationen. Denne har visserligen som regel större tillgångar än den tidigare gäldenären, men kan ha en oförmånligare proportion mellan tillgångar och skulder. Långgivarna har därför tillerkänts möjlighet att motsätta sig fusionen, såvida de inte får betalning eller säkerhet för sin fordran. Kontroll härav sker genom att rättens tillstånd måste sökas till fusionen. Rätten utfärdar kallelse på kända och okända borgenärer, och de som bestrider ansökan skall ha betalning eller säkerhet innan tillstånd till fusionen lämnas.

Från patent- och registreringsverket inhämtade uppgifter visar att endast omkring 200 fusioner i aktiebolagslagens mening genomfördes i svenskt näringsliv under treårsperioden 1986 – 1988. Flertalet av dessa fusioner avsåg samgåenden mellan moderbolag och helägt dotterbolag, medan fusioner av annat, i lagen åsyftat, slag var ytterst sällsynta. En viktig förklaring till detta är att fusioner, enligt gällande skatteregler, i princip utlöser inkomstbeskattning hos överlåtaren, men att detta som huvudregel inte gäller vid fusion mellan moder- och helägt dotterbolag. Sammanfattningsvis kan mot denna bakgrund de aktiebolagsrättsliga regler som explicit behandlar fusioner sägas vara av marginellt intresse för utredningens diskussion om företagsförvärv i allmänhet.

6.1.2 NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv

Den reglering av företagsförvärv och företagssamgåenden som är ämnad att skydda aktieägars och långivares intressen är emellertid inte begränsad till aktiebolagslagens fusionsregler, utan återfinns också inom den angränsande börsrätten.

Det har tidigare påpekats att flera av de offentliga uppköpserbjudanden som framlades under 1960-talets senare hälft drog till sig ett växande massmedialt intresse och föranledde diskussion rörande bl.a. principerna för erbjudandenas utformning samt den information som i uppköpsprospekten lämnades till målföretagens ägare.

Storleken på det vederlag som erbjöds för aktierna kunde ofta variera från en ägares aktier till en annans och prospekten var som regel mycket knapphändiga. En betydande variation förelåg också i fråga om vilken typ av information som lämnades. Från flera håll hävdades att Sverige i likhet med vad som var fallet i Storbritannien borde uppställa särskilda regler för offentliga uppköpserbjudanden.

Mot denna bakgrund gav Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund år 1970 Näringslivets börskommitté (NBK) i uppdrag att behandla frågan om information till allmänheten i samband med fusioner och köp av företag. Med tydliga influenser från den brittiska City Code on Takeovers and Mergers framlade NBK som ett resultat av detta arbete, i februari 1971, vissa rekommendationer rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Rekommendationerna syftade till att tillförsäkra aktieägarna tillräcklig information för deras ställningstagande till ett förvärvs-erbjudande. Det materiella innehållet i ett erbjudande behandlades endast på det sättet att NBK framhöll vikten av att alla ägare av ett och samma slags aktier behandlades lika.

Mot bakgrund av aktiemarknadens snabba utveckling under 1980-talets första hälft framlade NBK i juni 1988 en reviderad version av rekommendationerna, vilkas innehåll kortfattat refereras nedan.

NBK:s rekommendationer är tillämpliga i samband med att en svensk el-

ler utländsk, fysisk eller juridisk person, offentligen erbjuder aktieägare i ett svenskt aktiebolag med spritt ägande att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till köparen. Rekommendationerna har också intagits som en del i inregistreringskontraktet vid Stockholms fondbörs, vilket innebär att varje börsföretag förbundit sig att iakttaga rekommendationerna om företaget framlägger eller blir föremål för ett offentligt förvärvserbjudande.

Inledningsvis stadgas i rekommendationerna att den som fattar beslut om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande omedelbart därefter skall offentliggöra ett *pressmeddelande* innehållande uppgifter om de huvudsakliga villkoren i erbjudandet, i vilken utsträckning köparen redan tidigare äger eller på annat sätt kontrollerar aktier i målföretaget samt huruvida köparen försäkrat sig om accept från ägare i målföretaget. Vidare skall pressmeddelandet i korthet ange motiven till erbjudandet samt, så långt praktiskt möjligt, förvärvets effekter på det köpande bolagets resultat och ställning. Slutligen skall en tidsplan redovisas för förvärvets genomförande.

Därefter åligger det köparen att upprätta ett *prospekt* som skall utsändas till samtliga aktieägare som omfattas av erbjudandet samt till Stockholms fondbörs och nyhetsmedia. Prospektet skall innehålla de upplysningar som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet.

Inledningsvis skall prospektet kortfattat beskriva de inblandade företagens huvudsakliga verksamhet, affärsidé och organisatoriska uppbyggnad. Vidare skall klargöras varför erbjudandet ges, vilka överväganden som legat bakom detsamma samt den betydelse förvärvet väntas få för de berörda företagen. Kan ett uttalande om erbjudandet erhållas från målföretagets styrelse, skall detta redovisas i prospektet. Kan ett sådant uttalande inte erhållas, bör detta, med angivande av skälen därtill, särskilt påpekas i prospektet.

Prospektet skall också innehålla uppgifter om ägarförhållanden, styrelseledamöter och ledande befattningshavare i de berörda företagen.

Vidare skall prospektet ange överlåtelsevillkoren samt eventuella förutsättningar för erbjudandets genomförande. Vederlagets form skall anges och för den händelse detta utgörs av annat än kontanta medel eller marknadsnoterade aktier, skall prospektet också innehålla en beskrivning av vederlaget som möjliggör en värdering detsamma.

Som underlag för värdering av erbjudandet skall i prospektet även göras ett sammandrag av de inblandade företagens utveckling och ekonomiska ställning. Därutöver skall lämnas en utförlig redogörelse för bolagens olika verksamheter såväl före som efter samgåendet. Köparen skall också redovisa sin syn på det kortsiktiga och ekonomiska utfallet för verksamheten efter ett samgående jämte förutsättningarna för den långsiktiga utvecklingen.

Slutligen uppställs beträffande prospektet vissa rekommendationer av mer redovisningstekniskt slag, vilka i föreliggande sammanhang lämnas därhän.

Då prospektet framlagts skall aktieägarna ges skäligt *råd*rum för sitt ställningstagande till erbjudandet. En acceptfrist på minst tre veckor från

prospektets framläggande rekommenderas. Någon maximitid anges inte, men NBK framhåller vikten av att erbjudandet inte drar ut på tiden.

Vad därefter gäller erbjudandets materiella innehåll utgår även de reviderade rekommendationerna från principen att aktieägarna skall ges en *likvärdig behandling* i den meningen att ingen ägare eller ägargrupp på ett otillbörligt sätt får gynnas i förhållande till andra ägare. Alla innehavare av aktier med identiska villkor skall enligt rekommendationerna erbjudas identiskt lika vederlag per aktie, medan innehavare av aktier med icke identiska villkor kan ges olika erbjudanden. En i praktiken viktig konsekvens av detta är att vederlagets storlek kan skilja sig åt mellan röststarka och röstsvaga aktier. Prisskillnader accepteras också mellan exempelvis stam- och preferensaktier liksom mellan fria och bundna aktier.

När det gäller *vederlagets storlek* bör utgångspunkten enligt NBK vara aktiernas marknadsvärde. Är erbjudandet förenat med en överkurs bör i princip ett lika stort procentuellt påslag ske för samtliga berörda värdepapper, men NBK påpekar att denna regel inte är absolut, utan att kommersiella och marknadsmässiga skäl kan motivera avvikelser. Som exempel nämns att röststarka aktier kan kräva ett större påslag än övriga aktier.

I linje med principen om aktieägarnas likabehandling föreskriver rekommendationerna också att villkoren i ett offentligt erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren avseende andra aktieförvärv som köparen gör. Har köparen *före* uppköpserbjudandets offentliggörande förvärvat aktier i mål-företaget skall sålunda, som huvudregel, det framlagda erbjudandet vara minst lika förmånligt för dem till vilka det riktas som det tidigare förvärvet, om detta till tid och syfte sammanhänger med att köparen allvarligt övervägde att lämna ett erbjudande. Förvärvar köparen *efter* det att erbjudandet har offentliggjorts aktier på villkor som för överlåtaren är förmånligare än erbjudandet, skall motsvarande höjning av erbjudandet ske. Inom en nio-månadersperiod efter erbjudandet får sådana för överlåtaren förmånligare förvärv göras endast om kompenserande ersättning ges till dem som överlätit sina aktier enligt erbjudandet.

Framläggs ett *partiellt uppköpserbjudande* skall i erbjudandet anges det största antal aktier som önskar förvärfvas. Överskrides detta antal och har köparen inte förbehållit sig rätt att förvärva överskjutande antal, skall en proportionell reduktion ske av de till försäljning inlämnade aktieposterna.

NBK:s rekommendationer behandlar avslutningsvis också *målföretagets agerande* under tiden för uppköpserbjudandet. Har köparen upptagit förhandlingar med målföretagets styrelse eller ledning om ett uppköpserbjudande eller har ett uppköpserbjudande framförts utan förhandling, får i målföretaget inte utan stöd av bolagsstämmans beslut vidtagas någon åtgärd i fråga om bolaget som är ägnad att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande. Som exempel på åtgärder av detta slag nämner NBK en utförsäljning av tillgångar i målföretaget. Försvarsåtgärder mot oönskade förvärvsförsök kan därför tillgripas huvudsakligen i förebyggande syfte, dvs. innan ett erbjudande framlagts. Regeln om bolagsstämmans beslut är dock

inte undantagslös. Det kan enligt NBK finnas situationer när det är berättigat att utan stöd av bolagsstämman vidtaga långtgående motåtgärder. En förutsättning för detta är dock att åtgärderna framstår som såväl brådsåkande som uppenbarligen i bolaget och dess ägares intressen.

Styrelsen i målföretaget har alltid rätt att delge aktieägarna sin uppfattning om erbjudandet, men om så sker skall uttalandet åtföljas av en motivering som anger grunden för styrelsens inställning.

6.1.3 NBK:s rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv av större aktiepost

NBK har också utfärdat en rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m.m., den s.k. uppflagningsrekommendationen. Denna är tillämplig när en svensk eller utländsk, fysisk eller juridisk, person förvärvar eller överlåter aktier i ett svenskt börs- eller OTC-företag.

Rekommendationen innebär i korthet att den som har förvärvat så många aktier i ett aktiebolag att det ackumulerade innehavet uppgår till eller överstiger 10 % av antalet aktier eller röster, skall informera fondbörsen och bolaget i fråga om förvärvet. Anmälan skall ske senast kl. 10.00 närmast följande börsdag efter förvärvet. Motsvarande skyldighet gäller den som sålt så många aktier att hans innehav nedgått under denna gräns.

Slutligen skall den som innehar aktier representerande minst 10 % av aktiekapitalet eller röstetalet anmäla sådana förändringar i sitt innehav som avser mer än 2 % av det totala aktiekapitalet eller röstetalet.

Även denna rekommendation ingår som en del i inregistreringskontraktet vid Stockholms fondbörs och är därmed bindande för börsföretagen.

6.1.4 Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt m.m.

Verksamheten vid Stockholms fondbörs regleras av lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, enligt vilken det bl.a. åligger börsstyrelsen att se till att handeln vid börsen sker under förhållanden som överensstämmer med lagen, annan författning och god affärssed. I lagen uppställs också allmänna krav på företagens informationsgivning dels till allmänheten, dels till fondbörsen. I anslutning till dessa informationskrav föreskrivs i förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs att till ansökan om inregistrering av aktier vid fondbörsen skall fogas en utfästelse av företaget att offentliggöra upplysningar om företaget och att medverka till att börsstyrelsen kan fullgöra sina uppgifter. Med stöd av den senare bestämmelsen har börsstyrelsen i samråd med Näringslivets börskommitté fastställt ett s.k. inregistreringskontrakt som upprättas mellan fondbörsen och vart och ett av börsföretagen.

Inregistreringskontraktet och till kontraktet hörande bilagor preciserar bl.a. den informationsplikt som åvilar börsföretagen i fråga om dels den lö-

pande verksamheten, dels enstaka viktigare händelser. I det senare avseendet behandlas bl.a. företagets informationsplikt visavi fondbörsen och allmänheten i samband med att de själva lämnar eller blir föremål för ett offentligt förvärvserbjudande. Informationsskyldigheten gentemot fondbörsen inträder för det köpande företaget redan när *förberedande* åtgärder vidtagits som syftar till eller kan leda fram till ett erbjudande om förvärv av aktierna i ett annat företag med spritt ägande. Som exempel på sådana åtgärder kan nämnas att företagets ledning väckt fråga om offentligt erbjudande i styrelsen, att ledningen gjort utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för sådant erbjudande eller att ledningen kommit överens med företrädare för målföretaget att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande. Som ytterligare förutsättning för informationsskyldigheten gäller dock att det vid en objektiv bedömning måste anses föreligga skälig anledning att anta att åtgärden kommer att leda till ett erbjudande. Är dessa rekvisit uppfyllda skall fondbörsen omedelbart underättas.

Skyldighet att omedelbart underrätta fondbörsen föreligger också om företaget före styrelsebeslut upptar förhandling eller lämnar information enligt medbestämmandelagen till företagets personalorganisationer om ett offentligt förvärvserbjudande som man avser att framlägga eller om styrelsen beslutar att upptaga förhandling eller lämna information av detta slag.

När företaget väl *beslutat* att framlägga ett offentligt förvärvserbjudande föreskriver inregistreringskontraktet, som redan påpekats, att de av NBK utfärdade rekommendationerna på området skall iakttas.

Slutligen föreskrivs i inregistreringskontraktet att om styrelsen i ett börsföretag underrättas om att ett annat företag kommer att lämna företagets ägare ett offentligt förvärvserbjudande, skall målföretaget omedelbart underrätta fondbörsen därom och så snart det kan ske offentliggöra saken.

Inregistreringskontraktet innehåller också en generalklausul som ålägger börsföretagen en allmän informationsplikt gentemot fondbörsen rörande beslut i företaget och andra händelser som i icke oväsentlig grad antingen kan påverka den bild av företagets situation som allmänheten eller fondbörsen fått genom föregående årsredovisning eller liknande, eller som annars kan påverka värderingen av företagets aktier. Förutom offentliga uppköpserbjudanden täcker denna informationsplikt bl.a. andra former av förvärv liksom avyttringar av företag eller verksamheter.

I lagen om Stockholms fondbörs föreskrivs också att börsstyrelsen, om särskilda skäl föreligger, får besluta att handel och notering av visst värdepapper tillfälligt skall avbrytas, dvs. att *börsstopp* skall införas. Befogenheten att besluta om börsstopp har av börsstyrelsen delegerats till börschefen. Börsstopp används väsentligen för att garantera att aktiemarknadens aktörer på lika villkor och i tillräcklig omfattning har tillgång till den information som behövs för att bedöma företagets ekonomiska situation.

Börsstopp kan meddelas med anledning av offentliga uppköpserbjudanden, andra former av förvärv eller avyttring av företag och verksamheter,

samarbetsavtal, investeringsbeslut eller order, i den mån dessa beslut eller händelser kan bedömas vara av väsentlig betydelse för företagets resultat och ställning. Vid offentliggörande av beslut eller händelser av detta slag skall företaget lämna en bedömning av förväntade effekter på bolagets resultat och ställning.

Den vanligaste orsaken till börsstopp är att långt framskridna förhandlingar pågår om ett företags förvärv av aktiestocken i ett annat företag och att risk anses föreligga att information därom läcker ut till enskilda aktörer på marknaden. Tabell 6:1 nedan visar antalet börsstopp och börsstoppsdagar vid de sammanlagt 80 förvärv av börs- och OTC-företag som ägde rum under perioden 1980 – 1988 och i vilka även det köpande företagets aktier var börs- eller OTC-noterade. Tabellen visar att i närmare 90 % av fallen stoppades handeln med aktierna i målföretaget, medan andelen för det köpande företaget var något lägre. De flesta stoppen varade endast en dag och inte i något fall varade det längre än fem dagar.

Tabell 6:1 Antal börsstoppsdagar vid företagsförvärv under perioden 1980 – 1988.

Antal börsstoppsdagar	0	1	2	3	4	5
Målföretag	10	32	25	7	3	3
Köpande företag	30	23	18	6	2	1

Anm. Tabellen avser förvärv vid vilka aktierna i såväl köpande företag som målföretag vid förvärvstillfället var föremål för notering på börs- eller OTC-listan.

Källa: Bergström, C. och K. Rydqvist, Några företagsförvärv i svenskt näringsliv under 1980-talet, Stockholm 1989. (Opublicerad stencil)

Under börstoppet får handel i det stoppade pappret inte äga rum under medverkan av fondkommissionär, vare sig på eller utanför fondbörsen. Där emot är det för andra aktörer fullt tillåtet att handla med pappret. Motsvarande regler gäller i tillämpliga delar för företag med aktier noterade på OTC- och O-listan.

6.1.5 Aktiemarknadsnämndens utlåtanden

Näringslivets börskommittés uppgift är i första hand att utarbeta rekommendationer av generell karaktär. För att komplettera NBK med ett organ som kan uttala sig i enskilda fall beslöt NBK:s båda huvudmän, Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund, våren 1986 att tillsätta Nämnden för Aktiemarknadsfrågor, Aktiemarknadsnämnden.

Förebild för nämnden är i stor utsträckning The Panel on Take-overs and Mergers i London, vilken uttalar sig om tolkning och tillämpning av de brittiska reglerna rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Aktiemarknadsnämnden har dock ett mer vidsträckt verksamhetsområde än London-panelen. Dess uppgift är att "utveckla praxis till stöd för marknadens aktö-

rer och till skydd för aktieägarna”.

Till nämnden kan vända sig börs- eller OTC-företag, deras aktieägare eller den som vidtagit åtgärd för att bli aktieägare i sådant företag samt företag som planerar för marknadsnotering. Nämnden kan ta upp och uttala sig om alla åtgärder som har betydelse för aktie eller vissa andra värdepapper i börs- och OTC-företag.

Den som vill att nämnden skall uttala sig om en åtgärd skall själv vara direkt berörd av den, men nämnden kan också yttra sig på begäran av domstol, annan myndighet eller börsstyrelsen. Slutligen kan nämnden uttala sig på eget initiativ.

Nämnden har t.o.m. årsskiftet 1989–1990 gjort uttalanden i 34 olika ärenden, vilka med två undantag offentliggjorts. Vanligast har varit förhandsförfrågningar från börs- eller OTC-företag om lämpligheten av en planerad åtgärd. Nämnden har gjort 20 uttalanden av detta slag. I 12 fall har aktieägare eller företrädare för aktieägare vänt sig till nämnden och i 2 fall har nämnden uttalat sig på eget initiativ.

De uttalanden nämnden gjort har i 12 fall rört offentliga förvärvserbjudanden, i 10 fall delägarskap för anställda, i 8 fall minoritetsskyddsfrågor samt i 4 fall i huvudsak informationskrav.

6.2 Konkurrensrättsliga regler

Regler rörande företagsförvärv återfinns också i konkurrensrätten, där den huvudsakliga regleringen fram till år 1983 utgjordes av den s.k. konkurrensbegränsningslagen. Denna erbjöd mycket små möjligheter till ingripanden mot vad som kunde anses vara konkurrensbegränsande företagsförvärv. Vid årsskiftet 1982–1983 trädde emellertid en ny konkurrenslag i kraft och därmed förbättrades också förutsättningarna för ingripanden mot företagsförvärv.

Konkurrenslagens syfte är att främja en från allmän synpunkt önskvärd konkurrens inom näringslivet genom åtgärder mot s.k. skadliga konkurrensbegränsningar. I lagens förarbeten talas om strävan efter en konkurrens som ”driver utvecklingen i den riktning, som på längre sikt kan förmodas innebära det bästa utnyttjandet av samhällets resurser”. I grunden kan konkurrenslagen därigenom sägas vara ämnad att skydda konsumentkollektivet, men lagen erbjuder också skydd för näringsidkare mot privata etableringshinder, bojkottåtgärder, diskriminering och liknande förfaranden.

Konkurrenslagen vilar i huvudsak på den s.k. missbruksprincipen, vilket innebär att ingripanden mot konkurrensbegränsande åtgärder kan ske i det enskilda fallet endast om s.k. skadlig verkan föreligger. Ett ingripande mot ett företagsförvärv kan ske under förutsättning att förvärvet leder till eller förstärker en redan uppnådd marknadsdominans och att denna dominans i sin tur ger upphov till skadlig verkan. Bestämmelsen omfattar inte bara fullständiga, utan också partiella förvärv. I det senare fallet förutsätts dock att

förvärvet är av sådan omfattning att det ger ett kontrollerande inflytande i det förvärvade företaget.

Huruvida marknadsdominans föreligger eller ej får, efter fastställande av den relevanta marknaden, bedömas mot bakgrund av företagets möjligheter att agera utan hänsyn till befintliga eller potentiella konkurrenters reaktioner. Särskild vikt tillmäts därvid företagets marknadsandel, men hänsyn tas också till en rad andra faktorer, såsom finansiell styrka, teknologisk eller annan kunskapsmässig överlägsenhet samt konkurrenternas storlek och styrka.

Konstateras förvärvet leda till eller förstärka en marknadsdominerande ställning, är nästa steg att bedöma huruvida detta i sin tur innebär en skadlig konkurrensbegränsning. Avgörande är därvid om marknadsdominansen påverkar prisbildningen, hämmar effektiviteten inom näringslivet eller försvårar eller hindrar annans näringsutövning. En marknadsdominerande ställning anses inte i sig utgöra en skadlig konkurrensbegränsning.

Fastslås med stöd av dessa kriterier att en skadlig konkurrensbegränsning uppkommer, återstår slutligen att ta ställning till huruvida denna kan anses från allmän synpunkt otillbörlig. I detta krav ligger framför allt att konkurrensbegränsningen skall vara av viss vikt. Vidare skall en helhetsbedömning göras, innefattande en avvägning av de negativa effekterna mot andra intressen som också är förtjänta av hänsyn och kan motivera eller ursäktat konkurrensbegränsningen. Därvid kan exempelvis företagens rationaliseringsbehov och internationella konkurrensförmåga tas med i bedömningen.

Vid tillämpning av konkurrenslagens bestämmelser har *näringsfrihetsombudsmannen*, NO, en central ställning. NO:s övergripande uppgift är att främja en från allmän synpunkt önskvärd konkurrens inom näringslivet. NO kan på eget initiativ ta upp företagsförvärv till bedömning, men parterna i förvärvet har också möjlighet att själva anmäla detsamma för prövning.

Gör NO bedömningen att ett visst förvärv medför sådan skadlig verkan som avses i konkurrenslagen och i övrigt uppfyller lagens rekvisit åligger det NO att inleda förhandlingar med de berörda parterna i syfte att nå en lösning som mildrar eller neutraliserar de skadliga effekterna av förvärvet.

Sedan konkurrenslagen med de nya förvärvsreglerna trädde i kraft år 1983 har NO, främst på eget initiativ men även efter anmälningar utifrån, granskat ett stort antal förvärv. De allra flesta av dessa ärenden synes ha avslutats med ett beslut om att inte vidtaga ytterligare åtgärder eller lämna förvärvet utan åtgärd. Skälet till detta kan vara antingen att skadlig verkan enligt konkurrenslagen inte befunnits föreligga eller att lagens rekvisit om marknadsdominans inte ansetts uppfyllt.

I ett mindre antal ärenden har förhandlingar upptagits med de berörda företagen, vilket som regel resulterat i åtaganden av olika slag. Ett åtagande kan bestå exempelvis i att det köpande företaget förbinder sig att löpande informera NO om planerade framtida förvärv, eller att successivt minska sin ägarandel i det förvärvade företaget.

Ett exempel på den förstnämnda typen av åtagande är förhandlings-

lösningen mellan NO och Saab-Scania Enertech år 1984 i samband med att Saab-Scania köpte företaget CTC av AGA. Enertech åtog sig bl.a. att i god tid underrätta NO om planerade företagsköp som skulle komma att resultera i en marknadsandel på mer än 40 % för en enskild produktgrupp.

Ett mer långtgående åtagande blev resultatet av förhandlingar rörande Swanboard Masonites förvärv av Swedeboard Vrenas boardtillverkning år 1985. NO fann att förvärvet kunde godtagas under förutsättning att Swanboard Masonite åtog sig att dels inte deltaga i något prissamarbete med andra företag som tillverkar eller säljer board på den svenska marknaden, dels inte förvärva något ytterligare företag som tillverkar eller säljer board eller andra skivmaterial på den svenska marknaden utan att i god tid dessförinnan informera NO om förvärvet.

Ett åtagande kan också bestå i att det köpande företaget avstår från vissa delar av förvärvet. Vid företaget Bilspeditions köp av konkurrentföretaget Scansped år 1985 överenskomms sålunda att två av de i förvärvet ingående företagen, Fraktarna AB samt Nordisk Transport och Spedition AB, skulle avyttras till utomstående företag.

Ett mycket långtgående och detaljerat åtagande blev resultatet av överläggningar med anledning av att SSAB Svenskt Stål AB år 1985 förvärvade aktier motsvarande 29 % av aktiekapitalet och 12 % av rösterna i stålgrossistföretaget Bröderna Edstrand. SSAB utfäste sig bl.a. att varken begära eller acceptera representation i Bröderna Edstrands styrelse, att inte heller i övrigt utnyttja de förvaltningsrättigheter som följde med aktieinnehavet och att så snart det kunde ske utan realisationsförlust avyttra hela innehavet.

Skulle NO:s förhandlingar med det köpande företaget misslyckas, vilket är mycket sällsynt, kan NO föra ärendet vidare till *marknadsdomstolen* där en ny förhandlingsomgång inleds. Misslyckas även dessa förhandlingar kan domstolen besluta att förbjuda förvärvet, men ett sådant beslut måste underställas regeringen för att bli gällande. Ett förbud mot ett företagsförvärv anses vara en så ingripande och ekonomiskt väsentlig åtgärd att den i sista hand bör bedömas av regeringen i ett bredare ekonomiskt perspektiv.

Möjligheten att gå vidare till marknadsdomstolen har bara i ett fåtal fall utnyttjats och endast i två fall har förvärvet därvid blivit föremål för materiell prövning. I det första av dessa fall, det s.k. Alcro-Becker-ärendet år 1986, yrkade näringsfrihetsombudsmannen förbud för Beckers Färg AB att fullfölja ett förvärv av AB Alfort & Cronholms rörelse för tillverkning och försäljning av vissa måleriprodukter (MD 1986:27). Marknadsdomstolen fann att Alcro-Becker, främst med hänsyn till företagets stora marknadsandel och bindningar till återförsäljarledet, erhöll ett väsentligt inflytande på den aktuella marknaden och i viss utsträckning kunde agera utan att ta hänsyn till reaktioner från befintliga och potentiella konkurrenter och att bolaget därför kunde anses få en sådan dominerande ställning som avses i konkurrenslagens bestämmelser. Emellertid bedömde domstolen att förvärvet inte medförde skadlig verkan i lagens mening och lämnade därför NO:s talan utan bifall.

I det andra fallet, som avgjordes år 1989, yrkade NO att marknadsdomstolen skulle förbjuda kontorsvaruföretaget Esselte AB att förvärva aktier i det väsentligt mindre konkurrentföretaget AB Curt Enström (och AB Carl Lamm) under år 1988 och 1989 eller ålägga Esselte att avhända sig redan förvärvade aktier i detta företag (MD 1989:18). Även i detta fall lämnade emellertid marknadsdomstolen NO:s yrkande utan bifall. Enligt domstolen kunde det inte anses utrett att Esselte genom förvärvet av Curt Enström erhållit eller förstärkt en marknadsdominerande ställning i konkurrenslagens mening. (Jmfr avsnitt 2.2.5 ovan.)

NO har vid två andra tillfällen anhängiggjort talan i domstolen med anledning av företagsförvärv, men sedermera återkallat sin talan.

6.3 Arbetsrättsliga regler

Den arbetsrättsliga lagstiftningen reglerar förhållandet mellan arbetsgivare och arbetstagare. Arbetsgivare är därvid den fysiska eller juridiska person som arbetstagaren står i avtalsförhållande till. Ägarna till exempelvis ett aktiebolag omfattas inte av arbetsrättens regelverk, även om det i realiteten är de som har den yttersta beslutanderätten i fråga om företagets verksamhet.

Ett företagsförvärv som kommer till stånd genom att en privatperson förvärvar hela aktiestocken i ett visst företag är därför en händelse som till stor del faller utanför den arbetsrättsliga regleringen. Emellertid är förhållandena ofta sådana att även köparen är ett företag och inte sällan utgör då förvärvet en så ingripande förändring i köparens verksamhet att medbestämmandelagens regler om informations- och förhandlingsskyldighet aktualiseras. I vissa situationer kan detta också bli fallet i målföretaget. Därutöver är lagen om styrelserepresentation för de anställda av visst intresse i sammanhanget, emedan den medför att de anställdas representanter ofta deltar i beslut om förvärv av andra företag liksom i ställningstaganden med anledning av framlagda förvärvserbjudanden.

6.3.1 Lagen om medbestämmande i arbetslivet

Medbestämmandelagen syftar till ett vidgat arbetstagarinflytande i arbetslivet, vilket i första hand skall uppnås genom att kollektivavtal om medbestämmande ingås. Oavsett om sådant avtal kommer till stånd eller ej, garanterar dock lagen de lokala fackliga organisationerna rätt till information och samråd i sådana frågor där arbetsgivaren ensam har bestämmanderätt. I föreliggande sammanhang är av särskilt intresse lagens regel om s.k. primär förhandlingsskyldighet, enligt vilken det åligger arbetsgivare att förhandla med berörda arbetstagarorganisationer innan beslut fattas om viktigare förändring av företagets verksamhet.

Med avseende på den ofta förekommande situationen att ett företag, A, förvärvar hela aktiestocken eller en betydande aktiepost i ett annat företag,

B, innebär detta att det *i det köpande företaget* uppkommer en primär förhandlingsskyldighet under förutsättning att förvärvet kan betraktas som en viktigare förändring av köparföretagets verksamhet. I normalfallet bör därvid förhandlingar *påkallas* redan innan företaget avger ett bindande anbud på aktierna i målföretaget. I förarbetena till medbestämmandelagen framhålls att arbetsgivaren i princip är skyldig att ta upp förhandling i så god tid att den blir ett naturligt och effektivt led i beslutsprocessen hos arbetsgivaren. Vad som anförs av arbetstagsarsidan skall enligt förarbetena ha reella möjligheter att ingå på ett meningsfullt sätt i beslutsunderlaget (prop 1975/76:105 bil 1 s 356). I förhandlingsskyldigheten ligger också att förhandlingarna måste *genomföras* innan ett offentligt uppköpserbjudande riktas till allmänheten (AD 1978:157, 1981:57).

Om synnerliga skäl föranleder det, får dock förhandlingsskyldigheten åsidosättas. Arbetsgivaren kan då fatta och verkställa sitt beslut innan förhandlingsskyldigheten fullgjorts. Arbetsdomstolen har vid tolkning därav funnit att det i vissa särpräglade förvärvssituationer är möjligt att gå förhållandevis långt i beslutsprocessen och till och med ingå en preliminär uppgörelse innan förhandling påkallas. Enligt domstolen kan detta vara fallet exempelvis vid förvärv av ett börsnoterat företag, där kännedom om uppgörelsens innehåll kan påverka börshandeln med aktier i företaget eller vid situationer då ryktesspridning med anledning av den tilltänkta överenskommelsen allvarligt kan skada någon av parterna i konkurrenshänseende (AD 1980:49, 1981:57).

Vad därefter gäller situationen *i målföretaget*, B, kan först konstateras att något anställningsavtal inte föreligger mellan det köpande företaget A och de anställda i B, varför A inte har någon skyldighet att informera eller ta upp förhandlingar med de fackliga organisationerna i B. Medbestämmandelagens koppling till det anställningsmässiga avtalsförhållandet medför emellertid att inte heller B:s ägare, dvs. den i sammanhanget säljande parten, har någon sådan skyldighet. Till yttermera visso saknar också företaget B i egenskap av arbetsgivare sådan skyldighet såvida inte förvärvet är villkorat av i lagens mening "viktigare förändringar" i B:s verksamhet.

Förvärvar företaget A inte *aktierna* i B, utan endast *rörelsen* i företaget, förändras situationen så till vida att det i B uppkommer en skyldighet för företagsledningen att inleda primära förhandlingar med de fackliga organisationerna i företaget. Försäljningen utgör en "viktigare förändring" av B:s verksamhet. I linje med vad som ovan sagts om skyldigheten att i A inleda förhandlingar innan ett förvärvsbeslut fattas, inträder i detta fall förhandlingsskyldigheten i B redan före beslut att försöka sälja rörelsen. B anses i normalfallet inte ha rätt att vänta med förhandlingar till dess en köpare visar sig och ett preliminärt avtal träffats. Även i B gäller att förhandlingar skall inledas i så god tid under arbetsgivarens förberedelser av beslutet att arbetstagsarsidans önskemål och synpunkter får en reell möjlighet att ingå i beslutsunderlaget (prop 1975/76:105 bil 1 s 356, AD 1980:82, 1981:57, 1983:7).

Förvärvar företaget A inte företaget B utan ett *dotterföretag* till B, kallat

C, förändras situationen ytterligare. Beslutet om försäljning av C fattas formellt av moderbolaget B och anses som regel utgöra en viktigare förändring i dess verksamhet. Därmed är B skyldigt att primärförhandla med de fackliga organisationerna i B. Däremot föreligger vare sig för B eller C någon skyldighet att primärförhandla med de fackliga organisationerna i C.

Primär förhandlingsskyldighet i dotterföretaget C kan dock uppkomma om överlåtelsen av C är förenad med villkor som innebär en i lagens mening "viktigare förändring" i företaget. Företagsledningen i C blir då skyldig att inleda förhandlingar med de fackliga organisationerna i C rörande dessa förändringar. Även dessa förhandlingar skall inledas innan beslut om överlåtelse fattas. Som exempel på villkor av här åsyftat slag kan nämnas att dotterbolagsöverlåtelsen förenas med beslut om att dotterbolaget samtidigt skall säga upp en del av personalen (AD 1978:156). Det kan noteras att ledningen i C i detta fall inte kan åsidosätta sin förhandlingsskyldighet under hänvisning till att den visserligen fattar det formella beslutet, men att det reella avgörandet ligger i koncernledningens händer (prop 1975/76:105 bil 1 s 356. Jmfr AD 1979:1).

Sammanfattningsvis kan i fråga om den för utredningens uppdrag mest relevanta förvärvssituationen – att ett företag förvärvar hela aktiestocken i ett annat, fristående, företag – konstateras: att förhandlingar enligt medbestämmandelagen normalt skall ske i köparföretaget, att köparföretaget inte har någon skyldighet att förhandla med eller informera de anställdas organisationer i målföretaget och att inte heller målföretagets ägare eller ledning har någon sådan skyldighet.

6.3.2 Lagen om styrelserepresentation för de anställda

Lagen om styrelserepresentation för de anställda bygger på tanken att de anställda genom sitt arbete bör ha rätt till insyn och inflytande på företagets verksamhet. Lagen innebär att de anställda i bl.a. aktiebolag får utse representanter i företagets styrelse. Huvudregeln är därvid att de anställda i företag, som ej är moderföretag, med minst 25 anställda har rätt att utse två styrelseledamöter. Bedriver företaget verksamhet inom skilda branscher och sysselsätter det minst 1 000 arbetstagare i Sverige avser representationsrätten tre ledamöter. I koncerner har de anställda i Sverige rätt till representation i moderbolagets styrelse. Ledamöterna utses i dessa fall genom beslut i vilket samtliga anställda inom koncernen är berättigade att delta. Arbetstagarrepresentanternas ställning och ansvar jämföras som huvudregel med de bolagsstämmovalda styrelseledamöternas.

Den praktiska konsekvens av styrelserepresentationslagen som i föreliggande sammanhang är av intresse är att representanter för de anställda inte sällan medverkar i beslut om förvärv av andra företag och i målföretagen ofta medverkar i beslut om huruvida styrelsen skall rekommendera aktieägarna att godtaga ett presenterat förvärvserbjudande eller ej. Den information som inför dessa styrelsesammanträden lämnas till arbetstagar-

representanterna är ofta sekretessbelagd. Detta hindrar formellt inte att informationen förs vidare till en facklig referensgrupp inom koncernen, men i realiteten torde en begäran om sekretess sätta stor press på ledamöterna att behålla informationen för sig själva till dess erbjudandet offentliggjorts.

6.4 Regleringen av företagsförvärv och företagssamgåenden inom EG

Regeringen har till samtliga kommittéer utfärdat direktiv att i sin utredningsverksamhet beakta EG-aspekten. Kommittéerna skall undersöka vilken gemensam ordning som i de studerade frågorna råder inom EG och ta tillvara eventuella möjligheter till en harmonisering.

Utredningen har mot denna bakgrund låtit utföra en särskild studie med syfte att redovisa de regler och förslag till regler rörande företagsförvärv som, inom i första hand det konkurrensrättsliga området, finns inom EG. I studien redovisas också förekomsten av motsvarande regler och förslag på det bolagsrättsliga området. I föreliggande avsnitt refereras studiens huvudresultat, varvid framställningen begränsas till den för EG *gemensamma* ordningen. För uppgifter om gällande regler i de enskilda medlemsstaterna hänvisas till studien i fråga.⁸

Någon gemensam reglering rörande företagsförvärv på det arbetsrättsliga området föreligger inte inom EG och inte heller synes något förslag till sådan reglering vara under utarbetande.

6.4.1 Konkurrensrättslig kontroll av företagsförvärv inom EG

Romfördragets artikel 85 och 86

EG:s grundläggande konkurrensregler återfinns i Romfördragets artikel 85 och 86. I artikel 85 uppställs ett principiellt förbud mot konkurrensbegränsande avtal som påverkar handeln mellan medlemsstaterna och i artikel 86 uppställs ett förbud mot missbruk av dominerande ställning. Det förstnämnda stadgandet avser samordnade förfaranden mellan flera företag, medan det senare riktar sig mot konkurrensbegränsningar som ett företag tillämpar ensidigt. Reglerna är inte utformade för att fungera som instrument för en effektiv konkurrensrättslig förvärvskontroll, men ger ändå vissa möjligheter att angripa konkurrenshämmande företagssammanslagningar.

Förbudet mot missbruk av dominerande ställning i artikel 86 kan tillämpas på företagsförvärv som leder till förstärkning av en redan dominerande ställning på en viss marknad. Detta fastslogs i det s.k. Continental Can-fallet år 1973. Tillämpningen av förbudet är dock kantad av en mängd

⁸ Bernitz, U., Kontroll av företagsförvärv inom EG. Bilaga 5 till till betänkandet.

olika hinder och avgränsningar, vilket avspeglar sig i det faktum att Continental Can-fallet är det enda förvärvsärende som EG-kommissionen fört vidare till EG-domstolen.

För det första är förbudet tillämpligt endast i situationer där en redan uppnådd dominerande ställning förstärks, dvs. då minst ett av företagen innan förvärvet har en dominerande ställning. Förbudet kan inte användas i de fall där företagsförvärvet leder till att en marknadsdominerande ställning uppnås.

För det andra är det förenat med stora svårigheter att dels avgränsa den relevanta marknaden, dels påvisa att en dominerande ställning föreligger. Det finns ett stort antal fall i kommissionens praxis där undersökningen avslutats med motiveringen att förfarandet inte strider mot förbudet i fråga på grund av att marknadsavgränsningarna är behäftade med osäkerhet eller att företaget inte har en dominerande ställning.

För det tredje är en tillämpning av förbudet förknippad med procedurella problem, bland vilka särskilt kan nämnas att de kontrollmöjligheter som erbjuds är begränsade till en efterhandskontroll. Det finns inte några formella möjligheter att ålägga företag att i förväg anmäla planerade företagsförvärv eller förbjuda företagen att genomföra ett förvärv till dess kommissionens granskning avslutats. Kommissionen ställs ofta inför fullbordat faktum och den enda sanktion som kan då komma i fråga är s.k. upplösning av den bildade företagsenheten, något som på grund av dess långtgående karaktär knappast betraktas som ett realistiskt alternativ.

Förbudet mot konkurrensbegränsande avtal i artikel 85 ansågs länge inte vara tillämpligt på strukturella förändringar i näringslivet av den typ som företagsförvärv representerar. Efter det s.k. Philip Morris-fallet år 1987 står det dock klart att det inte finns något principiellt hinder mot en sådan tillämpning. Avgörandet leder till slutsatsen att förvärv av aktieposter som i sig eller tillsammans med andra omständigheter, t.ex. styrelserepresentation, leder till att det förvärvande företaget uppnår rättslig eller faktisk kontroll av en konkurrent kan strida mot förbudet i artikel 85.

Tillämpningen av artikel 85 är dock förknippad med såväl formella som praktiska problem, inte minst på det procedurella planet. Såsom är fallet beträffande artikel 86 finns det inte någon förhandsanmälningsprocedur och förfarandereglerna anses föga ändamålsenliga att använda beträffande konkurrensbegränsningar som följer av företagsförvärv.

Förordningen om kontroll av företagsförvärv

EG-kommissionen har sedan många år betonat nödvändigheten av att i en särskild förordning reglera kontrollen av företagsförvärv. Det första förslaget till en rådsförordning på området framlades redan år 1973 och följdes sedermera av flera olika förslag. Nyligen antogs dock, i december 1989, en förordning som ger kommissionen möjlighet att granska och förhindra större företagsförvärv och sammanslagningar som hämmar konkurrensen på

den gemensamma marknaden. Förordningen träder i kraft den 21 oktober 1990 och beräknas leda till en granskning av 40–50 förvärv per år.

En grundläggande förutsättning för tillämpning av förordningen är att det aktuella företagsförvärvet eller samgåendet har en s.k. *EG-dimension*, vilken definieras med hänvisning till dels det geografiska området, dels företagens sammanlagda omsättning. I det förstnämnda hänseendet krävs att något av de involverade företagen har en påtaglig verksamhet i flera medlemsstater. I det andra hänseendet krävs att den uppnådda totala omsättningen överstiger 5 miljarder ECU (ca. 35 mdr SEK) samt att den sammanlagda omsättningen inom EG för vart och ett av minst två involverade företag överstiger 250 miljoner ECU (ca. 1 750 milj. SEK). Undantagna från tillämpningsområdet är emellertid förvärv där vart och ett av företagen uppnår två tredjedelar av den erforderliga omsättningen på EG-marknaden i en och samma medlemsstat. På detta sätt utesluts i stor utsträckning företagsförvärv som sker på nationell nivå och som avser företag som huvudsakligen opererar på den nationella marknaden.

Förordningen är tillämplig på *företagssammanslagningar samt aktie- eller tillgångsförvärv* som leder till att förvärvaren uppnår direkt eller indirekt kontroll av hela eller delar av det förvärvade företaget. Förordningens begreppsförklaringar är emellertid behäftade med sådana brister att det är oklart om förordningen anknyter till själva aktieförvärvet eller till den uppnådda kontrollen. Detta saknar betydelse i fråga om fullständiga förvärv, men medför en osäkerhet om möjligheterna att ingripa mot partiella förvärv.

Uttryckligen undantagna från förordningens tillämpningsområde är *förfaranden* som har till syfte eller effekt att samordna kommersiella beteenden hos självständiga företag.

Vad därefter gäller de materiella bedömningsprinciperna, kan inledningsvis konstateras att dessa utgör en kompromiss mellan de bedömningskriterier som gäller i de nationella normsystem som för närvarande tillämpas i de olika medlemsstaterna, främst Förbundsrepubliken Tyskland och Storbritannien. Ett företagsförvärv skall förklaras vara ej förenligt med den gemensamma marknaden om det *skapar eller förstärker en dominerande ställning som hämmar förekomsten eller utvecklingen av en effektiv konkurrens på den gemensamma marknaden eller väsentlig del därav*.

Vid bedömning av om den effektiva konkurrensen hämmas är det avgörande inte själva koncentrationsökningen, utan den reella minskningen av konkurrensen. Därvid har dock den uppnådda marknadsandelen en avgörande betydelse. I förordningens inledande principer har en presumptionsregel infogats av innebörd att koncentrationen inte skall anses hämma den effektiva konkurrensen såvida marknadsandelen inte uppgår till mer än 25% av den relevanta marknaden. Förutom marknadsandelen torde även företagets ekonomiska och finansiella styrka, marknads karaktär, konkurrenternas ställning etc. vara av betydelse i sammanhanget.

Förordningen stadgar vidare att i bedömningen av om konkurrensen

hämmas, skall förekomsten av internationell konkurrens särskilt beaktas. Härigenom ges möjlighet att ge klartecken till företagsförvärv om detta bedöms vara väsentligt för EG-företags möjligheter att klara konkurrensen på världsmarknaden.

Samtliga företagsförvärv som faller in under förordningens tillämpningsområde skall *förhandsanmälas* till EG-kommissionen. De involverade företagen åläggs vidare en skyldighet att från det att anmälan inlämnats och under tre veckor därefter inte verkställa det planerade förvärvet. Ett beslut om förordningens formella tillämplighet måste fattas av kommissionen inom en månad och i varje enskilt fall som kommissionen beslutat granska åläggs kommissionen en skyldighet att inom vissa relativt snävt satta tidsgränser fatta beslut rörande förvärvets tillåtlighet. Kommissionen måste fatta ett slutligt avgörande inom fyra månader från det att undersökningar inletts. Huvudprincipen är att om dessa tidsgränser passerats utan att kommissionen inlett någon granskningsprocedur eller fattat något beslut i saken *skall företagskoncentrationen anses förenlig med den gemensamma marknaden*.

Det slutliga avgörandet ligger hos kommissionen, men innan beslut fattas skall en rådgivande kommitté som består av tjänstemän från samtliga medlemsstater konsulteras och kommissionen skall enligt förordningen ta den yttersta hänsyn till kommitténs mening.

Den principiella inställningen är att företagsförvärv som faller in under förordningens tillämpningsområde skall kunna granskas och angripas endast med stöd av förordningens regler. Något formellt hinder mot att nationella domstolar parallellt granskar förvärven enligt artikel 85 och 86 i Romfördraget torde dock inte föreligga.

Vad slutligen gäller *relationen mellan förordningens normsystem och de nationella regelverken rörande företagsförvärv*, innehåller förordningen en exklusivitetsregel av innebörd att nationella regelverk inte skall kunna tillämpas i fråga om förvärv som formellt faller inom förordningens tillämpningsområde. Till denna huvudregel har dock fogats två undantag. Det första undantaget innebär att medlemsstaterna kan tillämpa nationella regler om det är nödvändigt för att skydda andra legitima intressen än de som förordningen avser att skydda. Undantagsregeln torde inte vara avsedd att tillämpas i syfte att tillgodose enskilda medlemsstaters allmänpolitiska intressen utan tillämpningsområdet torde vara inskränkt till situationer som berör nationell säkerhet, mångfalden i massmedia m. m.

Det andra undantaget innebär att medlemsstater på basis av den nationella konkurrenslagstiftningen kan angripa företagskoncentrationer på en marknad som är specifik för det ifrågavarande landet under förutsättning att kommissionen inte beslutat inleda någon granskningsprocedur eller inom ramen för de angivna tidsfristerna beslutat ingripa mot koncentrationen med stöd av förordningens regler. Avgörande för om en marknad skall anses specifik för landet i fråga är om konkurrensvillkoren på marknaden är tillräckligt ensartade och märkbart skiljer sig från konkurrensvillkoren på angränsande marknader. Även de aktuella varornas beskaffenhet, konsu-

menternas intressen och marknadens struktur är av betydelse.

I förordningen ges medlemsstaterna också möjlighet att uppdra åt kommissionen att i enlighet med förordningens regler ingripa mot företagskoncentration som hämmar konkurrensen på den nationella marknaden. Kommissionen kan i det läget ingripa även om inte koncentrationen är av den storleken att den faller inom förordningens tillämpningsområde.

I fråga om frihandelsländernas ställning kan till sist konstateras att exempelvis svenska företags koncentrativa förfaranden inom EG kommer att kunna angripas med stöd av förordningen på samma sätt som de hittills kunnat angripas med stöd av Romfördragets artikel 85 och 86.

6.4.2 Associationsrättslig kontroll av företagsförvärv inom EG

Företagsförvärv och företagssamgåenden har inom ramen för EG:s normsystem också uppmärksamats på det associationsrättsliga området. I arbetet med att samordna medlemsstaternas associationsrättsliga lagstiftning har EG-kommissionen följt två vägar. Den ena vägen utgörs av utfärdande av harmoniseringsdirektiv, s.k. bolagsdirektiv, avseende väsentliga delar av medlemsstaternas aktiebolagslagstiftning. Den andra vägen ger uttryck för längre gående strävanden och syftar till att göra det möjligt att driva verksamhet i två eller flera medlemsstater inom ramen för ett och samma aktiebolag, ett s.k. europabolag. I föreliggande sammanhang är i första hand harmoniseringsdirektiven av intresse, medan europabolagskonstruktionen lämnas därhän.

Kommissionen har lagt fram förslag till 13 bolagsdirektiv, varav sju hittills utfärdats. De utfärdade direktiven behandlar bl.a. bolagens kapitalstruktur, redovisningens utformning, revisorernas kompetens samt fusioner mellan företag inom en och samma medlemsstat. Ännu ej antagna direktivförslag rör bl.a. internationella fusioner och företagsförvärv genom offentliga förvärvserbjudanden.

I fråga om fusioner (mergers) antogs år 1978 ett direktiv rörande sammanslagningar av företag med säte inom samma medlemsstat (3:e bolagsdirektivet). Reglerna syftar främst till att säkerställa erforderlig information till aktieägarna, men avser också vissa redovisnings- och rapportfrågor. När det gäller fusioner som berör företag med säte i olika medlemsstater lade kommissionen fram ett förslag till direktiv år 1985, men detta har ännu ej nått framgång vare sig i EG-parlamentet eller ministerrådet (förslag till 10:e bolagsdirektiv). I fråga om företagsförvärv genom offentliga förvärvserbjudanden på aktiemarknaden (take-overs) lade kommissionen i februari 1989 fram ett förslag till 13:e bolagsdirektiv med det grundläggande syftet att garantera samtliga aktieägare och andra intressenter en enhetlig lägsta skyddsnivå vid förvärvens genomförande.

I förslaget fastslås inledningsvis *principen om aktieägarnas likabehandling*, dvs. att aktieägare med lika rätt i bolaget skall behandlas lika i sam-

band med ett offentligt förvärvserbjudande.

Med utgångspunkt i likabehandlingsprincipen stadgas därefter att den som avser att förvärva aktier i ett publikt företag i sådan utsträckning att han därigenom uppnår en viss angiven andel av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, har *skyldighet att framlägga ett förvärvserbjudande avseende resterande aktier i bolaget*. De enskilda medlemsstaterna får själva besluta var gränsen för denna skyldighet skall gå, men gränsen får enligt förslaget inte sättas högre än vid 33 1/3 % av det totala röstetalet. Vid beräkning av röstandelen skall köparens direktägda andel läggas samman med innehav hänförliga till köparen närstående personer liksom till av köparen kontrollerade bolag.

Skyldigheten att utsträcka erbjudandet gäller dock inte om det förvärvade företaget kan klassificeras som ett litet eller medelstort företag och dess aktier inte är börsnoterade. Vidare kan undantag medges om likabehandling av aktieägarna säkerställs på annat sätt.

För att garantera efterlevnaden av denna och övriga regler i direktivet stadgas vidare att varje medlemsstat skall *upprätta ett särskilt övervakningsorgan* med befogenhet att ingripa mot eventuella överträdelser.

I förslaget uppställs också en rad *informationsregler* rörande i första hand köparens information till aktiemarknaden. Sålunda stadgas att den som beslutar framlägga ett offentligt förvärvserbjudande skall offentliggöra detta och omedelbart därefter utarbeta ett prospekt till målföretagets aktieägare. Innan prospektet offentliggörs skall det tillställas dels övervakningsorganet, dels styrelsen i målföretaget.

Styrelsen i målföretaget skall agera i bolagets intresse. När informationen om erbjudandet på ovan angivet sätt nått målföretaget inträder därför *be-gränsningar i styrelsens möjligheter att vidtaga försvarsåtgärder* mot förvärvserbjudandet. Styrelsen äger sålunda inte utan bolagsstämmans medgivande emittera aktier eller värdepapper som kan konverteras till aktier och inte heller vidtaga andra åtgärder som avviker från företagets normala verksamhet eller ett normalt beteende på marknaden.

Det av köparen utfärdade *prospektet* skall enligt förslaget innehålla uppgifter om bl.a. köparen och den andel av målföretagets aktiestock som denne eventuellt redan innehar, om förvärvsvillkoren och om acceptfristen för målföretagets ägare. Till stora delar överensstämmer detta med vad som för svenskt vidkommande stipuleras i Näringslivets börskommittés rekommendationer och som redovisats i avsnitt 6.1.2 ovan.

Förslaget föreskriver vidare att den tid under vilken erbjudandet skall stå öppet för målföretagets aktieägare, *acceptfristen*, inte får vara kortare än fyra eller längre än tio veckor från prospektets offentliggörande. Målföretagets styrelse skall enligt förslaget vara skyldig att *avge ett detaljerat "svar" på det framlagda erbjudandet*, i vilket styrelsen går igenom argumenten för och emot förvärvet och tillkännager sin egen sammanfattande uppfattning. Svaret skall i god tid före acceptfristens utgång offentliggöras.

I ett särskilt stadgande fastslås också att målföretagets styrelse, i linje

med vad som enligt lag eller sedvänja gäller i de enskilda medlemsstaterna, skall befordra dels förvärvsprospektet, dels sitt eget svar till löntagarnas representanter i företaget.

Direktivförslagets regler är, som ovan påpekats, avsedda att skapa en miniminivå av skydd för aktieägarna. Medlemsstaterna kommer således efter ett eventuellt antagande och ikraftträdande av förslaget ha rätt att behålla eller införa strängare skyddsregler.

Direktivförslaget är i december 1989 föremål för diskussion. Utlåtanden över förslaget har lämnats av EG:s ekonomiska och sociala råd liksom av EG-parlamentets juridiska utskott. Av särskilt intresse för utredningens uppdrag är i det sammanhanget att dessa utlåtanden förespråkat en utvidgad informationsplikt gentemot de anställda i företag som blir föremål för ett offentligt uppköpserbjudande. Denna informationsplikt skulle åvila styrelserna i såväl målföretaget som det köpande företaget. *Målföretagets styrelse* skulle åläggas att gentemot de anställda dels informera om innehållet i det framlagda budet, dels redovisa en egen uppskattning av de sannolika sysselsättningskonsekvenserna om förvärvet genomfördes. Det *köpande företagets styrelse* skulle åläggas att för målföretagets anställda redovisa dels en uppskattning av de sysselsättningsmässiga konsekvenserna i såväl målföretaget som köparföretaget avseende en period om två år efter förvärvets genomförande, dels de eventuella åtaganden av social och sysselsättningsmässig karaktär som köparföretaget gjort. I vilken utsträckning dessa utlåtanden kommer att föranleda förändringar i det framlagda direktivförslaget är emellertid i dag en öppen fråga.

Avslutningsvis kan också noteras att EG-kommissionen tillkännagivit sin avsikt att i ett senare direktiv särskilt behandla regler om försvarsåtgärder mot företagsuppköp. Särskild uppmärksamhet skall därvid ägnas försvarsåtgärder vidtagna av företagets ledning, utan föregående beslut av bolagsstämman.

7 Sammanfattande diskussion och slutsatser

Utredningen redovisar i föreliggande kapitel, avsnitt 7.1, en sammanfattning av de resultat som framkommit i dels den övergripande kartläggningen av förvärvsaktiviteten i svenskt näringsliv, dels de fallstudier utredningen låtit genomföra av tolv större förvärv under 1980-talet. Därefter diskuteras i avsnitt 7.2 i vilken utsträckning dessa resultat kan anses påkalla förändringar i de regler som inom olika rättsområden berör företagsförvärv.

7.1 Utredningens resultat i sammandrag

7.1.1 Utredningens övergripande kartläggning

Utredningens övergripande kartläggning visar att förvärvsaktiviteten i svenskt näringsliv var mycket hög under årtiondena närmast efter sekelskiftet. Därefter låg den på en stabil och förhållandevis låg nivå fram till 1960-talets början, då en successiv uppgång inträdde. En viss avmattning ägde rum under 1970-talets sista år, men därefter fortsatte åter uppgången. Antalsmässigt nådde förvärvsaktiviteten sin hittills högsta nivå år 1983 då drygt 1 000 företagsförvärv ägde rum. Under 1980-talets senare del var det årliga antalet förvärv något lägre och år 1988 genomfördes knappt 700 företagsförvärv och samgåenden i det svenska näringslivet.

Sammanlagt genomfördes under 1980-talet drygt 7 000 förvärv, vilka tillsammans berörde drygt 800 000 anställda i de förvärvade företagen. Flertalet av dessa förvärv avsåg sysselsättningsmässigt små företag, men karaktéristiskt för förvärvsutvecklingen under senare år är att förvärven kommit att omfatta genomsnittligt sett allt större företag. Den andel av totalantalet anställda i näringslivet som omfattats av förvärven har därigenom successivt ökat. Under 1970-talet berördes årligen i genomsnitt 2,4 % av de anställda i näringslivet av företagsförvärv, medan motsvarande andel under 1980-talet var 4,2 %.

Utredningens kartläggning ger vidare vid handen att förvärvsaktiviteten under senare år i allt större utsträckning berört aktiemarknadsföretag. Under 1960- och 1970-talet genomfördes i genomsnitt endast tre företagsförvärv om året på den svenska aktiemarknaden och som mest genomfördes under ett enstaka år, 1969, sju förvärv. Under 1980-talet steg antalet förvärv

av aktiemarknadsföretag kraftigt och uppgick vid decenniets slut till totalt 137 förvärv, eller närmare 14 förvärv per år. Denna ökning i förvärvsaktiviteten kan till viss del ses som en konsekvens av att antalet aktiemarknadsföretag ökat, men ökningen i antalet förvärv är relativt sett större än aktiemarknadens expansion.

Förvärvsaktiviteten på aktiemarknaden omfattade under 1980-talets första år företag med ett förhållandevis begränsat marknadsvärde. Under decenniets fyra första år uppgick värdet på de förvärvade företagen som högst till 3 miljarder kronor under ett år. Därefter började en successiv uppgång, som år 1988 nådde rekordnivån 53 miljarder kronor.

7.1.2 Utredningens fallstudier

Utredningen har i form av fallstudier närmare studerat tolv större förvärv i det svenska näringslivet under 1980-talet, vilka med ett undantag avsett förvärv av aktiemarknadsföretag. Fallstudiernas syfte har varit att belysa de motiv som legat bakom förvärven, de sätt på vilka förvärven genomförts samt förvärvens effekter på företagens olika intressenter.

De förvärv utredningen på detta sätt studerat är:

Electrolux förvärv av Gränges år 1980
Aritmos förvärv av Tretorn år 1981
Volvos förvärv av Beijerinvest år 1981
Skrinets förvärv av Masonite år 1982
Proventus förvärv av Upsala-Ekeby år 1984
AGA:s förvärv av Uddeholm år 1985
Pharmacias förvärv av LKB år 1986
Trelleborgs förvärv av Boliden år 1987
Skanskas förvärv av JM år 1987
Nordstjernans förvärv av ABV år 1988
MoDo:s förvärv av Holmen respektive Iggesund år 1988

Fallstudiernas resultat pekar på en betydande variationsrikedom i fråga om såväl motiv som genomförande och effekter, vilket ligger väl i linje med de resultat som framkommit i tidigare studier på området. Företagsförvärv har ägnats betydande uppmärksamhet inom den ekonomiska forskningen, men några entydiga och allmänt omfattande slutsatser därav föreligger inte.

Motiv

Fallstudierna visar att förvärven i betydande utsträckning motiverats av förväntningar om vinster genom ett *effektivare utnyttjande av det förvärvade företags resurser*, antingen inom ramen för det köpande företags verksamhet eller efter avyttring till något annat företag. Flertalet av förvärven har också följts av omfattande förändringar i det förvärvade företags verksamhet. Delar av verksamheten har slagits samman med likartad eller

kompletterande verksamhet hos köparen, medan andra delar avyttrats. Detta gäller exempelvis Electrolux köp av Gränges, AGA:s förvärv av Uddeholm samt Trelleborgs förvärv av Boliden. I fler än hälften av förvärven har förändringarna också innefattat ett byte av verkställande ledning i det förvärvade företaget.

Till kategorin vinster genom effektivitetsförbättringar kan i några fall också läggas förväntade *stordriftsfördelar* vid ett samgående mellan de inblandade företagen. Detta gäller främst Pharmacias köp av LKB, Nordstjernans köp av ABV samt MoDo:s köp av Holmen och Iggesund. Ett minst lika väsentligt motiv torde dock i dessa fall ha varit förväntningar om vinster genom uppnående av en *starkare marknadsposition* efter förvärvet.

Ett annat motiv av väsentlig betydelse för en del av förvärven synes ha varit strävan efter *riskspridning*. Detta torde ha varit ett viktigt motiv till Volvos köp av Beijerinvest, men förekommer också i andra av de studerade förvärven.

Utredningen har i en särskild studie av skattemässiga förvärvsmotiv inte kunnat belägga att gällande *skatteregler* varit av avgörande betydelse för förvärvsaktiviteten i det svenska näringslivet under det senaste decenniet. Den i sammanhanget ofta uppmärksammade möjligheten att utnyttja förluster i målföretaget för att reducera det köpande företags skattebetalningar, synes exempelvis ha förelegat endast i fyra av de 37 förvärv som ägde rum på aktiemarknaden under år 1988. Bland de tolv i fallstudierna uppmärksamade förvärven under 1980-talet förelåg möjlighet till utnyttjande av förlustavdrag i sammanlagt fem fall, nämligen Electrolux – Gränges, Aritmos – Tretorn, AGA – Uddeholm, Proventus – Upsala-Ekeby samt Trelleborg – Boliden. Endast i de tre förstnämnda fallen var emellertid förlustavdraget av större omfattning.

Företagsförvärv genomförs också i *andra syften* än att uppnå vinster genom effektivitetsförbättringar, utnyttjande av stordriftsfördelar eller liknande. Ett viktigt motiv till företagsförvärv kan vara en strävan hos företagsledningen i det köpande företaget att genom förvärvet stärka sin egen position i näringslivet eller samhället i stort. Utredningen har i de utförda fallstudierna inte funnit det möjligt att skilja denna typ av motiv från exempelvis strävan efter en ökad riskspridning, men anser det inte vara uteslutet att motiv av detta slag funnits med i bilden vid en del av förvärven.

Sammanfattningsvis kan utredningens fallstudier i denna del sägas illustrera den i tidigare studier framkomna slutsatsen att företagsförvärv genomförs med en rad olika motiv, att flera motiv ofta gör sig gällande i ett och samma förvärv och att motiven kan förändras under den tid förvärvet genomförs.

Genomförande

Den ökade förekomsten av förvärv av aktiemarknadsföretag har med nödvändighet medfört ett ökat inslag av *offentliga uppköpserbjudanden* i det

svenska näringslivet. Det stora antal ägare som är utmärkande för ägarstrukturen i ett aktiemarknadsföretag omöjliggör att ett förvärv genomförs genom direkta förhandlingar mellan köparen och samtliga ägare. Förvärvet måste genomföras så att köparen antingen förhandlar med de större ägarna och därefter riktar sig till övriga ägare med ett offentligt uppköpserbjudande eller framlägger ett offentligt uppköpserbjudande till samtliga ägare helt utan föregående förhandlingar.

Den koncentrerade ägarstrukturen i de svenska aktiemarknadsföretagen medför att de offentliga uppköpserbjudandena som regel föregås av förhandlingar mellan köparen och en eller flera större ägare i målföretaget. Förvärvserbjudanden utan föregående förhandlingar är sällsynta.

Förvärven initieras som regel av köparen, men det förekommer också att *initiativet* tas av målföretagets ägare. Bland de tolv studerade förvärven synes detta ha varit fallet exempelvis då Skanska övertog Industrivärdens kontrollpost i JM och därmed inledde en serie successiva förvärv i JM. Fallstudierna visar också att initiativet till förvärvet kan ligga hos en tredje part. När Aritmos förvärvade Tretorn var initiativtagaren sålunda i stor utsträckning Tretorns huvudsakliga långivare, S-E-Banken.

Det kan också konstateras att företagsförvärven ofta tillgår så att *köparen successivt ökar sin andel* i det förvärvade företaget och framlägger ett offentligt uppköpserbjudande först sedan en väsentlig röstandel redan uppnåtts. Detta var fallet i omkring hälften av de förvärv som genomfördes på den svenska aktiemarknaden under 1980-talet och återspeglas också i de genomförda fallstudierna. I vissa fall synes denna successiva upptrappning förklaras av att köparen förvärvat den första aktieposten uteslutande som en finansiell placering och först senare beslutat sig för ett övertagande av företaget. Bland de tolv särskilt studerade förvärven gäller detta exempelvis AGA:s förvärv av Uddeholm. I andra fall, exempelvis Trelleborgs köp av Boliden, synes förfarandet snarast vara ett utslag av försiktighet från köparens sida, i den meningen att denne redan från början avsett att genomföra ett förvärv men valt att successivt öka sitt innehav.

Förekomsten av förhandlingar mellan köparen och företagets större ägare medför att *fientliga uppköpserbjudanden*, i den meningen att ett erbjudande inte accepteras av målföretagets styrelse och denna rekommenderar ägarna att avvisa erbjudandet, relativt sällan förekommer. Misslyckas de inledande förhandlingarna framlägges som regel inte något uppköpserbjudande. Totalt kan knappt en tiondel av de förvärvserbjudanden som framlades på den svenska aktiemarknaden under 1980-talet betecknas som *fientliga* och bara ett par av dessa erbjudanden resulterade sedermera i förvärv.

Bland de tolv närmare studerade förvärven kan endast *ett* entydigt anses falla in under den gängse definitionen av begreppet *fientligt*. Det är Nordstjernans erbjudande om förvärv av ABV, vilket möttes av starkt motstånd från ABV:s styrelse och ledning. Med en något vidare definition kan också MoDo:s förvärv av Holmen föras till denna kategori.

Den förhållandevis ringa förekomsten av *fientliga uppköpserbjudanden*

kan också ses som en effekt av att företagen, i de fall de saknar kontrollerande ägare, vidtagit *försvarsåtgärder* av preventivt slag ämnade att skydda mot oönskade förvärvsförsök. Utredningen har i det sammanhanget tidigare uppmärksammat det ömsesidiga och cirkulära aktieäggande som präglar ägarstrukturen i flera storföretag som saknar kontrollerande ägare. Akuta försvarsåtgärder efter ett redan framlagt förvärvserbjudande är däremot väsentligt mer sällsynt.

En ofta uppmärksammas aspekt av de sätt på vilka förvärven genomförs är valet av *vederlagsform*. Utredningens kartläggning visar att vederlaget vid hälften av de förvärv som genomfördes på den svenska aktiemarknaden under 1980-talet utgjordes av enbart kontanter, medan vederlaget i övriga fall var aktier eller andra värdepapper, vanligtvis i kombination med kontanter.

De i fallstudierna studerade förvärven uppvisar ett brett spektrum av vederlagsformer. I två fall, Arifmos – Tretorn och Pharmacia – LKB, utgick endast kontant betalning, medan resterande tio förvärv genomfördes med olika kombinationer av värdepapper och kontanter. Förklaringar till valet av vederlagsform står i de enskilda fallen att söka i bl.a. det inbördes storleksförhållandet mellan företagen, den omedelbara ekonomiska effekten för företagets ägare och inte minst de inflytandemässiga konsekvenserna för ägarna av olika vederlagsformer.

Den inflytandemässiga aspekten av valet av vederlagsform belyses tydligt i MoDo:s förvärv av Holmen och Iggesund, där MoDo valde att erlægga betalning i form av det förhållandevis nya finansiella instrumentet KVB. Detta medförde, i förhållande till en apportemission av aktier, betydande skattemässiga fördelar för MoDo, men betingades med största sannolikhet också av en strävan efter att behålla röstandelsstrukturen intakt i företaget.

Effekter

Företagsförvärv har omedelbara effekter för de berörda företagets ägare, men kan också påverka företagets övriga intressenter. Förvärven kan vara av positivt värde för *en* grupp av intressenter, exempelvis ägarna, men av negativt värde för *en* annan grupp. Inom den ekonomiska forskningen har under senare år genomförts en rad studier med syfte att fastställa det ekonomiska värdet av företagsförvärv och analyser har i viss utsträckning också gjorts av vilka faktorer som bestämmer detta värde. Studierna utgår från att det ekonomiska värdet av förvärven återspeglas i förändringar i de inblandade företagets aktiekurser och visar att förvärven genomsnittligt sett leder till ett ökat värde på de berörda företagen.

Vissa studier har också analyserat om denna värdeökning kommit till stånd på bekostnad av företagets kunder, långgivare, anställda eller samhället i stort. Studierna har inte belagt att så skulle vara fallet, varför slutsatsen dragits att företagsförvärven genomsnittligt sett leder till ett effektivare utnyttjande av näringslivets resurser.

De resultat som framkommit i utredningens fallstudier står inte strid med denna slutsats. Det skall dock betonas att de studerade fallen inte utgör ett statistiskt representativt urval som kan läggas till grund för generella ut-sagor om förvärsaktivitetens effekter. Vad som kan konstateras är att fall-studiernas resultat inte systematiskt pekar på förhållanden som ger an-ledning att ifrågasätta den inom den ekonomiska forskningen dominerande uppfattningen på området.

Vid en samlad bedömning kan de studerade förvärven i korthet sägas ha resulterat i att uppköpta företag och verksamhetsdelar i stor utsträckning in-ordnats i nya strukturer med större förutsättningar att möta en ständigt hårdnande konkurrens på inhemska och utländska marknader.

Flera av de studerade förvärven illustrerar den på övergripande nivå, i Sverige och utomlands, iakttaga tendensen till en koncentration av före-tagens verksamhetsområden. Medan trenden tidigare varit att, med ut-gångspunkt i en stark tilltro till den egna ledningsförmågan, förvärva före-tag även med ringa ankytning till den befintliga verksamheten, kan under senare år tendenser i motsatt riktning iakttagas. Genom successiva förvärv och avyttringar koncentreras verksamheten i många företag till ett antal "kärnområden" där konkurrensförutsättningarna bedöms vara större än på andra, mer perifera, områden. Fallstudierna visar att denna process kan sät-tas igång även av förvärv inom helt nya verksamhetsområden. Som exempel kan nämnas Trelleborgs förvärv av Boliden som momentant innebar att Trelleborgs verksamhetsområde utvidgades, men också startade en be-tydande renodling av Bolidens struktur. Det har dock även under senare år genomförts förvärv av rent diversifierande karaktär.

Förvärvens effekter för företagens olika intressenter skall ses i ljuset av den utveckling som skulle ägt rum om förvärven inte kommit till stånd. Fall-studierna visar att flera av de uppköpta företagen befann sig i en besvärlig ekonomisk situation och i vissa fall stod inför ett reellt konkurshot vid för-värvstillfället. För dessa företag fanns knappast några andra alternativ än att förvärvas eller själva omstrukturera verksamheten genom avyttring och nedläggning av verksamhetsdelar.

Det fanns bland de studerade företagen också företag som sannolikt skul-le kunnat leva vidare som fristående företag om förvärvet i fråga inte ge-nomförts, men därav kan inte slutsatsen dras att företagens struktur och verksamhet i dessa fall hade förblivit oförändrad. Tvärtom, visar de utförda fallstudierna att förvärv och avyttringar av företag och verksamhetsgrenar bakåt i tiden präglat inte bara de köpande, utan också de uppköpta före-tagen. De har med en över tiden varierande intensitet fortlöpande köpt and-ra företag, men också sålt egna dotterföretag eller verksamhetsgrenar. Mo-tiven till dessa förvärv och avyttringar har varierat från ett fall till ett annat, men kan allmänt sett sägas utgå från ett ständigt sökande efter den struktur på företaget som vid varje tillfälle bedömts vara den optimala. Denna pro-cess skulle givetvis inte ha avstannat om de av utredningen studerade för-värven inte genomförts, möjligen hade den fått ett mer utdraget förlopp.

Fallstudierna ger inte vid handen att de genomförda förvärven skett på bekostnad av företagens *kunder* i den meningen att förvärven i någon avgörande utsträckning begränsat konkurrensen på företagens avsättningsmarknader. Denna slutsats stöds också av en särskild studie som utredningen låtit utföra rörande NO:s och SPK:s roll i samband med förvärven. Studien visar att de konkurrensövervakande myndigheterna i så gott som samtliga fall konstaterade att förvärven inte skulle leda till mer påtagligt ändrade konkurrensförhållanden. Endast i ett av de tolv förvärven, Nordstjernan – ABV, ingrep NO och överenskom med köparen om vissa villkor för förvärvets genomförande.

Fallstudierna visar inte heller att förvärven genomförts på bekostnad av företagens *långivare* i den meningen att risknivån på utestående fordringar ökat. Tvärtom, torde förvärven i flera fall ha förbättrat långivarnas position. Detta är uppenbart i fallet Aritmos – Tretorn, men torde också gälla exempelvis Electrolux – Gränges och Proventus – Upsala-Ekeby.

De studerade förvärven kan sammantaget inte heller sägas ha lett till allvarigare sysselsättningmässiga konsekvenser för de *anställda*. Förvärven berörde företag med omkring 70 000 anställda. Hälften av dessa har i dag sysselsättning inom ramen för det köpande företags verksamhet, medan hälften följt med de delar av de förvärvade företagen som sedermera avyttrats. Fallstudierna ger inte vid handen att förvärven i någotdera fallet medfört större personalminskningar i verksamheten och endast i undantagsfall har förvärven resulterat i nedläggning av förvärvade verksamhetsdelar. Förvärvens betydelse för löneutvecklingen, förekomsten av vinstandelssystem och andra förmåner för de anställda, kan dock inte bedömas på basis av fallstudierna.

Den i tidigare studier redovisade slutsatsen att förvärvsaktiviteten i näringslivet gynnar ett effektivt utnyttjande av näringslivets resurser och det faktum att utredningens fallstudier, vid en samlad bedömning, inte ger anledning att ifrågasätta denna slutsats, innebär givetvis inte att alla de förvärv som genomförs i näringslivet främjar en sådan ordning. Företagsförvärv skiljer sig dock i det avseendet inte från andra investeringar som företagen genomför. I efterhand visar sig ofta även andra investeringar, i anläggningar, i forsknings- och utvecklingsverksamhet m.m., helt eller delvis ha inneburit ett mindre effektivt utnyttjande av företagens resurser.

Fullständig säkerhet om vilka företagsförvärv som i framtiden kommer visa sig ha de önskvärda effekterna och vilka förvärv som på dessa grunder inte borde genomföras, kan emellertid aldrig uppnås. Förvärvsaktiviteten i näringslivet måste därför utvärderas genom en samlad bedömning på aggregerad nivå, inte genom enstaka exempel på framgång eller misslyckande.

7.2 Behövs det en översyn av reglerna rörande företagsförvärv?

Med utgångspunkt i de resultat som framkommit i utredningens kartläggning och fallstudier diskuteras i det följande i vilken utsträckning en översyn kan anses påkallad av de regler som inom olika rättsområden berör företagsförvärv. Utredningens uppdrag har i denna del inte varit att framlägga färdiga förslag på en detaljerad nivå, utan att överväga behovet av en regelöversyn och ange vad syftet skulle vara med en sådan översyn.

Utredningen vill i detta sammanhang också erinra om att frågan om företagsförvärv behandlats även i utredningens huvudbetänkande och att synpunkter redan där framförts inom en del av nedan behandlade områden. Till huvudbetänkandet fogades i dessa delar också reservationer och särskilda yttranden från en del av utredningens ledamöter och sakkunniga.

7.2.1 Utredningens utgångspunkt

En diskussion om vilka regler som bör kringgärda förvärvsaktiviteten i näringslivet bör enligt utredningens mening utgå från behovet av ett effektivt utnyttjande av näringslivets resurser. Knappheten på resurser medför att det inte är möjligt att producera allt som omfattas av medborgarnas behov och önsksningar, varför det är ett gemensamt intresse att utnyttja tillgängliga produktionsresurser så väl som möjligt.

Ett effektivt resursutnyttjande förutsätter att näringslivets resurser dels allokeras till de branscher och företag som producerar i enlighet med marknadens efterfrågan, dels utnyttjas till lägsta möjliga kostnad. För att detta skall ske krävs en fortlöpande utvärdering av resursernas användning. En sådan utvärdering ombesörjs av de prissignaler som ges på produktmarknaden, men också av bl.a. kapitalmarknaden.

På kapitalmarknaden kan aktörerna, i valet mellan olika placeringsalternativ, antas eftersträva största möjliga avkastning på investerat kapital och fortlöpande jämföra avkastningen på olika investeringsprojekt. En viktig del av kapitalmarknaden är marknaden för riskkapital, på vilken ägare tillskjuter kapital till företagaverksamhet i utbyte mot den residual som återstår av företagets intäkter efter det att ersättning utgått till anställda, leverantörer, långivare och andra intressenter som tillerkänts en på förhand fastställd ersättning. Aktieägarna bär sålunda den med företagaverksamheten ofrånkomliga risken att erhålla en lägre ersättning än vid en alternativ kapitalplacering.

Aktieägarnas risktagande kan förväntas ge dem ett betydande incitament att utvärdera resursanvändningen i verksamheten och ständigt ompröva dels fördelningen av kapital mellan olika företag, dels hur verksamheten bedrivs i det enskilda företaget. Denna omprövning sker genom handel i företagets aktier och genom deltagande i beslutsfattandet i företagen. Att aktierna fritt kan överlätas och att aktieägarna har exklusiv rätt att delta

och rösta vid bolagsstämman är därför grundläggande principer i den rättsliga regleringen av aktiebolagens verksamhet.

På en fungerande aktiemarknad sker en fortlöpande värdering av företagen och det uppkomna priset kan i grunden anses spegla hur väl varje företag förväntas utnyttja sina resurser. Den information om företagen och deras framtidsutsikter som ligger till grund för denna prisbildning förändras emellertid ständigt och är inte jämnt fördelad mellan marknadens aktörer. Innovationer i form av nya produktionsmetoder, nya marknader och nya organisationsformer genereras fortlöpande i ekonomin, men olika aktörer har olika förmåga och olika ambition att samla information därom. Vid varje tillfälle kan kunskapen om den bästa användningen av företagens resurser därför förväntas vara ojämnt fördelad och i den mån det finns någon aktör som tror sig kunna utnyttja ett företags resurser på ett mer effektivt sätt än vad som återspeglas i aktiekursen, möjliggör aktiemarknaden att kontrollen över företaget och dess resurser överförs till en ny kontrollerande ägare. *Företagsförvärv och andra former av kontrollägarskiftet är på detta sätt ett inslag i, eller ett uttryck för, en fortlöpande övervakning av resursutnyttjandet i näringslivet.*

Aktieägarna har en i princip obegränsad rätt att via bolagsstämma och styrelse besluta i alla frågor som uppkommer i företagens verksamhet, men i de flesta större företag har beslutanderätten rörande företags löpande verksamhet delegerats till en anställd företagsledning. Företagsledningen beslutar om investeringar, produktion och prissättning, forsknings- och utvecklingsarbete m.m. och företagsledningen är också primärt ansvarig för företags framgångar eller misslyckanden.

Denna delegering av beslutanderätt från aktieägarna till ledningen kan i flera avseenden antas gynna företags och näringslivets effektivitet. Den främjar en specialisering som tillåter ledningen att bygga upp ett betydande företagsspecifikt kunnande och den främjar uppkomsten en kader professionella företagsledare med kunskaper och erfarenhet av att leda stora och komplexa organisationer. Delegeringen skapar också förutsättningar för en diversifiering av ägarnas aktieinnehav och främjar därigenom riskkapitalets rörlighet mellan olika företag.

Delegeringen av beslutanderätt från aktieägarna till företagsledningen är emellertid också förenad med risker. Den skapar möjligheter för företagsledningen att bedriva företags verksamhet på ett sådant sätt att verksamheten främjar ledningens eget intresse, vilket emellertid inte nödvändigtvis behöver sammanfalla med den maximering av företags värde som genomsnittligt kan antas leda till effektivast möjliga utnyttjande av näringslivets resurser. En ofta påtalad risk är exempelvis att företagsledningen, i en strävan efter att uppnå eller bevara en position som ledare för ett stort och oberoende företag, prioriterar företags tillväxt framför en maximering av dess värde.

Aktieägarna kan visserligen via bolagsstämma och styrelse korrigera ledningens agerande eller tillsätta en annan ledning för företaget, men detta är

förenat med kostnader och krav på sakkunskap. Därutöver kan ägandet vara spritt på så många begränsade innehav att ägarna var för sig saknar incitament att agera via stämman.

Aktiernas fria överlåtbarhet garanterar emellertid att aktieägarna när som helst också kan avbryta sitt engagemang i företaget genom att erbjuda sina aktier till försäljning. Beslutanderätten över företagets resurser kan därigenom övergå till någon annan som är beredd att utöva en aktiv ägarroll i företaget. *Företagsförvärv, och inte minst själva möjligheten till sådana förvärv, är sålunda också en viktig del i de befintliga ägarnas övervakning av företagsledningens handlande.*

7.2.2 Utredningens slutsatser

Associationsrätt

Den grundläggande regleringen av ägarnas möjligheter att övervaka resursutnyttjandet i företagen återfinns inom associationsrätten och inom denna framför allt i aktiebolagslagen. Utredningen har i de genomförda fallstudierna inte gjort några iakttagelser som påkallar omedelbara förändringar i aktiebolagslagen.

Utredningen vill emellertid, inte minst inför en aviserad översyn av aktiebolagslagen, understryka vikten av att fortlöpande slå vakt om de principer i lagen som är avsedda att garantera en övervakning av företagets effektivitet. Detta gäller i synnerhet principen om aktiens fria överlåtbarhet och principen om aktieägarna som företagets yttersta beslutsfattare.

Förvärvsaktiviteten i näringslivet ger fortlöpande upphov till försvarsåtgärder avsedda att skydda företag mot oönskade ägarskiftet. Försvarsåtgärderna är ämnade att höja kostnaden för eller omöjliggöra ett företagsförvärv. Generellt kan dessa åtgärder därför sägas minska incitamentet att insamla information om företagen och deras framtidsutsikter och försvaga övervakningen av resursutnyttjandet i näringslivet.

De associations- och börsrättsliga reglerna lämnar idag ett betydande utrymme för preventiva försvarsåtgärder, vidtagna i syfte att försvåra eller hindra ett framtida uppköp. Preventiva försvarsåtgärder är också ett utbrett fenomen i näringslivet. Akuta försvarsåtgärder, vidtagna när ett uppköps-erbjudande redan framlagts, förekommer däremot mer sällan, vilket bl.a. förklaras av att sådana åtgärder enligt NBK:s rekommendationer och Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt som huvudregel får vidtagas endast med stöd av bolagsstämmobeslut.

Distinktionen mellan åtgärder beslutade av bolagsstämman och åtgärder beslutade av företagets styrelse eller verkställande ledning är enligt utredningens mening av intresse också för en diskussion om preventiva åtgärder. Huruvida preventiva åtgärder som vidtas av en företagsledning eller styrelse, utan beslut från bolagsstämmans sida, vidtas i syfte att maximera företagets värde eller är influerade av andra faktorer, kan som regel inte utrönas. Blotta risken att en bristande överensstämmelse i det sammanhanget

kan föreligga mellan ägarnas och ledningens eller styrelsens intresse, gör emellertid att denna typ av försvarsåtgärder enligt utredningens mening bör vara föremål för fortlöpande uppmärksamhet från lagstiftarens sida. Utredningens allmänna ställningstagande på denna punkt ligger i linje med de förslag som utarbetats och aviserats från EG-kommissionens sida rörande försvarsåtgärder mot företagsförvärv, vilka allmänt sett syftar till att beslut om försvarsåtgärder skall fattas av aktieägarna vid bolagsstämman.

I enlighet med ovanstående resonemang har utredningen i sitt huvudbetänkande uppmärksammat det omfattande *ömsesidiga och cirkulära aktieägarande* som under senare år kommit att prägla ägarstrukturen i en del av landets allra största företag. Utredningen har också uppmanat regeringen att noga följa den fortsatta utvecklingen av dessa ägarformer och överväga förslag om en begränsande lagstiftning efter utländsk förebild. Utredningen kan i föreliggande betänkande notera att lagstiftningen i Frankrike, som redan tidigare var den mest restriktiva på detta område, under det gångna året skärpts. Utredningen noterar också att begränsningar av möjligheterna att i försvarssyfte använda ömsesidigt ägande nyligen aviserats även från EG-kommissionens sida.

Ett annat exempel på försvarsåtgärder är *återköp från företagets sida av tidigare utgivna konvertibla skuldebrev och konvertibla vinstandelsbevis samt senare avyttring av dessa*. Vilka regler som gäller för sådana förfaranden är delvis oklart och bör enligt utredningens mening närmare utredas. Därvid bör också diskuteras huruvida företagsledningen i ett företag som återköper och eventuellt åter avyttrar egna konvertibler, genom detta förfarande kan påverka företagets ägarstruktur på ett sätt som inte står i överensstämmelse med principen om aktieägarna som företagets yttersta beslutsfattare.

Ett närliggande exempel, som utredningen också tidigare pekat på, rör aktiebolags *förvärv av egna aktier*. Svenska aktiebolag saknar i dag möjlighet att återköpa egna aktier, men förslag har framförts om vidgade befogenheter i detta avseende. Utredningen har inte anledning att diskutera behovet av en sådan ändring i lagen, men vill från sina utgångspunkter åter understryka vikten av att en eventuell återköpsmöjlighet inte utformas på ett sådant sätt att förvärv av egna aktier kan användas för att hindra ett aktivt ägarinflytande i företagen. Även på denna punkt noterar utredningen att EG-kommissionen nyligen aviserat en skärpning av reglerna.

Flera debattörer har också föreslagit att Sverige skulle införa en s.k. *erbjudandeplikt* med innebörd att den som förvärvar mer än en viss andel av aktierna eller röstetalet i ett marknadsnoterat bolag skall vara skyldig att erbjuda samtliga ägare i detta bolag att till honom försälja sina aktier till samma pris.

Förebilden för dessa förslag torde i huvudsak vara en bestämmelse i den brittiska "The City Code on Take-Overs and Mergers", där gränsen för erbjudandeplikt är 30 % av röstetalet. I de nordiska länderna föreligger erbjudandeplikt i dag i Finland (67 %) och Norge (45 %). Ett förslag om erbjudandeplikt vid 33 1/3 % har också framlagts av EG-kommissionen.

Frågan om införande av en erbjudandeplikt i Sverige har nyligen behandlats av värdepappersmarknadskommittén, som i samband därmed redovisat de i debatten anförda argumenten för och emot en sådan ordning. Till stöd för en erbjudandeplikt åberopas vanligen behovet av att skydda mindre aktieägare mot en kontrollerande ägares möjligheter till maktmissbruk. Därmed åsyftas att företagets verksamhet kan komma att bedrivas på ett sådant sätt att verksamheten maximerar kontrollägaress, men inte övriga ägares intressen. Mot en erbjudandeplikt har å andra sidan anförts risken för en oönskad fastlåsnings vid rådande ägar- och strukturmönster i näringslivet. Många annars tänkbara förvärv av större aktieposter riskerar enligt denna uppfattning att inte genomföras om köparen blir skyldig att erbjuda sig att förvärva företagets hela aktiestock. Det har också påpekats att i den mån det kan anses föreligga en risk för maktmissbruk från en kontrollerande ägares sida, bör denna risk mötas med en förstärkning av minoritetsskyddsreglerna. Vid en samlad bedömning av dessa och andra argument fann värdepappersmarknadskommittén att övervägande skäl talade emot ett införande av en lagstadgad erbjudandeplikt i Sverige (SOU 1989:72). Kommitténs betänkande är för närvarande föremål för remissbehandling.

Ägarutredningen anser inte heller från sina utgångspunkter att en erbjudandeplikt är påkallad. En sådan ordning skulle höja kostnaderna för kontrollägarskiftet i företagen och minska det för näringslivets utveckling nödvändiga incitamentet till omvandling och förnyelse. En önskvärd fortsatt struktumvandling av det svenska näringslivet skulle därmed ställa sig väsentligt kostsammare än i dag. Föreligger ett behov av att förstärka de mindre aktieägarnas ställning bör detta enligt utredningens mening i första hand ske genom de traditionella minoritetsskyddsreglerna i aktiebolagslagen.

Konkurrensrätt

Den redovisade slutsatsen att företagsförvärv vid en samlad bedömning kan anses främja ett effektivt resursutnyttjande i näringslivet hindrar givetvis inte att förvärven i enskilda fall kan vara förenade med kostnader och risker för de berörda företagens olika intressenter, exempelvis kunder och anställda.

Företagsförvärvens påverkan på konkurrensen och den effekt förvärven därigenom kan få på företagens kunder, faller under den konkurrensrättsliga regleringen och de konkurrensvårdande myndigheternas ansvarsområde. Konkurrenslagens syfte är att främja en från allmän synpunkt önskvärd konkurrens inom näringslivet genom åtgärder mot skadliga konkurrensbegränsningar. Företagsförvärv kan medföra sådana konkurrensbegränsningar och lagen stadgar att ingripanden från de konkurrensvårdande myndigheternas sida kan ske mot företagsförvärv.

Utredningen vill understryka betydelsen av denna möjlighet till ingripanden. Det är väl känt att företagsförvärv ibland genomförs helt eller delvis i

syfte att uppnå en starkare ställning gentemot kunder och leverantörer. Det är också odiskutabelt att vissa förvärv leder till marknadsdominans och en minskad kostnadspress i företagen. Konkurrensövervakningens uppgift är i det sammanhanget att ständigt väga effektivitetsvinster i form av exempelvis stordriftsfördelar mot risken för monopolistiska inslag i prisbildningen.

Ägarutredningen har i sina fallstudier inte kunnat påvisa att allvarigare konkurrensbegränsningar följt av de studerade förvärven. Frånvaron av mera påtagliga effekter av detta slag i just dessa förvärv är emellertid inte något bevis för att sådana effekter generellt inte skulle förekomma.

Utredningen noterar därför med tillfredsställelse att regeringen nyligen tillsatt en särskild kommitté (dir 1989:12) med uppdrag att utreda hur konkurrenspolitiken kan förstärkas och bl.a. utvärdera konkurrenslagens regler om företagsförvärv. Kommittén skall utvärdera hur reglerna fungerat i praktiken och om lagens syfte på detta område uppnåtts. Utvärderingen skall bl.a. avse hur det s.k. dominansbegreppet, dvs. att ett förvärv leder till eller förstärker en dominerande ställning, tillämpats. Om kommittén finner att reglerna behöver ändras, bör den enligt direktiven också lämna förslag till sådana ändringar. Det åligger också kommittén att överväga regler som ger möjlighet att bryta upp existerande företagskonstruktioner på områden med monopol eller stark koncentration.

Utredningen vill även från sina utgångspunkter framhålla angelägenheten av denna utvärdering, men vill samtidigt understryka vikten av att företagsförvärven i det svenska näringslivet bedöms i ljuset av den internationella utvecklingen. På en allt mer integrerad världsmarknad söker i dag företag runtom i världen stärka sin konkurrenskraft inte bara genom intern expansion, utan också genom förvärv och samgåenden med andra företag. Konkurrenslagstiftningen får inte ges en sådan utformning att den hindrar eller försvårar sådana strukturförändringar som kan anses nödvändiga för att stärka de svenska företagens konkurrenskraft på den internationella marknaden.

Arbetsrätt

För de anställda i ett företag som köps upp av ett annat företag kan förvärvet innebära mycket stora förändringar. En sammanslagning med ett annat företag medför ofta betydande organisatoriska förändringar och ibland också omfattande omlokaliseringar av verksamheten. Nedläggningar är inte något vanligt inslag i dessa förändringar, men får ofta långtgående konsekvenser i de fall de äger rum. Utredningens fallstudier visar också att förvärv av storföretag inte sällan resulterar i ytterligare avyttringar i form av dotter- och dotter-dotterföretag som säljs vidare till andra koncerner.

Företagsförvärv ger av dessa skäl ofta upphov till en betydande oro bland de anställda, framför allt i målföretagen. Utredningens fallstudier visar att de anställda i uppköpta företag ofta anser att de dels fått en bristfällig och sent kommen information om uppköpet, dels saknat möjligheter att innan

affären gjorts upp framföra sina synpunkter på förvärvet. Det kan också konstateras att den arbetsrättsliga lagstiftningen i nuvarande utformning ger de anställda i målföretaget mycket begränsade möjligheter att hävda sina intressen i samband med den typ av förvärv som utredningen studerat.

Förvärvar ett företag hela aktiestocken eller en betydande del av aktiestocken i ett annat företag och kan detta betraktas som en viktigare förändring av det köpande företags verksamhet, uppkommer i det *köpande* företaget en primär förhandlingsskyldighet enligt lagen om medbestämmande i arbetslivet. Av lagens förarbeten framgår också att dessa förhandlingar i princip skall upptas i så god tid att förhandlingen blir ett naturligt och effektivt led i beslutsprocessen hos arbetsgivaren. De anställdas synpunkter skall ha reella möjligheter att på ett meningsfullt sätt ingå i beslutsunderlaget.

Det köpande företaget har däremot inte någon på medbestämmandelagen grundad skyldighet att informera eller ta upp förhandlingar med de anställdas representanter i *målföretaget*; mellan köparen och de anställda i målföretaget finns inte något anställningsförhållande. Medbestämmandelagens koppling till anställningsförhållandet medför att inte heller ägarna till aktierna i målföretaget har någon sådan skyldighet. Till yttermera visso saknar också målföretaget i egenskap av arbetsgivare sådan skyldighet, såvida inte förvärvet villkorats av "viktigare förändring" i målföretags verksamhet.

Sammanfattningsvis innebär detta att de anställda i det köpande företaget som regel har rätt till information och förhandlingar om ett förestående företagsköp, medan de anställda i målföretaget står helt utanför till dess förvärvet är fullbordat. Enkelt uttryckt kan en viss asymmetri i denna mening sägas föreligga i fråga om medbestämmandelagens tillämplighet i samband med företagsförvärv som sker genom aktieköp.

Företrädare för de anställdas organisationer har i olika sammanhang reagerat mot denna ordning och framfört krav på lagstiftningsinitiativ i syfte att garantera de anställda i målföretaget ett inflytande på förvärvsprocessen. Flera av dessa krav har rört ett s.k. *rådrum*, varmed i huvudsak avses att förvärv av större företag skall kunna genomföras först efter det att de fackliga organisationerna i målföretaget givits möjlighet att under viss tid utvärdera och framföra sina synpunkter på förvärvserbjudandet. I vissa fall har kraven varit mer omfattande och också åsyftat en vetorätt för de fackliga organisationerna vid företagsförvärv.

Mot bakgrund av den intensiva förvärvsaktiviteten i svenskt näringsliv och de resultat som framkommit i utredningens fallstudier av tolv större förvärv under det senaste decenniet, anser utredningen det vara påkallat att statsmakterna tar fasta de framförda kraven från de anställdas sida och låter utreda huruvida förändringar eller kompletteringar i gällande regler kan vidtagas för att stärka de anställdas ställning i samband med företagsförvärv.

Syftet med en sådan reform bör vara att bereda de anställda möjlighet att dels utvärdera och bedöma ett framlagt förvärvserbjudande, dels påverka

ägarnas beslut om försäljning av aktierna i företaget. Utredningen menar också att en sådan möjlighet, i fråga om *offentliga förvärvserbjudanden*, i huvudsak skulle kunna skapas inom ramen för den nuvarande arbetsrättsliga grundordningen.

Ett offentligt uppköpserbjudande följs som regel av ett uttalande från målföretagets styrelse i vilket denna rekommenderar ägarna att acceptera eller avvisa erbjudandet. Styrelsen är inte skyldig att göra ett sådant uttalande, men en indirekt rekommendation därom finns i Näringslivets börskommittés rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv. I praktiken är det sällsynt att styrelsen inte uttalar sig.

Föreligger i målföretaget styrelserepresentation för de anställda har dessa möjlighet att delta i styrelsens beslut om innehållet i det aktuella uttalandet och kan om de så önskar anmäla en avvikande mening. Utredningens fallstudier visar att detta förekommer, men ger också vid handen att styrelserepresentanterna som regel har en mycket begränsad tid till sitt förfogande för att utvärdera förvärvserbjudandet. Det senare gäller ibland också andra ledamöter i styrelsen.

Styrelserepresentationen är också förenad med en annan och i sammanhanget betydelsefull komplikation, nämligen den oklarhet som i rättsligt hänseende råder i fråga om möjligheten för de anställdas styrelserepresentanter att diskutera styrelseärenden med sina egna uppdragsgivare, dvs. den fackliga organisationen. De anställdas representanter ingår i och har att verka i det kollektiv som styrelsen utgör och omfattas i princip av samma sekretess- och ansvarsregler som gäller för övriga styrelseledamöter. Detta utgör inte något kategoriskt hinder för de anställdas representanter att diskutera ett styrelseärende med exempelvis fackklubbens ordförande, men någon fast gräns för vad som i detta avseende är tillåtet eller ej har inte dragits av lagstiftaren. En sådan gräns har inte heller utbildats i praxis. Enligt utredningens mening finns det en uppenbar risk att denna oklarhet medför att ett ställningstagande till ett framlagt förvärvserbjudande kommer till stånd utan en för företagets fortsatta verksamhet önskvärd förankring bland de anställda.

Utredningen anser att de anställdas möjlighet till inflytande i dessa sammanhang skulle kunna förstärkas genom att innehållet i styrelsens uttalande gjordes till föremål för primär förhandling i enlighet med medbestämmandelagens regler. En sådan ordning skulle innebära att styrelsen i målföretaget, efter det att köparen offentliggjort sitt förvärvserbjudande, ålades skyldighet att påkalla förhandlingar med de anställdas representanter och att styrelsens uttalande finge göras först efter det att denna förhandlingsskyldighet fullgjorts.

Som en i vissa avseenden närliggande parallell till en förhandlingsskyldighet av detta slag kan noteras att styrelsens beslut om tillsättande av verkställande direktör omfattas av primär förhandlingsskyldighet.

Utredningens undersökning visar, som påpekats, att målföretagets styrelse som regel gör ett uttalande med anledning av ett framlagt förvärvserbjud-

dande, men att styrelsen ibland avstår från att yttra sig. I det senare fallet skulle därmed inte heller medbestämmandeförhandlingar av ovan skisserat slag komma att påkallas och de anställda skulle berövas den föreslagna möjligheten att utvärdera och redovisa sina syn på förvärvserbjudandet. *Utredningen anser därför att en skyldighet bör införas för styrelsen att avge ett uttalande med anledning av ett framlagt offentligt uppköpserbjudande.* Det kan noteras att en sådan ordning stipuleras i det förslag till trettonde bolagsdirektiv som nyligen framlagts av EG-kommissionen.

Den föreslagna förhandlingsskyldigheten om innehållet i styrelsens uttalande skulle i flertalet fall innebära en tidsutdräkt i den meningen att en längre tid än vad som i dag är gängse skulle komma att förflyta mellan förvärvserbjudandets offentliggörande och styrelsens uttalande. Utredningen förespråkar inte någon inskränkning i rätten att under denna tid handla med de berörda företagets aktier. Blir tidsutdräkten lång kan emellertid en betydande osäkerhet uppkomma i prissättningen på aktierna, vilket kan vara till men för företagets verksamhet. *Enligt utredningens mening bör därför också övervägas åtgärder för att förhindra en för företagen icke acceptabel tidsutdräkt i samband med de föreslagna förhandlingarna.* Därvid kan övervägas exempelvis om förhandlingsskyldigheten bör begränsas i så måtto att parterna inte äger påkalla centrala förhandlingar. I samma syfte kan övervägas om en längsta tidsperiod bör uppställas inom vilken de anställdas organisationer skall besvara en framförd förhandlingsinvt, med påföljd att styrelsens uttalande eljest får göras utan föregående förhandling.

De anställdas krav på rådrum i förvärvsprocessen har ibland också innefattat krav på mer utförlig information från köparen beträffande planerna för målföretagets framtida verksamhet och organisation. De grundläggande reglerna i detta avseende uppställs i dag i NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv. Rekommendationen föreskriver att köparen vid offentliggörande av uppköpserbjudandet, i ett pressmeddelande skall ange bl.a. motiven till erbjudandet samt, så långt möjligt, förvärvets effekter på det köpande bolagets resultat och ställning. Rekommendationen stipulerar inte att köparen explicit skall redovisa exempelvis de förväntade sysselsättningsmässiga effekterna av förvärvet.

Den ovan föreslagna förhandlingsskyldigheten om innehållet i styrelsens uttalande kan i viss utsträckning förväntas leda till att informationsgivningen i detta avseende förbättras. *Utredningen anser emellertid att Näringslivets börskommitté bör uppmanas att i rekommendationen rörande offentliga förvärvserbjudanden utvidga köparens informationsplikt i pressmeddelandet till att även omfatta förväntade sysselsättningsmässiga och andra, för de anställda, särskilt betydelsefulla effekter av förvärvet.*

Även med en på detta sätt utvidgad informationsgivning från köparens sida i samband med att ett uppköpserbjudande framlägges, kan det anses skäligt att de anställdas organisationer, inom ramen för den föreslagna förhandlingsordningen, garanteras möjlighet att också erhålla information direkt från köparen. En begäran av detta slag kan redan i dag framföras, men

någon garanti för att köparen hörsammar begäran finns inte. *Utredningen anser därför att köparen i samband med offentliga uppköpserbudanden bör åläggas skyldighet att på begäran av de anställdas organisationer i målföretaget lämna information direkt till dessa om planerna för den framtida verksamheten.*

I enlighet med den allmänna inriktningen av utredningens arbete avser utredningens sålunda redovisade förslag förvärv som sker genom offentliga uppköpserbudanden. Förslaget omfattar därmed förvärv av företag på aktiemarknaden liksom förvärv av företag utanför aktiemarknaden men med en vidare ägarkrets.

I sammandrag innebär förslaget med avseende på dessa förvärv:

- att köparen i pressmeddelandet om förvärvet skall rekommenderas att informera, inte bara om förvärvets effekter på bolagets resultat och ställning, utan också om förväntade sysselsättningsmässiga och andra, för de anställda, särskilt betydelsefulla effekter
- att styrelsen i målföretaget skall vara skyldig att göra ett uttalande riktat till aktieägarna med anledning av erbjudandet
- att innehållet i styrelsens uttalande får beslutas först efter förhandlingar med de fackliga organisationerna i företaget, men att regler samtidigt införs som begränsar tidsutdräkten vid förhandlingarna
- att köparen i samband med dessa förhandlingar är skyldig att på begäran av de anställdas organisationer i målföretaget lämna ytterligare information direkt till dessa om planerna för den framtida verksamheten.

Förvärv genom offentliga uppköpserbudanden utgör merparten av de värdepappers- och sysselsättningsmässigt stora förvärven i näringslivet. Ett betydande antal förvärv avser emellertid företag med en mer begränsad ägarkrets och sker utan att något offentligt uppköpserbudande framlägges. Förvärven kommer som regel till stånd genom direkta förhandlingar mellan köparen och företagets ägare, varför något uttalande från styrelsens sida riktat till ägarna inte aktualiseras.

Vanligtvis är dessa företag av mer begränsad storlek, men det finns också en rad stora företag utanför aktiemarknaden. Helt oberoende av företagens storlek har givetvis de anställda även i dessa företag ett berättigat intresse av att informeras om och kunna förmedla sina synpunkter på en eventuell försäljning av företaget. Den ordning som ovan föreslagits för förvärv som sker genom offentliga uppköpserbudanden kan emellertid vid denna typ av förvärv i huvudsak inte tillämpas. *Utredningen anser det därför angeläget att statsmakterna överväger andra åtgärder för att stärka de anställdas ställning i målföretaget vid förvärv som sker på annat sätt än genom offentliga uppköpserbudanden.*

I det sammanhanget bör också uppmärksammas det särskilda fallet att det salubjudna företaget är ett dotterföretag till ett annat företag. Medför en sådan försäljning en viktigare förändring i koncernens verksamhet uppkommer i moderföretaget en primär förhandlingsskyldighet innan försälj-

ningsbeslutet fattas. De anställda i det berörda dotterföretaget har däremot inte någon rätt till förhandling eller inflytande i övrigt med stöd av medbestämmandelagen. *Utredningen anser att denna ordning bör ändras i syfte att garantera de anställda i dotterföretaget, dvs. de av förvärvet närmast berörda arbetstagarna, en förhandlingsrätt inför försäljningsbeslutet.*

Reservationer och särskilda yttranden

Reservation av ledamöterna Per Westerberg, Christer Eirefelt och Rolf Kenneryd

Utredningens majoritet vill införa en primär förhandlingsskyldighet i MBL – i samband med offentliga bud på marknadsnoterade bolag – för det s.k. målföretagets styrelse. Förhandlingen ska äga rum innan någon rekommendation från styrelsen lämnas till aktieägarna med anledning av budet.

Det huvudsakliga skälet som anges är att "målföretagets" anställda skall ges lika möjlighet till information och till att påverka som de anställda i det företag som lagt budet.

Samtidigt föreslås tvingande regler för styrelsen att yttra sig om ett bud på företaget i likhet med vad som aviserats inom EG-området.

För icke marknadsnoterade bolag föreslår utredningens majoritet att statsmakterna överväger andra åtgärder för att stärka de anställdas ställning vid företagsförvärv.

Våra invändningar

1. Förslaget förefaller ha ett *mer formellt än reellt innehåll* vad avser de anställdas möjligheter att påverka utvecklingen i "målföretaget".
2. Ett offentligt bud på ett annat företag är en mycket känslig process. *Alla aktörer på marknaden måste ges likvärdig information* så att insiderspekulation undviks.
3. Många anställda är idag *både anställda och delägare* i respektive bolag.
4. MBL-förhandlingen med styrelsen i målföretaget avses ske innan någon rekommendation till aktieägarna lämnas. Samtidigt måste varje styrelseledamot ha yttrandefrihet innan dess. Ägarna har möjlighet att både yttra sig och sälja innan rekommendationen och MBL-förhandlingen avslutats.
5. Värdet av en förhandlingsrätt med målföretagets styrelse kan dessutom ifrågasättas. *Styrelsen kan endast rekommendera* bolagets ägare att agera på visst sätt.
6. Frågan är komplex. Majoriteten svävar också på målet när det gäller vad som kan uppnås. Många olika situationer kan inträffa i känsliga lägen.

Ifrågavarande förslag torde dessutom ge föga insyn och inflytande. Majoritetens förslag kan ytterst leda till att önskvärda ägar- och strukturförändringar i företag försvåras.

Vårt förslag

Vi delar uppfattningen att en förbättrad information till de anställda i "mål-företagen" är angelägen.

Det bör emellertid i första hand åstadkommas genom självreglering på marknaden, via inregistreringskontrakten vid börsen och genom Näringslivets börskommitté m.fl. Den internationella utvecklingen, när det gäller en ökad information kan också ge anledning till ändrade regler.

Om det visar sig att marknaden inte genom självreglering kan åstadkomma en ökad information måste andra åtgärder vidtagas.

Reservation av ledamoten Carl-Henrik Hermansson

I sina direktiv till ägarutredningen i maj 1988 att undersöka större företagsförvärv och företagssamgåenden i svenskt näringsliv undantog regeringen uttryckligen frågan om företagsförvärvens betydelse för maktkoncentrationen i samhället från utredningens uppdrag. Ägarutredningen har ytterligare avgränsat uppdraget så att det dels inte skulle avse utländska förvärv av svenska företag, dels heller inte svenska företags förvärv utomlands.

Dessa avgränsningar tar bort några av de mest intressanta aspekterna på hela koncentrations- och fusionsverksamheten inom näringslivet från ägarutredningens arbetsuppgifter. Det är synd därför att transnationaliseringen av den kapitalistiska ekonomin spelar en alltmer framträdande roll. De största fusionerna med de mest djupgående effekterna sker idag över gränserna. Att maktaspekten undantagits (med hänvisning till maktutredningen) är också beklagligt eftersom mycket av kritiken från olika håll av fusionerna gäller just den ökade makt de ger stora företag och finansgrupper. Det går överhuvud taget inte att bedöma effekten av fusionerna på marknads- och konkurrensförhållanden utan att ta med maktaspekten.

Avgränsningarna har gjort att det för ägarutredningen i huvudsak återstått att söka bedöma verkningarna av fusionsverksamheten på effektiviteten i näringslivet. Bedömningar av vad som bör förstås med ett effektivt näringsliv blir emellertid med nödvändighet alltid subjektiva. Utredningen hänvisar för sin del till studier som "utgår från att det ekonomiska värdet av förvärven återspeglas i förändringar i de inblandade företagens aktiekurser och visar att förvärven genomsnittligt sett leder till ett ökat värde på de berörda företagen". Eftersom det inte belagts att denna värdeökning kommit till stånd på bekostnad av företagens kunder, långivare, anställda eller samhället i stort har "slutsatsen dragits att företagsförvärven genomsnittligt sett

leder till ett effektivare utnyttjande av näringslivets resurser". Ägarutredningen ser företagsförvärv och andra former av kontrollägarskiftet som "ett inslag i, eller ett uttryck för, en fortlöpande övervakning av resursutnyttjandet i näringslivet".

Det är svårt att tillfredsställande mäta effektiviteten i utnyttjandet av näringslivets resurser. En kvantifierbar metod är den som utredningen hänvisar till, alltså studier av de i uppköp och sammanslagningar inblandade företagens aktiekurser. Den avgörande frågan är emellertid hur effektiv aktiemarknaden är när det gäller att uttrycka företagets effektivitet. Den kraftigt ökade koncentration av aktieäandet och ännu mera röstmakten i företagen till ett antal storägare, som ägarutredningen påvisat i sitt huvudbetänkande, påverkar också aktiemarknaden och gör att denna inte fungerar enligt idealbilden. Även förhållandet mellan ägare och företagsledning blir präglad av denna ägarkoncentration.

Allmänt talat förhåller det sig säkert så att uppköp och sammanslagningar av företag genomförs när de agerande kapitalisterna, kortsiktigt eller långsiktigt, förväntar sig en ökad avkastning på sitt kapital. Fusionsverksamheten, särskilt om fusionerna över gränserna också medtages, förefaller att bli alltmer omfattande och djupgående påverka allt större delar av samhälls-ekonomin och allt fler människor. På många håll ställs därför krav på någon form av samhällskontroll över de stora fusionerna och inom EG har nyligen antagits regler om direkt prövning genom EG:s myndigheter av stora fusioner.

Den viktigaste reformåtgärden gäller enligt min mening dock de anställdas inflytande i samband med uppköp och sammanslagningar av företag. Utredningen föreslår att de anställda i s.k. målföretag skall ha rätt till primär förhandling i enlighet med medbestämmandelagens regler om innehållet i bolagsstyrelsens uttalande i samband med ett offentligt uppköps-erbjudande. Detta är ett framsteg jämfört med gällande ordning, men helt otillräckligt. Beslutanderätten kommer även i fortsättningen att ligga enbart hos kapitalägarna.

Från fackföreningsrörelsen (t.ex. Svenska Metallindustriarbetareförbundet) har såsom refereras i utredningens betänkande framförts krav i syfte att garantera de anställda ett inflytande på förvärvsprocessen. Krav har ställts om en "rådrumslagstiftning" som skulle gälla både fusioner mellan svensk-ägda företag och utländska köparens förvärv av svenska företag.

Innebörden av lagstiftningen är förslagsvis att förvärv av företag med minst 200 anställda får fullföljas först 3 månader efter "uppflaggning" till regeringen. Under tiden kan samhälle, anställda, företagsledning och hittillsvarande aktieägare bilda sig en uppfattning om den nye köparen. Möjlighet skulle ges att mobilisera alternativa ägare om uppköpserbjudandet av fackliga organisationer, företagsledning eller samhället betraktas som "fientligt".

Även en sådan föreslagen ordning lämnar emellertid beslutanderätten i kapitalägarnas händer. Jag anser därför att vetorätt för de fackliga organisa-

tionerna genom lagstiftning måste införas vid företagsförvärv. Endast på detta sätt kan man i verkligheten föra ut principen att de anställda i ett företag bör ha minst lika stort inflytande som kapitalägarna.

Särskilt yttrande av Stig Carlsson, sakkunnig

Utredningen konstaterar att det inte går att dra några generella slutsatser av de genomförda fallstudierna. Företagsförvärv genomförs av en rad skiftande motiv och av fallstudierna går det inte att fastslå att något av motiven skulle vara mer frekvent än något annat. Ofta finns det flera motiv till förvärven och inte sällan ändras motiven under förvärvsförloppet.

När det gäller förvärvens effekter är i varje fall en effekt ständigt återkommande i fallstudierna. Det är att personalen i det företag som köps upp blir påtagligt frustrerade, oroliga och osäkra på vad köpet kommer att medföra för deras del. Detta är för övrigt ett förhållande som också bekräftas av forskning om strukturuomvandling och nedläggningar. Inom den fackliga rörelsen är problemet dessutom väl känt; strukturuomvandling innebär nästan alltid påfrestningar för de anställda som blir utsatta för den.

Det är därför glädjande att utredningen insett problemet och försökt göra något åt det. Det görs genom att personalen i det företag som blir föremål för ett offentligt uppköpserbjudande föreslås få rätt att kräva information om köparens planer för framtiden och att köparen ska ha skyldighet att lämna sådan information. Det förhållande som för närvarande råder, nämligen att de anställda i målföretaget praktiskt taget inte har några som helst demokratiska möjligheter i en förvärvssituation, är synnerligen otillfredsställande.

Det är inte bara ur demokratisk synpunkt otillfredsställande utan också i högsta grad improduktivt. Det kan inte för någon part eller ur samhällets synpunkt vara nyttigt att ett stort antal anställda som befinner sig i en uppköpssituation är besvikna, oroliga och kanske också omotiverade till en fullgod arbetsinsats. Det är istället påkallat att också i fråga om förvärv införa regler som i linje med traditionen på en välfungerande svensk arbetsmarknad ökar förståelsen och delaktigheten i beslut som kan vara obehagliga på kort sikt men ofrånkomliga och gynnsamma på lång.

Enligt min uppfattning borde därför utredningen gått något steg längre än den faktiskt gör.

För det första borde det köpande företaget, inte som föreslås den fackliga organisationen, vara den som tar initiativet. Sådant initiativ bör vara en obligatorisk skyldighet för köparen vid alla offentliga bud. Vidare bör det för att markera att det är fråga om ett *ömsesidigt* givande och tagande av information och utbyte av argument i lagtexten anges att det är fråga om *överläggningar* och inte envägsinformation.

Sammanfattningsvis är det således min mening att det köpande företaget vid offentligt bud ska ha *skyldighet* att begära *överläggningar* med de anställdas fackliga organisationer i målföretaget.

Särskilt yttrande av Gösta Karlsson, sakkunnig

Utredningen har genom sina fallstudier med all önskvärd tydlighet visat att ägarförändringar leder till nya ägarskiftet för många verksamheter en kort tid efter den första ägarförändringen. Kartläggningen har visat att ungefär hälften av arbetsplatserna vid förvärvstillfället senare har "sålts vidare" vid försäljningar som det köpande företaget gjort av delar av målföretaget i syfte att omstrukturera verksamheten eller att finansiera det första förvärvet. Utredningen har också beskrivit den oro som förvärven i sig föranleder hos de anställda i målföretagen.

Dessa förhållanden leder sammantaget till att de anställdas behov av information från den potentiella köparen innan en affär slutligen genomförs måste kunna tillgodoses på ett för de anställda godtagbart sätt. Jag anser också att det är en skillnad i informationsbehov till aktieägarna som vill få svar på frågan "är priset tillräckligt högt?" och de anställda som ställer frågan "vad händer med min arbetsplats inom den närmaste framtiden?"

Inriktningen på utredningens förslag är enligt min bedömning bra. Det krävs emellertid nu snabba åtgärder för att omsätta dessa förslag till verklighet. Den strukturomvandling som pågår kommer inte att vänta på att frågan om de anställdas och deras representanters möjligheter att påverka denna löses. Det är istället de arbetsrättsliga reglerna som måste hinna ifatt utvecklingen.

Utredningen har inte haft i uppdrag att diskutera detaljer i eller utformningen av den lagstiftning som blir nödvändig för att genomföra utredningens intentioner. Jag förutsätter att regeringen skyndsamt kommer att börja arbeta med att förverkliga de förslag som utredningen lämnar, och att det vidare arbetet sker i nära kontakt med arbetsmarknadens parter.

Särskilt yttrande av Jan Persson, sakkunnig

I avsnitt 7.2 av utredningens betänkande diskuteras i vilken utsträckning resultaten av de fallstudier som gjorts kan anses påkalla förändringar i de regler som inom olika rättsområden berör företagsförvärv. Ifråga om vissa förhållanden som där kommenteras under rubriken "Associationsrätt" vill jag hänvisa till mitt särskilda yttrande till utredningens huvudbetänkande (SOU 1988:38 sid 335).

Fackligt inflytande vid företagsförvärv

Allmänt

I avsnittet 7.2.2 omnämns de krav på rådrum och vetorätt vid företagsförvärv som framförts från fackligt håll. Mot bakgrund härav och genom vad som i övrigt sägs med avseende på arbetsrätten i denna del av betänkandet finner jag anledning att framhålla följande.

Företagsförvärv hör till de mest komplicerade händelserna i näringslivet. Det är aldrig fråga om rutinärenden, där det ena fallet är det andra likt. Skälen till att företag överläts eller förvärvas är många.

En bidragande orsak till att svensk industri kunnat hävda sig så väl i den internationella konkurrensen är att det funnits relativt gynnsamma förutsättningar för att genomföra även kraftfulla strukturrationaliseringar.

Ett villkor i sig, för att strukturrationalisering skall komma till stånd, är ofta att ett företag förvärvar ett annat. Skulle därför möjligheterna till sådana åtgärder försvåras innebär detta också att i och för sig önskvärda aktiviteter för strukturrationalisering i svenskt näringsliv skulle avta.

Ibland drivs en företagsöverlåtelse fram av en finansiell kris. Därvid är det självklart att förhandlingar om och verkställighet av överlåtelsen sker under stark tidspress. Utdragna överläggningar kan i sådana fall leda till att det företag som skall säljas inte kan få uppskov med betalningarna till sina borgenärer. Överlåtelsen kan då äventyras och därigenom också företagets fortsatta existens. Kan avtalsförhandlingarna inte genomföras snabbt och med för parterna bindande verkan återstår i regel endast alternativet nedläggning med åtföljande friställning av de anställda och ytterligare förluster för borgenärerna.

Också för det köpande företaget kan utdragna och osäkra diskussioner få allvarliga negativa verkningar, eftersom kapital kan bindas på ett mindre effektivt sätt under den tid diskussionerna pågår. Osäkerhet om möjligheterna att fullfölja köpet på sätt som avsetts kan leda till avhopp från påbörjade affärsuppgörelser.

Även i andra fall än då ekonomiska svårigheter finns med i bilden är det angeläget att ett samgående fullföljs snabbt. Information till leverantörer, kunder och aktiemarknadens intressenter måste kunna skötas så att dessa snabbt får förtroende för den nya företagsbildningen.

Gemensamt för nära nog alla företagsförvärv är således behovet av att det går att genomföra uppgörelsen med stor *snabbhet* och *sekretess*.

En förhållning av processen kan få starka negativa effekter i ett flertal hänseenden. Osäkerhet skapas hos anställda, parter, kunder, leverantörer, aktiemarknaden etc.

De fackliga krav på rådrum och vetorätt som omnämns i betänkandet skulle därför, om de realiserades, skada själva livsnerven i en företagsöverlåtelse och förhindra åtskilliga förvärv.

Utredningens förslag

Majoritetens förslag om förändringar i det arbetsrättsliga regelsystemet omfattar visserligen inte rådrum och vetorätt men får dock sådana konsekvenser att jag inte kan ställa mig bakom dem.

Vid företagsköp genom offentliga erbjudanden om aktieförvärv finns en naturlig tidsprocess som löper mellan budets offentliggörande och dess slutliga genomförande. Det kan då hävdas att en plikt för målbolagets styrelse

att med de anställdas representanter primärförhandla innehållet i rekommendationen till aktieägarna inte skulle medföra någon extra tidsutdräkt.

Emellertid måste man också beakta att en förhandling om rekommendationens innehåll skulle komma vid en för aktiemarknaden mycket känslig tidpunkt. Vilken kommentar styrelsen ger till budet kan ha stor inverkan på marknadens reaktion. Ju längre tid som förflyter mellan budets offentliggörande och styrelsens uttalande desto starkare kan oron bli.

Eftersom det får förutsättas att relativt många personer, på olika sidor, blir involverade både i förhandlingarna om innehållet i målbolagets rekommendation och i samband med den föreslagna direktinformationen från köparen till målbolagets anställda ökar risken påtagligt för att någon utomstående kan tänkas få tillgång till hemlig information om hur diskussionerna fortlöper.

Från aktiemarknadens utgångspunkter leder sålunda förslagen om primär förhandlingsskyldighet angående innehållet i styrelsens rekommendation och plikt för köparen att direktinformera de anställda i målbolaget till klart olämpliga konsekvenser. Dels skapas en stor osäkerhet på marknaden med åtföljande starka kursrörelser, dels finns risk för informationsläckage och därmed för otillbörligt utnyttjande av uppgifterna.

När det gäller förslaget om att köparen vid ett offentligt erbjudande redan när budet offentliggörs i ett pressmeddelande skall ange sysselsättnings effekter och andra, för de anställda, särskilt betydelsefulla konsekvenser av förvärvet finns anledning att framhålla följande. Erfarenheten visar att åtskillig kunskap och insikt kommer fram först efter det att ett företagsförvärv genomförts till fullo, varför de ursprungliga planerna behöver justeras. Möjligheten till insyn och fullödlig analys är ofta begränsade i budögonblicket.

Det är därför klart olämpligt, både i förhållande till köparen och till de anställda i målbolaget, att tvinga förvärvaren att ange sysselsättningseffekterna av köpet redan i pressmeddelandet. En sådan skyldighet kan göra större skada än nytta.

Ifråga om förvärv som sker på annat sätt än genom offentliga erbjudanden uttalar utredningens majoritet, att det också här är angeläget att statmakterna överväger åtgärder för att stärka de anställdas ställning i målföretaget. Dessa förvärvssituationer torde vara än mera beroende av sekretess och snabbhet, varför mitt tidigare resonemang här accentueras ytterligare.

Sammanfattningsvis menar jag att skifte av ägare till ett företag i flera fall kan medföra påtagliga effekter för de anställda. För att ägarskiftet skall genomföras smidigt och effektivt har köparen i eget intresse ofta kontakter med de anställda i det företag som skall förvärvas. Samtidigt är ett företagsförvärv en komplicerad händelse, där den ena affären sällan är den andra lik. Behovet av flexibilitet vid förvärvets genomförande är därför stort. Dessa förutsättningar försämrars om de förslag som utredningen nu lämnar blir genomförda. Lagregler för hur informationen skall ske riskerar att skapa ett fastlåst system samtidigt som det får påtagliga negativa effekter för kraven

på snabbhet och sekretess.

De anställda har representanter i målbolagets styrelse. De har också alltid möjlighet att ge offentlighet åt sin egen uppfattning efter det att ett förvärv offentliggjorts. Därtill kommer att köparen ofta självmant ger lämplig information och på annat sätt söker få med sig de anställda i målbolaget. Dessa omständigheter tillsammans med risken för de negativa effekter som skulle uppstå vid förslagets genomförande gör att utredningens tankar om en lagreglering av informations- och förhandlingsskyldigheten vid företagsförvärv inte bör förverkligas.

Appendix A

Kompletterande tabeller

Tabell A:1 Offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden under perioden 1980 – 1989, vilka inte fullföljts. Exklusive uppköpserbjudanden som i tabell 2:12 klassificerats som fientliga.

År	Målföretag	Köpare
1985	Percal ^a	Parlamentet
1986	Comcept ^b	Scanpartner
1986	Sonesson ^a	Fermenta
1988	Datalogic ^c	Cominvest
1988	Datatronic ^d	Proventus
1988	Round Office ^a	Polarator
1988	Småländska Industriprodukter ^b	Adamas AB
1989	Artin-Kores ^b	Mercurius
1989	Bruks (Acora) ^b	Mercurius
1989	Indevo ^a	Infina
1989	Skåne-Gripen ^a	Cardo
1989	Uddevalla Shipping ^c	Nordström & Thulin

^a Erbjudandet drogs tillbaka.

^b Erbjudandet framlagt efter kontrollägarskifte, ej avsett att leda till uppköp.

^c Målföretaget köptes av konkurrerande budgivare.

^d Köparen uppnådde ej tillräckligt stor andel av aktiestocken.

^e Partiellt erbjudande, vid vilket köparen ej uppnådde avsedd andel av aktiestocken.

Källa: Stora Huset AB.

Tabell A:2 Förvärv av aktiemarknadsföretag under perioden 1980 – 1989 utan offentligt uppköpserbjudande.

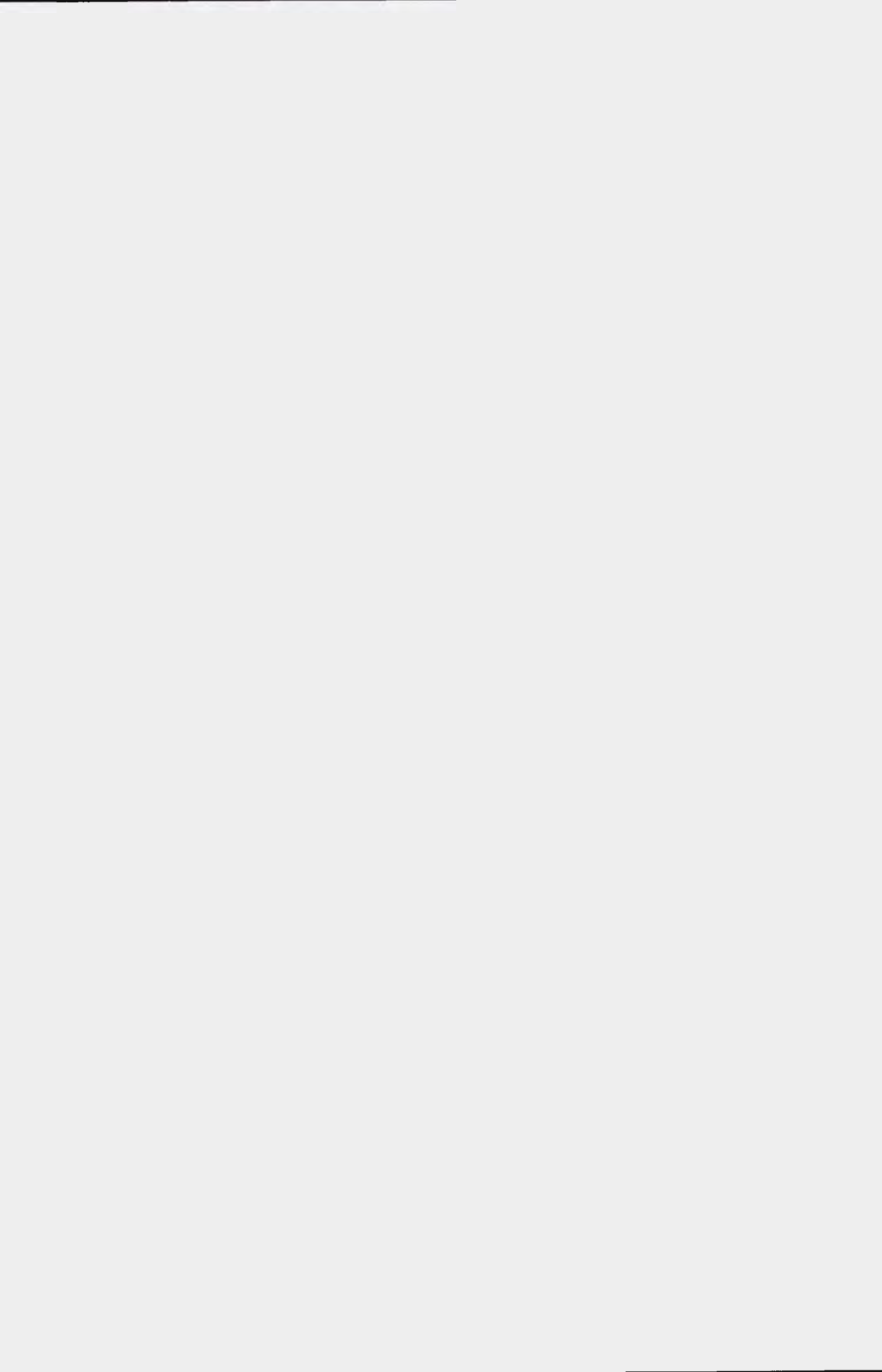
År	Målföretag	Köpare
1980	Kockums Jernverk	Beijerinvest
1986	Diab	Teleindustrier
1989	Opus	Custos

Källa: Stora Huset AB.

Appendix B

Bilagor till betänkandet

Nr	Titel	Författare
1	Skatter och företagsfusioner i Sverige	Karl-Markus Modén
2	Motåtgärder vid företagsförvärv	Anders Fällman
3	NO:s och SPK:s roll i samband med vissa företagsförvärv	Erik Nerep
4	Fackligt inflytande vid företagsköp	Gunnar Fond
5	Kontroll av företagsförvärv inom EG	Ulf Bernitz



Kommittédirektiv

Tilläggsdirektiv till utredningen (I 1985:04) rörande ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv

Dir. 1988:25

Beslut vid regeringssammanträde 1988-05-11

Statsrådet Peterson anför.

Mitt förslag

Jag föreslår att utredningen (I 1985:04) rörande ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv får i uppdrag att beskriva och analysera utfallet av ett tiotal större företagsförvärv och fusioner i svenskt näringsliv.

Bakgrund

Företagsförvärv och fusioner har, med varierande intensitet alltid förekommit i det svenska näringslivet. Bland aktiemarknadsföretagen har under senare år en betydande ökning av förvärvs- och fusionsaktiviteten kunnat noteras och mycket tyder på att storleken på de inblandade företagen ökat. Denna utveckling har varit särskilt påtaglig under det senaste halvåret.

Förvärv och fusioner kan genomföras exempelvis i syfte att uppnå stor-driftsfördelar i produktion, distribution eller forskning och utveckling. Andra motiv kan vara att skaffa sig större andelar på inhemska eller utländska marknader. Förvärv och fusioner kan även motiveras av riskspridningsskäl.

I grunden är företagsuppköp ett resultat av att olika aktörer på marknaden värderar och avser att utnyttja företagets tillgångar på olika sätt. Detta kan ibland leda till att finansiella eller fasta realiserbara tillgångar frigörs ur det förvärvade företaget och används för andra investeringar eller för utdelning till aktieägare. Förvärven kan också helt eller delvis vara resultat av skattemässiga överväganden. Företag med stora vinster kan exempelvis vara intresserade av att förvärva företag med ackumulerade förlustavdrag som kan utnyttjas för att reducera den egna beskattningsbara vinsten.

Att företag byter ägare är ett vanligt inslag i en marknadsekonomi där flertalet större bolag låtit börsnotera sina aktier. Det kan också vara ett viktigt led i näringslivets struktumvandling, förnyelse och tillväxt. Resultatet av förvärven kan emellertid i vissa fall bli en försämrad samhälls-ekonomisk effektivitet. Förvärven kan exempelvis medföra en försvagad konkurrens mellan företagen på produktmarknaden med höjda priser och välfärdsförluster för konsumenterna som följd. Konkurrenslagen (1982:729) innehåller särskilda regler om företagsförvärv på den svenska marknaden. Förvärv som leder till att ett företag får en dominerande ställning på marknaden kan prövas av näringsfrihetsombudsmannen och i sista instans av marknadsdomstolen. Lagen är av förhandlingskaraktär. Näringsfrihets-

ombudsmannen (NO) och statens pris- och kartellnämnd (SPK) följer som underlag för sin prövning frågor som rör marknadskoncentrationen i Sverige.

Utländska investeringar i Sverige och svenska företags investeringar i utlandet ger svensk industri tillgång till bl. a. utländska produkt- och finansmarknader samt avancerad teknik. Internationella investeringar kan emellertid också leda till ett internationellt beroende. Regeringen har bemyndigat mig att tillkalla en särskild utredare för att kartlägga utvecklingen i vissa av de svenska företag som förvärvats av utländska intressen. Den s. k. företagsförvärvsutredningen (I 1986:02) skall redovisa sitt arbete under slutet av år 1988. Kontrollen av utländska förvärv av svenska företag regleras i den s. k. företagsförvärvslagen (1982:617). I prop. 1986/87:74 redovisade jag grunderna för att bevilja tillstånd enligt företagsförvärvslagen. Redovisningen antogs utan erinran av riksdagen (NU 30, rskr. 271).

I maj 1985 tillkallade jag efter regeringens bemyndigande en parlamentarisk kommitté med uppgift att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv. Den s. k. ägarutredningen skall kartlägga förändringar i ägar- och inflytandestrukturen under den senaste tioårsperioden, analysera orsakerna till dessa förändringar samt analysera effekterna av förändringarna på enskilda företags effektivitet, kapitalförsörjningen inom industrin och fördelningen av kapital mellan branscher och företag. I ägarutredningens uppdrag att analysera effekter av ägarstrukturförändringar i det svenska näringslivet ingår således redan i dag företagsförvärv och fusioner. Utredningen skall avlämna sitt huvudbetänkande hösten 1988.

Mot bakgrund av vad jag tidigare sagt angående utvecklingen av företagsförvärven under senare år anser jag emellertid att det finns behov av att på en mer detaljerad nivå beskriva motiven bakom och konsekvenserna av några större företagsförvärv och fusioner i svenskt näringsliv. Med utgångspunkt i den metod och de resultat som ägarutredningen presenterar i sitt huvudbetänkande bör utredningen närmare analysera ett tiotal förvärv eller fusioner i näringslivet.

Utredningsuppdraget

Utredningen skall inledningsvis översiktligt kartlägga förvärv och fusioner under 1980-talet. Möjlighet finns därvid att utnyttja bl. a. SPK:s uppgifter om företagsförvärv och insamlat material i samband med en kartläggning från statens industriverk om uppköp av familjeägda företag (SIND 1986:5) samt statens industriverks analyser av storföretagens utveckling.

Utredningens huvudsakliga uppgift skall vara att i fallstudier behandla ett tiotal större förvärv och fusioner. En första del i dessa fallstudier bör vara att redovisa de motiv som anförts till förvärven. Särskild vikt bör därvid läggas vid skattemässiga motiv. Uppgifter om förvärvs- och fusionsmotiven skall i möjligaste mån hämtas direkt från inblandade parter och från fristående bedömare som deltagit i eller analyserat de enskilda fallen. Källor för detta kan vara uttalanden och analyser i tidskrifter, årsredovisningar, emis-

sionsprospekt samt intervjuer, enkäter m. m.

Som ett andra led i fallstudierna skall förvärvens konsekvenser på olika nivåer i samhället och i olika tidsperspektiv belysas. Utredningen skall kartlägga utvecklingen efter förvärven och ställa denna mot de bedömningar som gjordes före förvärven. Utredningen skall också kartlägga bl. a. produktions- och sysselsättningsutvecklingen i de enheter som avyttrades eller gavs låg prioritet inom den nya företagsstrukturen. I det sammanhanget bör också belysas huruvida finansieringsbilden i de inblandade företagen förändrats på ett sätt som kan stå i strid med en långsiktigt gynnsam industriell och kommersiell struktur. Även i denna del kan utredningen utnyttja den typ av källmaterial som används för att identifiera motiven.

Utredningen bör vidare belysa i vilken utsträckning NO och SPK i enlighet med gällande regler påverkat utvecklingen i samband med förvärven och fusionerna.

Uppdraget skall avslutas med en samlad analys mot bakgrund av de studerade fallen, varvid kommittén, om den finner anledning till detta, bör ange de områden inom vilka en översyn av gällande regler bör företas.

Frågan om en maktkoncentration i samhället i ett allmänt medborgarperspektiv utreds av den s. k. maktutredningen (Ju 1985:02) och skall därför inte behandlas inom ramen för ägarutredningens arbete.

Vid genomförande av fallstudierna kan utredningen repliera bl. a. på de utredningsresurser som finns vid statens industriverk. Regeringen bör därför lämna utrymme för detta i den utredningsplan för budgetåret 1988/89 som regeringen senare fastställer för statens industriverk.

Utredningen bör i sitt arbete samråda med pågående skatteutredningar, företagsförvärvsutredningen, maktutredningen, näringsfrihetsombudsmanen och statens pris- och kartellnämnd.

Uppdraget bör redovisas senast den 30 juni 1989.

Hemställan

Jag hemställer att regeringen uppdrar åt utredningen (I 1985:04) rörande ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv att, efter avlämnande av sitt huvudbetänkande, komplettera sitt arbete i enlighet med vad jag nu har anfört.

Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och bifaller hans hemställan.

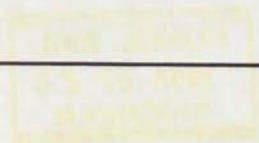


KUNGL. BIBL.
1990-02-23
STOCKHOLM

Statens offentliga utredningar 1990

Kronologisk förteckning

1. Företagsförvärv i svenskt näringsliv. I.



Statens offentliga utredningar 1990

Systematisk förteckning

Industridepartementet

Företagsförvärv i svenskt näringsliv. [1]

