

Det fientliga budet på Skandia

Teoretisk sammanfattning

Den här fallstudien berör sydafrikanska Old Mutuals fientliga bud på det svenska försäkringsbolaget Skandia 2005. Den ingår en avhandling om internationella fientliga bud på Stockholmsbörsen under högkonjunkturåren 2004-2008.¹ Genom att blanda modern finansteori, företagsekonomi och juridik möjliggörs en tvärvetenskaplig analys av den starka roll som aktieägarna har i styrningen av svenska börsföretag.

Utgångspunkten i Skandiasstudien är själva idén med aktiebolaget som en värdeskapande organisation till gagn för samhället.² Uppköpet av Skandia blir med det här synsättet ett exempel på att utgången i en budstrid kan ha ganska lite att göra med kapitalmarknadens teori om en effektiv marknad för företagskontroll (Manne, 1965), dvs. en marknad där budstrider möjliggör för "bättre" företagsledare att vinna över "sämre" företagsledare, med något slags övergripande mål att skapa värde för samhället. Teorin lades till grund för EUs uppköpsdirektiv som började ta form under 1990-talet och kom att ha betydelse för utvecklingen av både uppköpsregler och synen på olika bolagsstyrningsmodeller i Europa och Sverige. Reglerna blev ett EU-direktiv 2004.

Skandiasstudien visar att teorin om en effektiv marknad för företagskontroll inte fungerar som tänkt på den europeiska uppköpsmarknaden. Det beror på att den utvecklats utifrån en amerikansk bolagsstyrningsmiljö med spritt aktieäggande och starka företagsledning som även sitter med i styrelsen (Berle och Means, 1932). I en sådan miljö uppstår ett speciellt informationsgap mellan aktieägarna, som är små och saknar både kunskap och förmåga att styra bolaget och styrelsen, som sitter på både information och makt. Det brukar uttryckas som att det finns asymmetrisk information och att det uppstår agentkostnader (Fama och Jensen, 1983) där en aktiv marknad för företagskontroll kan fungera som ett bolagsstyrningsinstrument

¹ Fallstudien bygger på en doktorsavhandling av Sophie Nachemson-Ekwall (2012) *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers. Shareholder-value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*. SIR och Center for Governance and Management Studies at SSE. Skandia-studien finns i sin helhet i *Corporate Governance in Financial Modern Capitalism; Old Mutual's hostile takeover of Skandia* (Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand, 2010). Sophie.nachemson-ekwall@hhs.se; +46-730703951.

² Ett organisationsteoretiskt synsätt som bla beskriver beslutsfattande när det råder ofullständig information, exempelvis i ett bolag, finns i Simon (1957) och Sjöstrand (1995).

som säkerställer att styrelsen och företagsledningen hela tiden agerar med aktieägarnas bästa för ögonen (annars riskerar ju bolaget att bli utsatt för ett fientligt bud och företagsledningen får sparken).

I Sverige ser ägarmiljön annorlunda ut. Här har det istället funnits en tradition med starkt kontrolläggande och en tydlig uppdelning mellan styrelse och företagsledning. Även här finns det informationsproblem, men då rör det relationen mellan kontrollägaren, som sitter i styrelsen och ofta har ordförandeposten, och övriga aktieägare. Sverige har alltså en bolagsstyrningsmodell med starkare aktieägarfokus än det amerikanska. Sverige har även starkare aktieägarfokus än Storbritannien, som i likhet med USA brukar beskrivas som marknadsorienterat. Det här syns också i den internationellt sett unika sammansättningen av den svenska valberedningen som helt utgår från aktieägarna.

Skandias studien ger en bild av vad det här kan betyda i praktiken. Studien beskriver en uppköpsprocess av ett svenskt bolag med just en spridd aktieägarstruktur men med svensk bolagsstyrning och svenska uppköpsregler. Skandias studien speglar den pådrivande roll som numera intas av mellanhänder, som investmentbanker och jurister, liksom svenska styrelser svårighet att hantera en budsituation. Studien visar också att de institutionella investerarna inte är rationellt vinstmaximerande och bara passivt säljer och köper aktier till vem som helst på så sätt som förespeglas i teorier om effektiva kapitalmarknader (Miller och Modigliani, 1958). Istället följer de olika kvalitativa och kvantitativa regler som bygger på portföljförvaltning, olika index och begränsningar i placeringsregler. Det här har gjort dem notoriskt kortsiktiga – och emellanåt förutsägbara – i sin placeringsstrategi.

Avhandlingen innehåller även en analys av de tre fallstudierna i relation till revideringen av de svenska uppköpsreglerna 2009. I fallet Skandia visar den bl.a. att problematiken med styrelsens passiva roll och kortsiktigheten på aktiemarknaden inte åtgärdats. Istället har aktieägarorienteringen stärkts ytterligare.

Själva Skandias studien bygger på en bok av tre forskare på Center for Governance and Management Studies på Handelshögskolan i Stockholm, professor Sven-Erik Sjöstrand, docent Markus Kallifatides samt ekonomie doktor Sophie Nachemson-Ekwall. Här räcker det att säga att studien byggde på intervjuer med ett hundratal personer, vilket gjorde det möjligt att rekonstruera en detaljerad beskrivning av krafterna och rationaliteter hos olika aktörer, inklusive Skandias styrelse.

Skandia studien

figur 1. Skandia-aktien



Kallifatides et al. (2010), sid 50.

Det brittiskt-sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutuals bud på sparkoncernen Skandia i september 2005 var ett av de största internationella fientliga buden i Europa under högkonjunkturen som föregick den globala finanskraschen 2008.

Det fanns goda skäl för Old Mutual att vilja komma över ett snabbväxande sparbolag i Europa. Det skulle dra ner exponeringen mot Sydafrika som allmänt sågs som osäkert för placerare på den internationella kapitalmarknaden. Ett större Old Mutual skulle dessutom ingå i det index som de stora institutionella placerarna skuggade i Europa. Viktigt i sammanhanget var också att Old Mutual vid tidpunkten hade en stark kassa och pressades att antingen skifta ut pengar till aktieägarna eller investera dem i ett förvärv.

tabell 2. *Konkurrenslandskapet*

europiska försäkringsbolag, 2004	förvalt kapital, mdr £
Allianz (Ty)	770
AXA (Fr)	630
ING (Be)	370
Aviva (Eng)	300
Generali (It)	240
AEGON (Ho)	220
Prudential (Eng)	200
L&G (Eng)	180
Old Mutual (Eng/SA)	160
Skandia (Sv)	50

Kallifatides et al. (2010), sid 43.

Samtidigt utgjorde Skandia något av den perfekta uppköpskandidaten. Skandia hade bedrivit en framgångsrik sparrörelse och sett aktiekursen skena kring millenniumskiftet. Men sedan kom IT-kraschen som drog med sig Skandia i fallet och tvingade fram en försäljning av det tidigare så framgångsrika dotterbolaget i USA, American Skandia. I mars 2000 – på toppen av It-bubblan – hade Skandia ett börsvärde på 250 miljarder kronor. Skandia värderas då tolv gånger bokfört kapital. Börsvärdet sjönk därefter ner till som lägst 11 miljarder kronor. Skandia kom att beskrivas som ett europeiskt Enron, det amerikanska energibolaget som kraschade ungefär samtidigt, och där chefer både berikat sig och manipulerat redovisningen.³

Våren 2004 hade Skandia ny styrelse och ny företagsledningen. Aktien hade återhämtat sig lite och värdet låg kring 30 miljarder kronor men aktiekursen sågs av många aktörer på kapitalmarknaden som pressad. Rörelsen var i och för sig på väg åt rätt håll men bolagsstrukturen haltade. En stor del av verksamheten låg i Storbritannien och där saknade den svenska bolagsledningen full kontroll. Samtidigt led verksamheten i Sverige av att vara uppdelad mellan en börsnoterad sparrörelse och en ömsesidig livförsäkringsrörelse i form av Skandia Liv.

³ Enron-kraschen 2001 utgjorde den största amerikanska företagsskandalen i spåren av it-bubblan. Den ledde till hårdare regler för börsbolag genom den s.k. *Sarbanes-Oxley Act* 2003. I Sverige bidrog Skandia till att Sverige fick en bolagsstyrningskod 2004, som ett av de sista länderna i Europa.

Dessutom var ägarbilden öppen. Skandia saknade A-och B-aktier som annars varit ett vanligt kontrollinstrument i svenska börsbolag. Därtill hade tidigare storägare, som svenska Industrivärden, finska Pohjola och finska Sampo, sålt sina aktier. Institutionella investerare, med förhållandevis små aktieposter och ofta kortsiktig placeringshorisont, hade 2004 full kontroll över Skandias styrelsetillsättning.

Valberedningens sammansättning ändrades vid flertalet tillfällen och kom tillslut att bestå av representanter från fyra svenska institutionella placerare. I mars 2004 utgjordes dessa av SEB fonder (4.2 procent), Swedbank Robur (3.9 procent), Andra AP-fonden (2.5 procent) samt Handelsbanken (2.4 procent). Sammantaget kontrollerade tio svenska institutionella investerare ungefär 20 procent av aktierna. I november 2003 hade de bara ägt sex procent.

tabell 3. Skandias ägarstruktur

aktieägare	december 2000 (%)	aktieägare	mars 2004 (%)
utländska ägare	56	SEB fonder	4.2
Pohjola Group (Fi)	10.5	Swedbank Robur	3.9
Industrivärden	4.8	AP2	2.5
Robur fonder	3.3	SHB fonder	2.4
AMF	2.5	Singapore	1.7
		Alecta	1.4
		Nordea fonder	1.3
		AP4	1.1
		AP1	1.1
		Fidelity fonder (USA)	0.8
		10 största	20.4
		Börsvärde, mdr kr	30

Källa: SIS Ägarservice (2000–4)

Våren 2004 utsågs en ny namnkunnig styrelse i Skandia. Nye ordförande Bernt Magnusson⁴, med en bakgrund som omstrukturerare av svensk basindustri, tolkade sitt uppdrag som att lyssna på önskemålet från de två tongivande ledamöterna i valberedningen, SEB Fonder och Andra AP-fonden, med tillsammans åtta procent av kapitalet. Dessa ansåg att det bästa var att Skandia hamnade i en stabil ägarmiljö, genom en avyttring av bolaget i sin helhet eller i delar. Bernt Magnusson hade här gott stöd i vice ordförande Björn Björnsson.

Flera av Skandias ledamöter förespråkade samtidigt ett styrelsearbete inriktat på att bygga en för Skandia långsiktigt hållbar strategi. Det var så nye Vd:n Hans-Erik Andersson resonerade. På ett styrelsemöte i augusti 2004 fattades det beslut om Skandia som "stand-alone". En eventuell strukturaffär skulle då bli aktuell först när Skandias vändning syntes tydligt i resultatet och förhoppningsvis då återspeglas i en höjd aktiekurs.

I Skandia blev rollfördelningen mellan vd, styrelse och aktieägare därför otydlig. De vanliga ledamöterna hade problem med att finna sina roller. Styrelse-arbetet blev tu-delat. Exempelvis anlätade ordförande och vice ordförande investmentbanken Morgan Stanley som rådgivare för att skissa på en strukturaffär utan att ha stämt av ordentligt med hela styrelsen.

Senhösten 2004 använde styrelseordförande media för egna utspel kring en möjlig strukturaffär. Bland annat gav Bernt Magnusson en intervju i Sveriges ledande morgontidning (Dagens Nyheter, Gripenberg och Lucas, 2004, 2 december). Därefter började olika finansiella rådgivare positionera sig för att kunna delta i en eventuell affär. På finansjargong var Skandia 'satt i spel'.

I den här miljön lockades aktivistfonden Cevian med den kände aktivisten Christer Gardell in som ägare. Under vintern marknadsförde Gardell sina idéer kring Skandia för olika investerare. Han pekade på att Skandia kunde vara värt så mycket som 60–70 miljarder kronor, en fördubbling jämfört med dåvarande börskurs. Cevian fick stöd av olika aktieägargrupper i Sverige, såväl som hedgefonder i Storbritannien och isländska investmentbolag.⁵ På årsstämman våren 2005 valdes Gardell in som ledamot i Skandias styrelse.

När Old Mutual dök upp som intressent strax efter årsstämman 2005 försattes Skandias styrelse i en svår sits. Budet, som presenterades som vänligt sinnat

⁴ Nyvalda var Kajsa Lindståhl, med bakgrund i de etiska fonderna Banco fonder, Swedbanks tidigare vd Birgitta Johansson-Hedberg, Karl-Olof Hammarkvist, med bakgrund från Skandia och Nordea samt de två industrialisterna Lennart Jeansson, Volvo, samt Anders Ullberg, SSAB. Vice ordförande och finansmannen Björn Björnsson valdes in tidigare.

⁵ Dessa var Burdaras och Kaupthing, två aktörer som bidrog till den isländska bankkrisen 2008.

och förväntades hamna på över 45 kronor – långt över börskursen - läckte ut. Det gjorde det svårt för styrelsen att neka Old Mutual att gå igenom räkenskaperna – en så kallad due diligence – i konkurrens med andra aktörer. Morgan Stanley fick i uppdrag att sätta ihop olika budkonsortier som skulle kunna lägga bud på hela eller delar av Skandia.

Under sommaren fortskred emellertid arbetet långsamt. Endast Old Mutual var intresserat av att köpa hela Skandia. I juli tog Björn Lind, chef för SEB fonder och ordförande i valberedningen och Christer Gardell från Cevian kontakt med Skandias största utländska ägare, det amerikanska fondbolaget Fidelity International för att sondera hur starkt deras stöd var för en affär. Strax därefter tog Fidelity kontakt med ordförande Bernt Magnusson för att uttrycka sitt stöd för en affär. Denne föreslog att Fidelity skrev brev till styrelsen. Brevet lästes upp för styrelsen, men utan att Magnusson och Gardell berättade om turerna som förgått det. Majoriteten i styrelsen förblev skeptisk.

Ju längre fram sommaren fortskred desto tydligare blev det att tre ledamöter i styrelsen – ordförande Magnusson, vice ordförande Björnsson och Gardell förordade en strukturaffär i närtid där ett självständigt Skandia blev till ett fall-back alternativ medan övriga ledamöter såg ett värde i att fortsätta utveckla Skandia som självständigt bolag.

Old Mutual lyckades aldrig få styrelsens samlade stöd för ett bud. I slutet av augusti 2005 överlät en splittrad Skandiestyrelse istället åt aktieägarna att själva ta ställning till ett publikt bud, som då justerats ned till strax under 42 kronor. Affären presenterades den 2 september. Splittringen i styrelsen blev däremot publik först den 7 oktober när det blev känt att majoriteten av ledamöterna var emot en affär med Old Mutual. Magnusson ersattes på ordförandeposten av Lennart Jeansson. Det stoppade inte Old Mutuals planer.

Det skulle visa sig att det svenska regelverket kring uppköp, som säger att en styrelse ska förhålla sig passiv i en budsituation och avge en rekommendation senast två veckor innan ett bud gått ut, i sig gör ett fientligt uppköp relativt lätt att genomföra. Först visade det sig att en stor del av de ursprungliga institutionella investerarna, svenska såväl som utländska, hade sålt av sina aktier när väl Old Mutuals bud låg i marknaden och Skandias aktiekurs stigit. De här institutionella placerarna valde att inte avvakta styrelsens rekommendation. Köparna var istället olika hedgefonder som gjorde arbitrageaffärer mellan Old Mutual-aktien och Skandia-aktien.⁶

⁶ I det slutliga budet gjorde Old Mutual en nyemission till sina aktieägare och höjde aktieandelen till Skandias aktieägare.

Det här var också ett beteendemönster som Old Mutuals rådgivare hade räknat med. Old Mutual hade anlitat Merrill Lynch och Deutsche Bank som hade erfarenhet av en rad internationella bud mellan europeiska bolag. I de här affärerna hade det varit viktigt att hitta en modell för att förmå de ursprungliga institutionella placerarna att sälja av och för det behövdes ett bud som bestod av en stor aktieandel. Det skulle locka in hedgefonder som kunde handla på prisskillnaden mellan budbolag och uppköpsbolag.

tabell 4. Skandias ägarstruktur

aktieägare	november 2005 (%)	syn på OM
Fidelity fonder	9	ja
CSFB	5.4	ja
Paulson & Co	5.1	ja
Noonday	4.9	ja
AP2	3.5	nej
Cevian Capital	3.4	ja
Swedbank Robur	2.4	nej
SHB fonder	2.1	nej
Nordea fonder	2.0	nej
Straumar-Burdaras	1.6	ja
Aktiespararna fullmakter	3.8	nej
Third Avenue	0.9	nej

Källa: SIS Ägarservice (2004–5)

Sedan visade det sig att styrelsens försvarsdokument som släpptes under senhösten 2005, istället för att locka kvar gamla aktieägare, gjorde hedgefonder ännu mer intresserade av att köpa Skandiaaktier. Försvarsdokumentet, som skrivits tillsammans med investmentbanken Goldman Sachs, tecknade ett Skandia med goda framtidsutsikter vilket för hedgefonder betydde att chansen att Old Mutual skulle fullfölja budet ökade. Det lugnade även de institutionella placerare, varav många i Sydafrika, som varit skeptiska till Old Mutuals bud.

Lika illa blev det när Skandias nye ordförande Jeansson åkte till London för att tala direkt med Old Mutuals ordförande. Det visade sig att denne inte hade någon som helst avsikt att ingripa mot vd Jim Sutcliffes planer eftersom det skulle avvika från kutym i brittisk bolagsstyrning där ordförande inte ingriper i affärsverksamheten lika enkelt som i en svensk styrmiljö.

Under senhösten försökte Skandias styrelse och olika svenska intressenter attrahera investerare som skulle kunna lägga ett motbud och ta rollen som ”vit riddare”. Samtal fördes bland annat med det ömsesidigt ägda Skandia Liv men en affär avfärdades som för riskfylld ur ett portföljallokeringsperspektiv.⁷ Dessutom kom hedgefonderna, i enlighet med regler för hur en valberedning ska sättas samman, att få uppdraget att föreslå ledamöter till årsstämman våren 2006. En hedgefond – Paulson – hade köpt på sig så mycket aktier att den fick vara ordförande i valberedningen. Det betydde att den aktör som var ytterst ansvarig för att utse styrelse saknade långsiktigt intresse av Skandia.

Under senhösten och vintern 2006 försökte en grupp institutionella placerare med stöd av Aktiespararnas riksförbund, representerandes ungefär 15 procent av aktierna, stoppa en affär. Det misslyckades. Bland annat valde Old Mutual att sänka acceptansgraden för sitt bud från 90 procent till 50 procent av aktierna, vilket minskade risken i hedgefondernas arbitrageaffärer.

Det visade sig också att det svenska regelverket för minoritetsaktieägare i försäkringsbolag var svagare än det regelverk som fanns för aktiebolag. I Sverige går det att tillsätta en minoritetsrevisor om det råder oenighet mellan olika aktieägargrupper. Men det gällde vid den aktuella tidpunkten inte i försäkringsaktiebolag. Det utnyttjade Old Mutual. Dessutom var flera svenska institutionella placerare, som olika fondbolag, förhindrade att äga aktier i icke noterade bolag, vilket gjorde dem till automatiska säljare när Old Mutual började hota med att ta bort Skandia från börserna. I mars 2006 hade Old Mutual till slut tagit kontrollen över Skandia. Eftersom börskursen på OM stigit så köptes de sista aktierna för 52 kronor styck. Vd Hans-Erik Andersson byttes ut mot en chef från Old Mutual.

Analys

Empirin till Old Mutuals fientliga bud på Skandia 2005 och den beskrivna konflikten under budstriden pekar mot tre parallella teman som kan sägas styra en fientlig internationell budprocess på en modern kapitalmarknad med finansiella aktörer:

⁷ I december 2011 sålde Old Mutual Skandias nordiska verksamhet till Skandia Liv.

1. Skillnader i länders bolagsstyrningsmodeller

I USA har en styrelsen att se till företagets bästa i samband med ett uppköp, samtidigt som det finns skyddsmekanismer av olika slag. I Storbritannien och övriga Europa finns en tydlig tröghet i styrelsetillsättningen och det är ovanligt att institutionella investerare presenterar egna kandidater till styrelsen.

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

I Skandia ledde detta till att styrelsen effektivt kom att splittras. När Old Mutuals bud presenterades i september 2005 fanns det olika synsätt i styrelsen. Gränsdragningen mellan ståndpunkterna är inte hårfin men det skulle kunna beskrivas som att det fanns tre ståndpunkter representerade i styrelsen:

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

I takt med att budstriden utvecklades kom förhållningsättet mellan långsiktigt aktieägarvärde och intressentintresset att sammanfalla. Det kan sammanfattas i idén att "ett oberoende Skandia är bra för Stockholms kapitalmarknad". Utfallet blev dock ett annat, eftersom det visade sig att bärarna av idén om att maximera aktiekursen kortsiktigt hade ett starkt stöd både hos olika mellanhänder, som investmentbanker, och de institutionella investerarna.

2. Kortsiktigheten bland institutionella aktieägare.

Idén om rationella investerare som agerar på effektiva marknader fungerar inte i praktiken. Många institutioner följer index snarare än bolag och saknar möjlighet till långsiktighet i ägarstyrningen. Delvis är det en följd av lagstiftning, men det verkar även vara en följd av incitamentsprogram och idéer om vad som utgör en sund kapitalförvaltning. När styrelsen sa nej till budet i Skandia var stora delar av aktieägarbasen utbytt från pensions- och aktiefonder till olika arbitragefonder.

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

3. Regler/ Kultur/ Moralarbitrage.

Aktörer drar fördel eller har nackdel av de olika regelverk som vuxit fram kring olika länders bolagsstyrning. Det rör uppköp-, budplikts- såväl som neutralitetsregler. Smarta aktörer arbitrerar mellan olika system. Skandia kom här i kläm mellan ett bud drivet av amerikanska investmentbanker och kunniga affärsjurister, med tillämpning av brittiskinspirerade uppköpsregler, i ett bolag med svensk bolagsstyrning.

I Skandiaaffären utnyttjade Old Mutual möjligheten att kräva en *due diligence*. Metodiken är amerikansk och fungerar inte bra i en svensk miljö där styrelsens legala skyldighet att medverka till en due diligence-process kan uppfattas som oklar. I Skandia pågick due diligence-processen under flera månader, vilket i slutändan gjorde budet till en självspelande process. Andra exempel var investmentbanken Morgans arbets arbete med ett utlåtande kring en affär, en så kallad *fairness opinion* som skulle ge extra betalt om ett bud gick igenom. Proceduren har brister i en svensk styrmiljö där en styrelse som öppnat böckerna kan tappa kontrollen över processen.

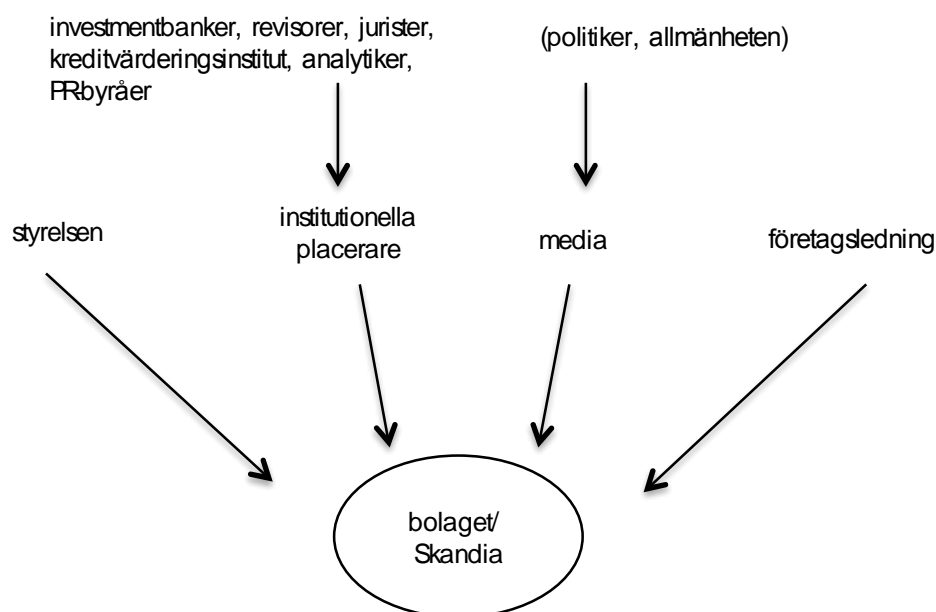
Därtill skiljde sig styrelsernas mandat åt. Old Mutuals ledamöter agerade mer självständigt mot sina aktieägare, i linje med brittisk bolagsstyrning, och gav större frihet åt sin vd jämfört med Skandias styrelse.

Old Mutual använde sig av tvångsfusionsregeln. Vid tidpunkten för Skandiaaffären kunde en budgivare efter att ha fått kontroll över 66,7 procent av

aktierna driva igenom en fusion mellan moderbolaget och dotterbolaget utan stöd från minoritetsaktieägarna. Detta berodde på en anpassning av aktiebolagslagen till nya EU-regler runt millennieskiftet som bortsett från några egenheter i den svenska aktiebolagslagen. I Sverige visade sig tvångsfusionen utgöra ett tydligt brott mot det svenska minoritetsskyddet som kräver 90 procent anslutning från aktieägarna för att det ska kunna bli aktuellt med en avnotering.

Fallet Old Mutual-Skandia speglar också ett antal händelser som kan beskrivas som "moral arbitrage" så till vida att en del aktörer gjorde sådant som andra, av en eller annan anledning, ansåg som oacceptabelt. Hit hör den anställde på Cevian som i maj 2005 läckte till media att Old Mutual planerade att bjuda mellan 45 och 48 kr för Skandia. Ett annat exempel var kontakterna mellan Skandias valberedning, styrelseledamoten Christer Gardell, den största aktieägaren Fidelity och Skandias ordförande Bernt Magnusson i juli 2005. Användandet av orden 'vänligt sinnat bud' och 'fientligt bud' väcker också frågor. När Old Mutual kontaktade Skandia sökte de styrelsens stöd. När det uteblev presenterades budet iallafall. Det går bara att spekulera i vad som hänt om Old Mutual från början sagt att ett bud skulle presenteras oavsett vad styrelsen tyckte. Därtill var ordförande och vice ordförandes relation med investmentbanken Morgan Stanley inte var fullt ut kommunicerad till hela Skandias styrelse.

figur 2. aktörer och krafter (den informella bolagsstyrnings hierarkin)



Fritt efter Kallifatides et al (2010), sid 44.

Slutsats

Old Mutual-Skandiaaffären var resultatet av en av de större internationella budstriderna i Europa under den senaste högkonjunkturen. Affären kan fungera som exempel på brister som finns på den svenska kapitalmarknaden när det gäller dess förmåga att gynna ett långsiktigt värdeskapande. Istället är Old Mutuals förvärv av Skandia ett exempel på hur enkelt det blivit för investerare med fokus på kortsiktigt aktieägarvärde att ta makten i ett bolag med spritt ägande och därmed försvåra styrelsens uppdrag att arbeta för ett långsiktigt värdeskapande. Old Mutual-Skandiaaffären speglar tydligt den pådrivande roll som numera intas av mellanhänder som finansiella rådgivare och jurister.

Old Mutuals fiendliga bud på Skandia ska inte ses isolerat. Det genomfördes en rad fiendliga bud under den förra högkonjunkturen. Det ledde till att de svenska uppköpsreglerna reviderades 2009. Flera problem åtgärdades, som att en investmentbank inte längre får uttala sig om en affär och samtidigt få ersättning i relation till värdet av affären. Men det fanns en del saker som inte åtgärdades. Revideringen 2009 adresserade inte problemen med att bolag som har en öppen ägarbild har svårt att stå emot ett bud. Istället blev det ännu lättare att genomföra fiendliga bud i nuvarande aktieägares (kortsiktiga) intresse. I de nya uppköpsreglerna står det tydligt att styrelsen bara ska se till aktieägarnas intresse, vilket skiljer sig från vad som gäller i övriga Europa där även bolagets intresse nämns specifikt. Den svenska aktieägarorienteringen förstärks av att styrelsen inte behöver uttala sig om mer än vad som står i en budgivares pressmeddelande. Effekten blir att en styrelse i ett svenskt noterat bolag fått det ännu svårare än tidigare att arbeta för bolagets långsiktiga värdeskapande.

Den här förskjutningen i de svenska uppköpsreglerna 2009 gjordes samtidigt som många andra länder i Europa istället började ifrågasätta den underordnade roll som övriga intressenter har fått i de europeiska uppköpsreglerna. I de nya brittiska uppköpsreglerna från 2011 står det att styrelsen inte behöver begränsa sin bedömning till aktieägarna till priset, utan även kan väga in annat i sin rekommendation. När EU under 2013 förbereder en revidering av uppköpsdirektivet beskrivs ett förhållande där reglerna hittills varit alltför fokuserade på likviditet och aktieägarna medan andra intressentgrupper såväl som långsiktigheten fått en undanskymd roll. Intrycket blir att Sverige intagit en i jämförelse extremt aktieägarvänligt förhållningssätt på marknaden för företagskontroll. Olika forskare pekar på att i en miljö där vissa aktörer både är skyddade från uppköp och har möjlighet att fritt agera, även över nationsgränser, så kommer sämre skyddade

uppköpsobjekt inte bara att bli uppköpta utan det kommer sluta med att det blir färre möjliga aktörer överlag jämfört med vad som förväntats på en hypotetiskt och teoretiskt effektiv marknad för företagskontroll (exempelvis Jackson och Miyajima, 2007; Davies et al. 2010). Effekten blir att uppköpen i slutändan kanske inte leder till den där välfärdskapande strukturomvandlingen som egentligen var den ursprungliga idén med att möjliggöra gränsöverskridande fientliga bud.

I min avhandling pekar jag på att det finns ett behov av att utveckla teorin om en effektiv marknad för företagskontroll som på ett tydligare sätt än hittills fokuserar på företaget som värdeskapande organisation. Detta leder bla till en förskjutning av maktbalansen från aktieägarna till styrelsen för att säkerställa att ledamöterna kan arbeta med bolagets långsiktiga utveckling för att på ett mer hållbart sätt möta framtida utmaningar. Till det här har Skandiaaffären lämnat ett tydligt bidrag.

//

Sophie Nachemson-Ekwall

avhandlingen finns gratis på <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:hhs:diva-1907>

Några källor

- Berle, A. A. och Means, C. G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York.
- Coffee, J. C. (2006) *Gatekeepers: The role of the professions and corporate governance*. Oxford University Press, UK.
- Näringslivets börskommitte, NBK (2003). Uppköpsregler på NasdaqOMX.
- Aktiebolagslagen (2005:551) *Aktiebolagslagen*. i: Nerep, E. and Samuelsson, P. Thomson Reuters (2009)
- EU Takeover Directive 2004/25/EG, *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på Aktiemarknaden* (2006:451)
- Fama, E.F. och Jensen, M.C. (1983) "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–329, June.
- Fligstein, N. (2001) *The Architecture of Markets; An economic sociology of twenty-first-century capitalist societies*. Princeton University Press, New Jersey, USA.
- Fristedt, D. och Sundqvist, S-I. (1996–2009) *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Halmstad: SIS Ägarservice AB.
- Henrekson, M. och Jakobsson, U. (2012) "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?" *Corporate Governance: An International Review*, March Vol. 20, Issue 2, pp. 212-227.

- Jackson, G. och Miyajima, H. (2007) "Varieties of Capitalism, Varieties of Markets: Mergers and Acquisitions in Japan, Germany, France, the UK and USA", *Rieti Discussion papers series*, June.
- Jackson, G. och Petraki, A. (2011) Understanding Short-termism: the Role of Corporate Governance. Report for Glasshouse Forum www.glasshouseforum.org.
- Jensen, M. och Meckling, W. (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360
- Jensen, M. och Ruback, R. (1983) "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, 5–50.
- Kallifatides, K., Nachemson-Ekwall, S. och Sjöstrand, S-E. (2010) *Corporate governance in modern financial capitalism. Old Mutual's hostile takeover of Skandia*. EE Cheltenham, USA.
- Manne, H. (1965) "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, 73, 110–120.
- Nachemson-Ekwall, S. och Carlsson, B. (2004) *Guldregn - sagan om Skandia*. Bonnier Fakta, Uddevalla.
- Nachemson-Ekwall, S. (2012) *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers. Shareholder-value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*, doktorsavhandling, SIR, Handelshögskolan i Stockholm, SSE.
- Roe, M.J. (2003) *Political determinants of corporate governance*. Oxford University Press: Oxford, UK.
- Simon, H. (1957) *Administrative behaviour, A study of decision-making processes in administrative organizations*. Macmillan Co, New York.
- Sjöstrand, S-E. (1995) *Towards a theory of institutional change; On economic institutions*. Edgar Elgar, 19–44.

