



INTERNATIONELLA
HANDELSHÖGSKOLAN
HÖGSKOLAN I JÖNKÖPING

Informationsgivningens tvetydighet och konsekvenser

- vid offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

En studie kring självreglering på aktiemarknaden
med visst komparativt inslag

Magisteruppsats inom Associationsrätt/Aktiemarknadsrätt

Författare: Marcus Adolfsson

Handledare: Jan Andersson

Framläggningsdatum 2009-12-14

Jönköping 12/09

Magisteruppsats inom Associationsrätt/Aktiemarknadsrätt

Titel: Informationgivningens tvetydighet och konsekvenser – vid offentliga uppköpserbudanden

Författare: Marcus Adolfsson

Handledare: Jan Andersson

Datum: 2009-12-07

Ämnesord **Takeover, Offentligt uppköpserbudande, Företagsförvärv, Företagsöverlåtelse, Aktiemarknaden, Självreglering, Due diligence, Informationsgivning, Selektiv informationsgivning, Insider**

Sammanfattning

Offentliga uppköpserbudanden utgör en viktig del av den moderna svenska samhällsekonomin. Ett företagsförvärv på aktiemarknaden genererar stora ekonomiska möjligheter och konsekvenser för de flesta intressenter såsom arbetstagare och aktieägare.

Det är särskilt intressant med tanke på att aktiemarknaden präglas i mångt och mycket av självreglering. Det är således aktörerna på marknaden som etablerar lämpliga regler för vad som skall anses utgöra god sed. Denna sortens reglering är ett avsteg från Sveriges sedvanliga normbildning som vanligtvis utgörs av strukturerad lagstiftning. Det är sedermera intressant till vilken grad det är gynnsamt med en kombination av dels självreglering, dels lagstiftning. Det har anförts att aktiemarknaden är en komplicerad marknad som kräver denna sortens flexibilitet som självreglering medför. Denna framställning har inte ambitionen att strikt väga, å ena sidan lagstiftning som är en oundgänglig del av den moderna ekonomiska infrastrukturen, å andra sidan självreglering som är väl förankrat på aktiemarknaden. Däremot krävs det enligt min mening högre ställda krav på självregleringen för att uppnå en balans bland de olika intressegrupper som finns representerade på aktiemarknaden och därmed upprätthålla förtroendet för marknaden.

Informationsgivning är en central del av aktiemarknaden. Med tanke på självregleringen, krävs att rättvis och korrekt information finns tillgänglig till samtliga aktörer under ett och samma tillfälle. Allt i enlighet för att bevara förtroendet. Däremot är due diligence-processen ett vedertaget avsteg från likabehandlingsprincipen som ett led i ett offentligt uppköpserbudande. Det är brukligt att budgivaren företar en due diligence där denne har möjlighet att bilda sig en uppfattning huruvida målbolaget infriar de ställda förväntningarna och förhoppningarna med företagsförvärvet. Processen fungerar som ett verktyg för att allokera risker som är förknippade med detta stora åtagande samt avgör ofta om ett förvärv är för handen eller ej.

Innan takeover-direktivet fanns inga särskilda regler för offentliga uppköpserbudanden. För Sveriges vidkommande implementerades direktivet med dels självreglering, dels lagstiftning. 2 kapitlet 1 § lag om offentliga uppköpserbudanden stipulerar numera att aktiebolag skall ”*följa de regler som börser har fastställt för sådana erbjudanden*”. Det innebär bland annat att alla noterade aktiebolag har underkastat sig att följa NBK:s takeover-regler. Däremot är reglerna idag utformade aningen egendomliga när det angår due diligence-processen som ett led i ett offentligt uppköpserbudande. Det föreligger

enligt min mening oskäligen risker för budgivaren som är förknippade med ett offentligt uppköpserbjudande.

Problematik uppstår då budgivaren väljer att inte lämna något bud på målbolaget efter en genomförd due diligence. Eftersom då bortfaller målbolagets skyldighet att informera marknaden om förhållandet som *rimligen förväntas påverka värderingen av målbolagets aktie*. Däremot kvarstår budgivarens skyldighet att varken avyttra eller förvärva aktier i målbolaget med anledning av att denne fått selektiv information som inte övriga marknaden tagit del av. Eftersom budgivaren numera innehar selektiv information, som skall offentliggöras om denne inte vill vara belastad med handelsförbud. Det innebär således att om budgivaren förvärvat aktier innan genomförd due diligence att denne inte kan avyttra aktierna. Det blir särskilt betungande i det fall att budgivaren genom en due diligence insett att dessa är övervärderade eller till och med värdelösa. Danmark och Storbritannien har däremot valt en annan implementering av direktivet. Enligt min åsikt borde Sverige blicka västerut och lära av det land som varit förfadern och utvecklaren av takeover-reglerna sedan 1960-talet, avseende offentliga uppköpserbjudanden. I min slutsats föreslår jag därmed en förändring till nuvarande takeover-regler.

Innehåll

1	Inledning	1
1.1	Bakgrund.....	1
1.1.1	Problemformulering	2
1.2	Syfte.....	3
1.3	Metod och material.....	3
1.3.1	Inledning.....	3
1.3.2	Juridisk metod.....	3
1.3.3	Val av angreppssätt.....	4
1.3.4	Metodproblem.....	5
1.4	Källkritik.....	5
1.5	Avgränsningar	6
1.6	Definitioner	7
1.6.1	Värdepappersmarknad	7
1.6.2	Offentligt uppköpserbudande	8
1.6.3	Finansiella instrument.....	8
1.7	Disposition.....	8
2	Generellt om företagsöverlåtelser.....	10
2.1	Inledning.....	10
2.2	Förvävsprocessen.....	10
2.3	Några spörsmål avseende tillämplig lag.....	12
2.4	Aktiemarknaden - marknaden för offentliga uppköpserbudanden	13
2.5	Due diligence	15
2.5.1	Begrepp och historik	15
2.5.2	Due diligence som riskfördelning.....	16
2.5.3	Due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbudande.....	17
3	Regelbildning på aktiemarknaden.....	18
3.1	Inledning.....	18
3.2	Relevant lagstiftning	18
3.2.1	Motiv för lagreglering	18
3.2.2	Takeover-direktivet	19
3.2.3	Lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.....	20
3.2.4	Insiderlagen	20
3.3	Självreglering	21
3.3.1	Motiv för självreglering.....	21
3.3.2	Marknadsplatser	22
3.3.3	Näringslivets Börskommitté	23
3.3.4	Finansinspektionen.....	24
3.3.5	Aktiemarknadsnämnden	25
3.3.6	Praxis.....	26
3.3.7	Noteringsavtalet.....	27
3.4	En kritisk granskning, lagreglering respektive självreglering.....	28

4	Danska och brittiska takeover-regler	30
4.1	Danska takeover-reglerna	30
4.1.1	Inledning	30
4.1.2	Gällande rätt kring takeover-reglerna	30
4.1.3	Sanktioner	32
4.2	Brittiska takeover-reglerna	32
4.2.1	Inledning	32
4.2.2	Gällande rätt kring takeover-reglerna	32
4.2.3	Sanktioner	33
5	Närmare om de svenska takeover-reglerna.....	34
5.1	Inledning.....	34
5.2	Gällande rätt kring takeover-reglerna	34
5.2.1	Budgivarens skyldigheter.....	34
5.2.2	Måbolagets skyldigheter	36
5.3	Sanktioner	37
6	Diskussion	38
6.1	Inledning.....	38
6.2	Självreglering kontra lagstiftning.....	38
6.2.1	Avslutande synpunkter	40
6.3	De svenska takeover-reglerna	41
6.3.1	Avslutande synpunkter	44
7	Slutsats	47
	Referenslista	48

Förkortningslista

ABL	Aktiebolagslagen (SFS 2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
BOAO	Bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser
EU	Europeiska Unionen
FAR	Föreningen Auktoriserade Revisorer
FFFS	Finansinspektionens Författningssamling
FI	Finansinspektionen
Insiderlagen	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
JB	Jordabalk (1970:994)
Köpl	Köplag (1990:931)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivet Börskommitté
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
SkbL	Lag om (1936:81) skuldebrev
SvJT	Svensk Juristtidning
SOU	Statens Offentliga Utredningar
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden
Takeover-reglerna	Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden NASDAQ OMX Stockholm, den 1 oktober 2009
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

I det inledande kapitlet presenteras den bakomliggande information kring den valda framställningen och vilket huvudsakligt syfte och fokus som sedermera valts att undersöka. Vidare får läsaren en bild hur problemställningen skall angripas och vilken disposition som följer därav.

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv (*mergers & acquisitions*) genom offentliga uppköpserbudanden (se definition 1.6.2) är numera en förekommande företeelse på såväl den internationella som den svenska marknaden. Under perioden 1990-2004 förvärvades i genomsnitt 20 aktiebolag varje år genom offentliga uppköpserbudanden på den svenska marknaden, vilket motsvarar sju procent av aktiebolagen. En övervägande del av förvärven genomfördes på Stockholmsbörsen.¹

Det ligger i sakens natur att förvärven är affärstransaktioner som kan förknippas med både betydande belopp och konsekvenser för såväl den köpande parten (härefter budgivaren) som den säljande parten (härefter målbolaget). Det är därför av stor vikt för budgivaren att förvissa sig om att målbolaget infriar budgivarens förväntningar och förhoppningar. Av den anledningen genomförs oftast en så kallad *due diligence*² som ett led i ett offentligt uppköpserbudande. Genom detta förfarande erhåller budgivaren tillräckligt med information för att avgöra huruvida förvärvet skall fullföljas eller ej. Processen fungerar som ett verktyg för att allokeras riskerna med företagsförvärvet. Det är vidare styrelsen i målbolaget som skall tillse att budgivaren får erforderligt med information och styrelsen kan därmed avgöra vilken information som kan lämnas ut med hänsyn till riskerna att bolaget skadas.

Tidigare saknade Sverige lagstiftning för offentliga uppköpserbudanden. Den 20 maj 2006 implementerades däremot ett direktiv³ (härefter takeover-direktivet) som ett led i ett harmoniseringsarbete inom Europeiska Unionen (härefter EU), och som idag reglerar offentliga uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden. Ändamålet med direktivet är att skapa öppenhet och klarhet vid rättsliga spörsmål samt verka för en standardisering, men allra främst att säkerställa aktieägarna i ett bolag som är under ett offentligt uppköpserbudande, en rättvis och rimlig behandling. Direktivet är dock endast en miniharmonisering, vilket innebär att det är fritt upp till varje land att införa mer långtgående regler än direktivet. För Sveriges vidkommande finns numera direktivet implementerat i svensk rätt dels genom lag, dels genom självreglering. Kombinationen av lag och självreglering har ansetts vara det mest ändamålsenliga förfarandet då det korrelerar med den historiska utvecklingen inom gränslandet av

¹ Prop. 2005/06:140, s. 36.

² Det är svårt att direkt översätta begreppet till svenska varför jag väljer att använda begreppet *due diligence* i fortsättningen, vilket kan beskrivas som en process för budgivaren att samla och analysera information om målbolaget för att senare bedöma huruvida ett företagsförvärv ligger för handen eller ej. Det sker genom att studera målbolagets exempelvis ekonomiska, juridiska, miljömässiga situation för att tillse budgivaren tillbörlig omsorg inför förvärvet.

³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden (härefter takeover-direktivet).

associations- och aktiemarknadsrätten, eftersom den svenska aktiemarknadsrätten har en historisk prägel av självreglering.

I och med direktivet infördes lag (SFS 2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (härefter LUA), denna reglering stipulerar att den part som lämnar ett offentligt uppköpserbudande skall följa de regler och sanktioner som börsen fastställer där dennes aktier är noterade.⁴ Följaktligen åtar sig noterade bolag att följa den självreglering som råder, vilket innebär marknadsplatsernas regler (se avsnitt 3.3.2), Näringslivets Börskommittés (härefter NBK) regler (se avsnitt 3.3.3), Aktiemarknadsnämndens (härefter AMN) uttalanden (se avsnitt 3.3.5) och noteringsavtalet (se avsnitt 3.3.7). Offentliga uppköpserbudanden aktualiserar sålunda både associationsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga regler.

1.1.1 Problemformulering

Grundläggande för såväl de reglerade marknaderna,⁵ som handel med värdepapper,⁶ är att tillse att allmänhetens förtroende upprätthålls vilket bland annat innebär att allmänheten skall få ta del av korrekt information samtidigt. Ett avsteg från principen utgörs av att budgivaren vanligen företar en due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbudande och därmed erhåller budgivaren information som ännu inte nått hela marknaden. Om informationen rimligen kan förväntas att påverka målbolagets aktiekurs får budgivaren varken avyttra eller förvärva aktier i målbolaget dessförinnan att informationen offentliggjorts för hela marknaden, som följer av takeover-reglerna.^{7,8} Vidare har målbolaget en plikt att informera marknaden om förhållanden som rimligen kan förväntas att påverka värderingen av målbolagets aktie innan dess ett förvärv sker.⁹

Problematik uppstår emellertid då budgivaren väljer att inte lämna något bud på målbolaget efter en genomförd due diligence, eftersom då bortfaller målbolagets skyldighet att informera marknaden om förhållandet som rimligen förväntas påverka värderingen av målbolagets aktie.¹⁰ Däremot kvarstår budgivarens skyldighet att varken avyttra eller förvärva aktier i målbolaget med anledning av att denne fått selektiv information som inte övriga marknaden tagit del av. Det är följaktligen intressant i den situation då en budgivare sedan tidigare redan förvärvat aktier i målbolaget, denne betraktas numera inneha en sorts insiderinformation och kan inte avyttra sina aktier, men kan således besitta information som förklarar att aktierna understiger sitt marknadsvärde eller till och med är värdelösa.

⁴ 2 kap. 1 § 1-2p. lag (SFS 2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (härefter LUA).

⁵ 13 kap. 1 § lag (SFS 2007:528) om värdepappersmarknaden (härefter Vpml).

⁶ 2 kap. 1 § enligt lag (SFS 1991:980) om handel med finansiella instrument (härefter LHF).

⁷ Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden NASDAQ OMX Stockholm, den 1 oktober 2009 och NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05) (härefter takeover-reglerna).

⁸ II.2 takeover-reglerna.

⁹ II.20 takeover-reglerna.

¹⁰ Kommentaren till takeover-reglerna, s. 44.

Är de nuvarande regleringarna gällande offentliga uppköpserbudanden verkligen förenliga med *due diligence* och dess ändamål? Är det skäligt att en budgivare inte skall kunna avyttra aktier då denne vet att de understiger sitt marknadsvärde? Vidare finns det möjligheter för att undvika denna problematik i framtiden genom att revidera reglerna?

1.2 Syfte

Framställningens huvudsakliga syfte är att diskutera gällande rätt kring selektiv informationsgivning och problematiken som kan uppstå vid *due diligence* som ett led i ett offentligt uppköpserbudande. Det bakomliggande syftet är emellertid ett resonemang kring självreglering och lagstiftning på aktiemarknaden, vilket medför att uppsatsen tenderar att få något av en rättspolitisk prägel.

1.3 Metod och material

1.3.1 Inledning

Framställningen utgörs huvudsakligen av två delar för att besvara syftet. Det med anledning av att syftet innehåller, dels en generell diskussion kring självreglering respektive lagstiftning (avsnitt 3), dels en mer djupgående diskussion av en specifik självreglering i form av takeover-reglerna (avsnitt 4-5). För att i den mån möjligt belysa takeover-reglerna innehåller den senare delen ett komparativt inslag (avsnitt 5).

Anledningen till att jag valt ett syfte med en generell del och sedan skiftar framställningen mot ett djupgående fokus är att jag anser att läsaren behöver bli bekant med aktiemarknadens regler innan denne tar vid en mer djupgående diskussion, av en specifik självreglering (takeover-reglerna). I annat fall är uppfattningen, för mig veterligen, att läsaren går miste om en stor del av aktiemarknaden och bakgrund till varför takeover-reglerna kan ha fått sin utformning. Det är för läsaren nödvändigt att bli upplyst om informationens centrala betydelse och bekanta sig med balansen av å ena sidan förtroende etablerat genom lagstiftning, å andra sidan kommersiell effektivitet etablerad genom självreglering på aktiemarknaden. Därigenom erhåller läsaren en förståelse av sambandet av aktiemarknadens självreglering. Min förhoppning med denna framställning utgörs inte av att läsaren okritiskt skall överensstämma med mina värderingar. I ett försök har jag därför valt att presentera en generell och en djupgående del för att läsaren skall ha en möjlighet att vara införstådd med regleringar såväl generellt som specifikt i syfte att ifrågasätta eller överensstämma med mina åsikter.

1.3.2 Juridisk metod

För att besvara syftet har den grundläggande ambitionen varit att följa en traditionell juridisk metod, vilket innebär att utgångspunkten för framställningen är att följa rättskällornas betydelse avseende gällande rätt. Det innebär att utredningen för framställningen sker i följande ordning, gällande lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och doktrin.¹¹

Vissa avsteg har emellertid ansetts nödvändiga eftersom aktiemarknaden i mångt och mycket lyder under självreglering. Lagstiftning saknas således på vissa områden inom

¹¹ Andersson et al, *Juridikens termer*, s. 158.

aktiemarknadsrätten. Jag anser att aktiemarknadens självreglering skall tillmätas relativt högt rättskällevärde, men ändå underställas lag, förarbeten och rättspraxis. Det med anledning av att de självreglerande organen har stark auktoritet och i hög grad styr utvecklingen av normbildningen, förvisso innefattar det en risk för subjektivitet. Regler stipulerade av NBK, uttalanden från Aktiemarknadsnämnden (härefter AMN) och börsens regler ligger till grund för stor del av framställningen samt tillmäts sålunda ett rättskällevärde överstigande doktrin för att beskriva gällande rätt. Aktiemarknaden är vidare i viss utsträckning påverkad av EG-rätten med direktiv som styr utvecklingen. EG-direktiven är i vanlig ordning likställt med lag i denna framställning och sålunda har hänsyn tagits till dessa i den mån nödvändigt att beskriva svensk gällande rätt.

Statens Offentliga Utredningar (härefter SOU) och regeringens propositioner (härefter prop.) är omfattande inom aktiemarknaden och fungerar som ett underlag för att begripa den komplexa marknaden. Även om vissa propositioner inte har direkt anknytning till offentliga uppköpserbjudanden har likväl dessa propositioner syfte varit applicerbara och fungerat väl för att beskriva värdepappers- och aktiemarknaden samt diverse ekonomiska begrepp.

Doktrin på ämnesområdet kan ibland inte te sig lämpat för en framställning av djupare akademisk dignitet, i ett försök har dock liknande doktrin endast använts i den mån att beskriva mer grundläggande företeelser inom framställningen. Det är nödvändigt att läsaren erhåller mer grundläggande information eftersom det inte kan förutsättas att läsaren är till fullo bekant med ämnesområdet sedan tidigare. Jag förutsätter emellertid att läsaren har viss grundläggande kunskap avseende associationsrättsliga spörsmål varför det inte förklarats i samma mån.

Artiklar på ämnesområdet har fungerat som en startpunkt och hjälpt att formulera valda inriktning. Vidare tillmäts artiklar en större betydelse i denna framställning gentemot den vanliga rättsordningen och jämförs med doktrin. Jag har dock endast studerat artiklar i den mån, för att kunna etablera egna åsikter på området. Det innebär att artiklar lästs med kritiskt öga som i sin tur kritiskt granskar lagstiftning och domar.¹² Det skall slutligen påpekas att framställningen är skriven från budgivarens perspektiv.

1.3.3 Val av angreppssätt

Den grundläggande tanken med framställningen är dels en löpande analys, dels en mer omfattande och avslutande analys (se avsnitt 1.7). Att kontinuerligt få in kritiska åsikter i det fakta som presenteras ger uppsatsen en kritisk och förhoppningsvis en rättspolitisk prägel, vilket motiveras av det bakomliggande syftet. Allt eftersom bakgrundsfakta presenteras får läsarens således följa mina åsikter. Detta tillvägagångssätt passar framställningen väl och ger läsaren en möjlighet att reflektera och antingen ifrågasätta eller samtycka med mina synpunkter.

Framställningen innehåller ett komparativt inslag gentemot utländsk rätt, i den mån det tjänar till att besvara syftet och belysa *de lege ferenda* i Sverige. Jämförandet av utländsk rätt ger läsaren en uppfattning hur gällande rätt kan och har utformats i andra länder. Det innebär att det komparativa inslaget är någorlunda begränsat eftersom det primärt skall presentera alternativ till reglering av offentliga uppköpserbjudanden och sedermera en möjlighet att undvika problematiken med handelsförbud, som kan uppstå

¹² Sandgren, *Vad är rättsvetenskap?* - Festskrift till Peter Siepel, s. 541 not 49.

vid due diligence. Avseende den danska rätten har det ändock ansetts av intresse att diskutera den danska implementeringen av direktivet eftersom nationen valt ett annat angreppssätt som kan betraktas vara en felaktig implementering (se avsnitt 4.1).

Fortsättningsvis är avsnittet som behandlar företagsöverlåtelser och due diligence skriven utifrån doktrin då ämnesområdet inte är specifikt reglerat i lag (se avsnitt 2.3).

Aktiemarknaden är en dynamisk marknad vilket leder till att den är ständigt föränderlig. För att rättvist kunna beskriva dagens termer, regler och uttryck har det varit nödvändigt att till viss del använda redan upphävd lagstiftning och tillhörande förarbeten. Förarbetena är välskrivna och välutformade med ett resonemang att de följaktligen fungerar som en förebild till *de lege lata* och sedermera till *de lege ferenda*.

Jag har valt att beskriva avsnittet om noteringsavtalet utifrån doktrin med anledning av att det är de grundläggande principerna som är aktuella och inte de specifika regleringarna.

Informationsgivning och dess betydelse för aktiemarknaden är en central del av uppsatsen och diskuteras löpande genom hela framställningen eftersom fenomenet blir tydligare gentemot att ha ett särskilt avsnitt.

1.3.4 Metodproblem

- Aktiemarknaden är en dynamisk marknad och ständigt i förändrelse (se avsnitt 1.4). Det innebär att viss såväl lagstiftning som doktrin, blivit obsolet en tid innan, eller till och med under framställningens gång. Det har följaktligen medfört att jag tvingats vara extra uppmärksam och utförligt jämfört källornas innehåll gentemot varandra.
- Doktrin inom aktiemarknaden riskerar i viss utsträckning att erhålla en subjektiv ton (se avsnitt 1.4). Flera aktörer som innehar ledande positioner inom institutionerna som verkar för självreglering, är tillika författare på ämnesområdet. Det innebär att jag valt att inte använda den doktrinen i lika stor utsträckning, men ändå ansett det nödvändigt att presentera vissa tankar och åsikter.
- Svårigheterna med informationssökningen inom den svenska rätten har inte varit att finna information då det finns rikligt med lagstiftning, förarbeten och doktrin, men likväl att urskilja relevant fakta från irrelevant. Däremot gällande den utländska rätten har det varit desto mer besvärligt att finna information. Jag fick genom vissa databaser söka mig vidare till relevant äldre lagstiftning och nyss implementerad lagstiftning som en direkt följd av takeover-direktivet. Ytterligare en aspekt är att den utländska rätten likaså präglas av självreglering, vilket medför ett omfattande och komplicerat regelverk. Vidare innehar biblioteken begränsat med utländsk rätt och den doktrin som finns är äldre och reflekterar inte gällande rätt, med undantag för grundläggande principer varför en del äldre verk brukats i denna framställning.

1.4 Källkritik

Eftersom aktiemarknaden är en dynamisk marknad är det en utmaning att hitta material som är adekvata för stunden och tillämplig för den rådande situationen och

utvecklingen. Det faktum har i hög grad påverkat framställningen eftersom under framställningens gång etablerades nya takeover-regler, det förändrade dock inte det materiella i framställningen. Dessutom är lagstiftningen relativt omfattande och komplicerad samt beror till stor del av EG-rätt, vilket gör att det är något vanskligt att navigera sig fram till gällande rätt. En del äldre litteratur behövs därför för att förstå de fundamentala principerna och för att förstå den utveckling som aktiemarknaden genomgått.

Jag fick idén till mitt uppslag tack vare en artikel skriven av Daniel Stattin i Svensk Juristtidning (härefter SvJT).¹³ Vidare har, enbart initial, vägledning hämtats från densammes bok¹⁴ om offentliga uppköpserbjudanden. Det skall dock nämnas att det senare verket inte gått obemärkt förbi i den akademiska världen och till viss del utstått kritik.¹⁵ Oaktat huruvida motsägelsen är välgrundad eller ej, insåg jag ändock vikten av att kritiskt granska artiklar och doktrin på ämnesområdet. Vidare bör vissa författare på ämnesområdet förknippas med olika rättskällevärde i framställningen. Det torde dock inte enbart grunda sig i huruvida författaren är erkänd eller ej. Hänsyn till rättskällevärdet bör dessutom tas till att viss doktrin författas av personer, där objektiviteten kan ifrågasättas då de innehar betydande positioner inom de institutionerna som *de facto* självreglerar värdepappersmarknaden.

Framställningen ter sig förmodligen inte strikt juridisk men jag har ansett det nödvändigt att presentera och diskutera ekonomiska perspektiv likaledes för att få en så rättvisande bild som möjligt. Ibland finns det ingen möjlighet att belysa en situation strikt juridiskt eftersom det kan bero på ekonomiska grunder och vice versa. Det gäller i synnerhet värdepappersmarknaden respektive aktiemarknaden. Regleringar kan sålunda påverka den finansiella marknaden såväl negativt som positivt.

1.5 Avgränsningar

Aktiemarknaden är en del av värdepappersmarknaden. Däremot kommer inte övriga delar på värdepappersmarknaden (kreditmarknad och derivatmarknad) att diskuteras då det saknar direkt relevans för att besvara syftet. Aktiemarknaden präglas och utvecklas i takt med utfärdade EG-direktiv. Det är av fundamental betydelse och hade gärna diskuteras mer ingående. Däremot har enbart takeover-direktivet direkt innebörd för svensk gällande rätt av offentliga uppköpserbjudande och därtill med hänsyn till framställningens omfattning samt tidsramen blir det således takeover-direktivet som är aktuellt att belysa i större utsträckning och till viss del marknadsmissbruks-direktivet¹⁶.

Fokus under denna framställning ligger främst på selektiv informationsgivning och problematik som kan följa vid en due diligence i ett led av ett offentlig uppköpserbjudande, det primära syftet begränsar därmed framställningen i sig. Det innebär bland annat att framställningen tar sikte på företagsförvärv av noterade bolag på aktiemarknaden och inte rent privata och obligationsrättsliga företagsöverlåtelser. Trots

¹³ Stattin, *Om due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden*, SvJT, 2008, s. 733ff.

¹⁴ Stattin, *Takeover*.

¹⁵ För vidare intresse se härom Bengtzén, *Litteratur*, SvJT, 2008, s. 723ff.

¹⁶ Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

det begränsade syftet blir ofta skatterättsliga problemställningar aktuella med anledning av företagsöverlåtelsens vida innebörd, låt vara att vissa läsare intresserar sig för liknande företeelser emellertid saknar det intresse i förevarande sammanhang. För att anpassa omfattningen till den tidsram som en magisteruppsats är förknippat med så blir det endast aktuellt att till en begränsad mån diskutera associationsrättsliga spørsmål. Allra främst diskuteras aktiemarknadsrättsliga spørsmål som har stark anknytning till att besvara syftet. Det innebär att även om gränsöverskridande offentliga uppköpserbjudanden är av intresse sker dessa så pass sporadiskt att det inte tjänar till att besvara syftet.¹⁷

Även om aktiemarknaden regleras till stor del av självreglering finns det omfattande lagstiftning på ämnesområdet. För att begränsa omfattningen ytterligare kommer inte lagstiftning som inte har direkt innebörd för syftet att beröras. Reglerna kring offentliga uppköpserbjudanden är, om inte annat föreskrivit, tillämpligt gällande konvertibler, teckningsoptioner, kapitalandelsbevis, vinstandelsbevis, emissionsrätter och motsvarande finansiella instrument. Däremot kommer inte dessa finansiella instrument att betraktas utan det enda vederlag som kommer att studeras skall utgöras av kontanter.

Självreglering och lagstiftning diskuteras enbart som fenomen och jag har ingen ambition att utreda till vilken utsträckning som den ena eller den andra är nödvändig och det utesluter således diskussion om materiellt innehåll i lag. Inte heller tas hänsyn till vilka förhållanden som måste lagstiftas, exempelvis 8 kap. 2 § (SFS 1974:152) regeringsformen.

Finansinspektionen ger ut författningar och kompletterande regler, bland annat i form av deras författningssamling (FFFS). Reglerna har däremot ansetts otjänliga att besvara syftet i och med organets begränsade funktion gällande offentliga uppköpserbjudanden.

I samband med företagsöverlåtelser och due diligence-processer är det brukligt med omfattande avtal som reglerar parternas förhållanden. I framställningen kommer avtalet inte att beröras mer än att uppmärksamma sekretessavtalet, som reglerar den information som främst budgivaren erhåller. Även om det är relevant med avtalen förändrar det inte de materiella problemställningarna som de facto föreligger vid en due diligence.

Framställningen berör även utländsk rätt gällande offentliga uppköpserbjudanden men för att begränsa omfattningen sker detta komparativa inslag gentemot dansk och brittisk rätt gällande specifikt takeover-regler. Sålunda kommer inte en generell diskussion att föras kring aktiemarknaden i stort. Det får anses tillräckligt för att läsaren skall bli varse om hur regleringarna istället kan vara utformade och sedermera ta ställning till huruvida en förändring av svensk rätt gällande offentliga uppköpserbjudanden är nödvändigt.

1.6 Definitioner

1.6.1 Värdepappersmarknad

Värdepappersmarknaden utgör den essentiella marknaden där kapital allokeras genom att värdepapper förändras till innehav eller omvandlas till likvida medel. Det är således

¹⁷ Prop. 2005/05:140, s. 37.

en viktig del för samhällsekonomin och fördelat över aktiemarknaden, penning- och obligationsmarknaden samt derivatmarknaden.¹⁸

1.6.2 Offentligt uppköpserbjudande

Ett offentligt uppköpserbjudande är ett erbjudande riktat till en innehavare av värdepapper i ett bolag. Erbjudandet kan antingen vara alla eller en del av innehavarens värdepapper, men skall syfta till att förvärva kontrollen över målbolaget.¹⁹

1.6.3 Finansiella instrument

Finansiella instrument definieras som ”överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument”, vilket innefattar alla slags instrument som existerar på värdepappersmarknaden från bland annat aktier och obligationer till statsskuldsväxlar och optioner.²⁰

1.7 Disposition

Kapitel två innehåller en generell beskrivning angående företagsöverlåtelser. Kapitlet ger läsaren en förståelse om motiven bakom företagsöverlåtelser och likaså tillvägagångssättet. Kapitlet behandlar vidare aktiemarknaden varpå offentliga uppköpserbjudanden sker. Därefter följer en förklaring till hur due diligence brukas och sedermera är förknippat med företagsöverlåtelser och mer specifikt till offentliga uppköpserbjudanden.

Kapitel tre behandlar regelbildning på aktiemarknaden och är indelat på två avsnitt: *lagstiftning* och *självreglering*, i syfte att ställa begreppen mot varandra, å ena sidan belyses relevant lag knutet till offentliga uppköpserbjudanden, å andra sidan belyses de aktörer som reglerar värdepappers- och aktiemarknaden. Avslutningsvis följer en analyserande del som kritiskt granskar båda fenomenen och betonar för- respektive nackdelar med båda tillvägagångssätt.

Kapitel fyra har ett komparativt inslag av hur takeover-reglerna är utformade i Danmark respektive Storbritannien. Det här kapitlet etablerar en uppfattning för läsaren om hur takeover-reglerna kan vara utformade och sedermera hur reglerna kan undvika den problematik som *kapitel fem* senare belyser.

Kapitel fem bygger vidare på mer specifik självreglering i form av de svenska takeover-reglerna. I kapitlet presenteras på vilket sätt budgivaren kan utsättas för handelsförbud då denne erhållit information genom en due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbjudande.

Kapitel sex presenterar mina tankar och åsikter med lagstiftning kontra självreglering på aktiemarknaden och dessutom diskuteras problematiken med de svenska takeover-reglerna. Den analyserande delen har en rättspolitisk prägel ur ett de lege ferenda-perspektiv.

¹⁸ Prop. 1991/92:113, s. 474.

¹⁹ Art. 2 (1)(a) takeover-direktivet.

²⁰ 1 kap. 4 § VpmL.

Framställningen avslutas med *kapitel sju* och häri presenterar mina slutsatser som bygger på resonemanget i *kapitel sex*.

2 Generellt om företagsöverlåtelse

För att läsaren skall erhålla en uppfattning om varför, hur och vart företagsöverlåtelse sker, presenteras i följande kapitel en generell beskrivning av motiven, händelseförloppet och aktiemarknaden. För den fortsatta framställningen är det nödvändigt att läsaren är medveten om att due diligence sker som ett steg i en företagsöverlåtelse och en närmare förklaring av begreppets innebörd och praktiska användning presenteras.

2.1 Inledning

Företagsöverlåtelse framkallar ett stort medialt intresse. Detta ligger i sakens natur då det frambringar stora ekonomiska respektive juridiska konsekvenser för flertalet parter såsom aktieägare och arbetstagare. För aktieägarna är intresset givet eftersom det normalt påverkar aktiekursen,²¹ men den gemene aktieägaren kanske alltför sällan ställer sig frågan varför ett företagsförvärv de facto sker.

Även om anledningarna till förvärv skiljer sig kraftigt åt beror det i normalfallet av antingen att förstärka de styrkefaktorer som företaget besitter eller åtgärda de svagheter som kan förknippas med företaget och rymmer inom vad som uppfattas vara företagens affärsverksamhet eller strategi.²² Motiven må vara mångfacetterade men en åtskillnad kan göras i *rörelsebetingade*, *ägarrelaterade* eller *ledningsrelaterade* motiv.²³ Utöver nämnda motiv sker rimligtvis många företagsöverlåtelse med anledning av generationsskifte.²⁴ Vad gäller de rörelsebetingade motiven kan det röra sig om att öka tillväxten genom att förvärva marknadsandelar, eller att öka resurserna genom expertis eller att slutligen uppnå synergier genom kostnadsreducering. Företagsförvärv som beror av ägarrelaterade motiv grundar sig i att målbolaget ses som en tillgångsmassa och motiven kan komma till uttryck genom exempelvis förvärv av ett varumärke eller ren spekulation.²⁵ Dessa två motiv torde vara de mest relevanta motiven eftersom de grundar sig, rent konkret, i att maximera företagens värde och tillika aktieägarnas intresse. Motiv som grundar sig i ledningsrelaterade motiv, beror däremot på ledningens arbetssätt och en anledning kan vara att differentiera riskerna med olika branscher, vilket i slutändan likväl kan gynna aktieägarna.²⁶

2.2 Förvärvsprocessen

Det torde vara så att varje företagsöverlåtelse är unik den andra eftersom det finns flera faktorer som präglar det specifika förvärvet såsom i vilken utsträckning som målbolagets styrelse lämnar ut information till budgivaren, bransch, differentiering i röstvärdet eller ägande et cetera.

²¹ Stattin, *Takeover*, s. 7.

²² Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 20.

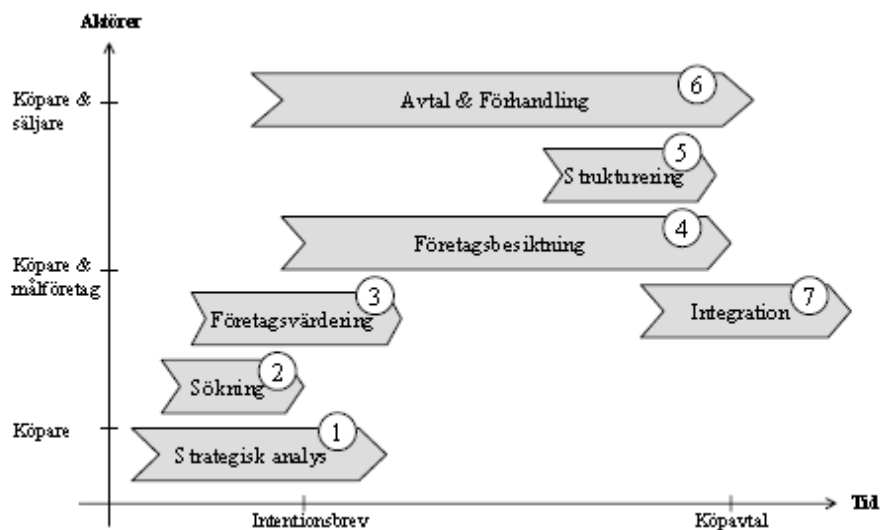
²³ Knabe, *Företagsöverlåtelse – en probleminventering*, s. 11.

²⁴ Sevenius, *Företagsförvärv – en introduktion*, s. 43.

²⁵ Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 20-25.

²⁶ Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 26.

I doktrin har emellertid händelseförloppet sammanfattats och förvärvsprocessen förenklats på följande vis (se Figur 1):



Figur 1 Transaktionsprocessen

Sevenius (2002) *Introduktion till företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen, s. 1.*

1. *Strategisk analys* – Den initiala fasen är att utreda företagets långsiktiga målsättningar och behov. Om analysen sedermera visar att ett företagsförvärv är det mest fördelaktiga tillvägagångssättet för att bemöta företagets behov inleds fas 2.
2. *Sökning* – Under denna fas identifieras potentiella målbolag, när väl ett målbolag har identifierats sker en mer noggrann analys och fasen avslutas ofta med ett intentionsbrev (*letter of intent*).
3. *Företagsvärdering* – Sedan är det nödvändigt att det sker en värdering av företagets värdedrivande egenskaper med anledning av att skapa ett värde på förvärvet.
4. *Företagsbesiktning (due diligence)* – Det är under denna fas som budgivaren ges möjligheten att undersöka huruvida målbolaget motsvarar de uppställda förväntningarna. Det går att utläsa från Figur 1 att en due diligence sker under en längre tid och sedermera överlappar flera andra faser, därmed går det att ana att det är en tidskrävande och komplicerad fas samt en känslig del för det fortsatta förvärvet (se avsnitt 2.4). Eftersom budgivaren får tillgång till känslig information gällande målbolaget är det brukligt att denne tecknar ett sekretessavtal som är tänkt till att skydda målbolaget från oönskad spridning av känslig information.²⁷
5. *Strukturering* – Om budgivaren i enlighet med den företagna due diligence erhåller den information som denne önskar sker en slutförhandling där parterna kommer överens om hur förvärvet skall organiseras.

²⁷ Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 66.

6. *Avtal & Förhandling* – Liksom fas fyra sker det en tidskrävande förhandling som sedan kan utmynna i en slutförhandling. Styrelsen tar ställning till huruvida att det är ett seriöst ämnat erbjudande och huruvida det i slutändan kan gynna aktieägarna och ger härav sin rekommendation eller avrådan till förvärv.²⁸ Bolagsstämman får således rösta och ta ställningen till om ett slutgiltigt företagsförvärv är för handen.²⁹
7. *Integrering* – Den sista fasen är omfattande och innebär att budgivaren och målbolaget samordnar sina verksamheter under önskade förhållanden.³⁰

2.3 Några spörsmål avseende tillämplig lag

Vanligtvis sker företagsförvärv antingen genom en inkråmsöverlåtelse eller genom en aktieöverlåtelse. Vid en aktieöverlåtelse förvärvar budgivaren målbolaget som en juridisk person, vilket skiljer sig från en inkråmsöverlåtelse då det är specificerade tillgångar som förvärvas istället för den juridiska personen.³¹ Det är sålunda aktieöverlåtelser som behandlas i denna framställning.

Det har i doktrin flitigt diskuterats vilken lag som är tillämplig vid företagsöverlåtelser som genomförs som en aktieöverlåtelse.³² För att avgöra vilken lag som är tillämplig bör aktien definieras som sådan.³³ Allt som inte betraktas som fast egendom skall betraktas som lös egendom.³⁴ Det innebär sålunda att aktier skall omfattas av lös egendom,³⁵ och medför att köplagen (SFS 1990:931) (härefter KöpL) och dess felregler samt dylikt bör bli tillämpliga.³⁶

Däremot har en allmän tillämpning av KöpL vid aktieförvärv kritiserats eftersom aktien kan jämföras med en fordringsrätt, vilket innebär att lag (SFS 1936:81) om skuldebrev (härefter SkbL) skulle vara tillämplig.³⁷ Vidare har lagstiftaren antytt att SkbL kan bli

²⁸ II.19 takeover-reglerna.

²⁹ 7 kap. 1 § aktiebolagslag (SFS 2005:551) (Härefter ABL).

³⁰ Sevenius, *Företagsförvärv – en introduktion*, s. 14-15.

³¹ Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 116.

³² Avseende tillämplig lag har företeelsen inte direkt relevans för den fortsatta framställningen och kommer därför inte diskuterats mer ingående än nödvändigt, emellertid är det viktigt att upplysa om tillämplig lag.

³³ För vidare diskussion kring tillämplig vid företagsöverlåtelser se härom, Lindskog, *En avhandling om aktieöverlåtelser*, SvJT 1993, s. 97, 104-105, Gorton, *Due-diligence – garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, s. 39-43, Håstad, *Den nya köprätten*, s. 29-30, Johansson, *Undersökningsplikt vid aktiebolagsförvärv – frågor beträffande köplagens tillämpning vid förvärv av aktiebolag*, SvJT 1990, s. 81-110, Sacklén, *Om felansvaret vid aktieköp*, SvJT 1993 s. 812-853, Sevenius, *Företagsförvärv – en introduktion*, s. 154-156, Åhman, *Betydelseprövningen vid företagsöverlåtelser*, SvJT 1990, s. 479-491.

³⁴ *e contrario* 1 kap. 1 § jordabalk (SFS 1970:994) (härefter JB).

³⁵ Håstad, *Den nya köprätten*, s. 29.

³⁶ 1 § Köplag (1990:931) (härefter KöpL).

³⁷ Lindskog, *En avhandling om aktieöverlåtelser*, SvJT 1993, s. 104-105.

tillämplig vid aktieförvärv.³⁸ Det kan tolkas som att avyttring av mindre poster aktier kan medföra en tillämpning av SkbL. Det medför i sin tur att målbolaget endast svarar för de särskilda utfästelser som denne gjort angående betalningsförmågan.³⁹

Följaktligen blir det en tolkningsfråga när SkbL kan tänkas bli tillämplig vid mindre avyttringar av aktieposter, i annat fall, och vid rena företagsöverlåtelser får det vara förutsatt att KöpL och dess felregler är tillämplig.⁴⁰ I doktrin råder i stort enlighet att KöpL är och förblir tillämplig vid företagsöverlåtelser.⁴¹

En situation som skall uppmärksammas är i det fall att budgivaren redan förvärvat en eller flera mindre poster med aktier innan dess att mer konkreta förhandlingar av ett företagsförvärv inletts. Det ska kunna medfölja att budgivaren tvingas beakta SkbL när denne upptäcker att målbolaget inte infriar förväntningarna. Det torde medföra vissa olägenheter för budgivaren då denne i sådana fall inte kan hävda de mer specialiserade felreglerna i KöpL. Det blir vidare intressant i det fall att budgivaren erhåller information vid due diligence-processen information som leder till att denne inte vill fullfölja förvärvet eftersom informationen kan ha avslöjats att aktierna är övervärderade.

För att undvika oönskade konsekvenser är det särskilt viktigt att genomföra en due diligence (se avsnitt 2.5) eftersom budgivaren riskerar skulder som inte är kända vid förvärvstidpunkten.⁴²

2.4 Aktiemarknaden - marknaden för offentliga uppköpserbudanden

Den som är innehavare av en aktie kan titulera sig som delägare i ett företags tillgångar och resultat.⁴³ Värdet av aktien är emellertid beroende av den underliggande verksamheten och därmed hur väl företaget sköts samt vilken lönsamhet som företaget genererar. Med andra ord kan aktien närmast betraktas såsom riskkapital med chans till avkastning.⁴⁴ Med aktien följer dessutom en bestämmanderätt gällande företags angelägenheter och den beslutande rätten utövas vid bolagsstämman.⁴⁵ Varje aktieinnehavare har lika rätt att ta del av vinsten och utöva sin rösträttighet såtillvida, att inget annat är stadgat i bolagsordningen.⁴⁶ Det svenska aktieägandet karaktäriserats av ett spritt ägande,⁴⁷ vilket medför att vissa beslut i bolagsstämman kan stöta på förhinder

³⁸ Prop. 1988/89:76, s. 61.

³⁹ 9 § 2 st. lag (1936:81) om skuldebrev (härefter SkbL).

⁴⁰ I en rad avgöranden från HD har KöpL tillämpats vid aktieöverlåtelser, NJA 1941 s. 205, NJA 1945 s. 305, NJA 1947 s. 1 och NJA 1976 s. 341. Uppmärksammas bör att 1905års köplag tillämpats. se NJA 1936 s. 737, NJA 1941 s. 159, NJA 1991 s. 808 avseende hela rörelseöverlåtelser.

⁴¹ Se not 33.

⁴² Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 166.

⁴³ 4 kap. 1 § ABL.

⁴⁴ Af Sandberg et al, *Börsrätt*, s. 30.

⁴⁵ 7 kap. 1 § ABL.

⁴⁶ 4 kap. 1-2 §§ ABL.

⁴⁷ SOU 2006:50, s. 98

såsom ett företagsförvärv. Ävensom det finns spritt ägande i vissa bolag så präglas likaså den svenska ägarstrukturen av institutionella ägare vilket till viss del talar emot det förut sagda,⁴⁸ inte huvudlösa men likväl ansiktslösa ägare. Om det visar sig att de ansiktslösa ägarna säljer sitt innehav kan det få negativa konsekvenser för det enskilda bolaget eftersom det rör sig om stora poster. Jag menar att det kan sammanfattas som att det finns det spritt ägande bland minoriteten men ett koncentrerat majoritetsägande.

Aktiemarknaden är en del av värdepappersmarknaden/kapitalmarknaden. En förenklad förklaring av kapital- och aktiemarknadens huvudsakliga uppgift vore, att allokera kapital och risker mellan part som är kapitalstark och riskbenägen, respektive part som är i behov av kapital.⁴⁹ Det är en komplex och omfattande marknad och jag är av den uppfattningen att den kan förenklas och förklaras, så att gemene man skall förstå vad det primära syftet inbegriper, och att det finns en potentiell avkastning att erhålla på satsat kapital.⁵⁰

Men att det finns mer att förklara däri, som vad den egentliga uppgången på aktiens kurs beror på. Dagligen ser vi hur diverse aktörer på marknaden påverkar aktiekurser genom specifika uttalanden. Jag är av den uppfattningen att aktörer med stor insikt och hög auktoritet kan i hög grad påverka en akties kurs. Bland annat kan ledningen uttala sig om prognoserna och förutse hur det torde arta sig i framtiden. Dessutom har företagens ledning, som anser att aktiekursen förhåller sig relativt lågt till det verkliga värdet, en möjlighet att påverka finansanalytiker att undersöka närmare i hur kursen verkligen förhåller sig. Som sedermera i sin tur potentiellt kan höja riktkursen. Kursen påverkas jämväl av rapporter som till stor grad kan vara förknippade med glädjesiffror. Det kan således dras vissa slutsatser från att enbart att studera aktiemarknaden och det är att marknaden påverkas i stor utsträckning av information och förväntningar.

En effektiv prisbildning av aktiekursen erhålls såtillvida, att marknaden är informationseffektiv. Det innebär att priserna reflekterar all information som är såväl tillgänglig som relevant och aktien blir sedermera en sorts bärare av information som är pålitlig.⁵¹ Med anledning av informationen, underlättar det aktörernas förmåga till att placera i förnuftiga investeringar. Det är naturligt att motiven till investeringar och besittningen av information skiftar och statens utsedda kommitté menar att snedvridningen är i själva verket, en förutsättning till att handel över huvud taget sker.⁵² En förutsättning för att investerare skall hysa förtroende till marknaden är att prisbildningen är korrekt till följd av information.⁵³ Det ligger emellertid i sakens natur att aktiehandel, likt all handel, till stor del styrs av utbud och efterfrågan.⁵⁴

⁴⁸ Prop. 2004/05:85, s. 296.

⁴⁹ Prop. 1991/92:113, s. 56.

⁵⁰ Se vidare, lagstiftaren i prop. 2006/07:115, s. 264-265, menar den finansiella sektorn uppfyller tre grundläggande fundament ekonomin: ”kapitalförmedling, riskhantering, betalningsförmedling” i form av de finansiella marknaderna.

⁵¹ SOU 2006:50, s. 151-152.

⁵² SOU 2006:50, s. 151-152.

⁵³ Af Sanderberg et al, *Börsrätt*, s. 31.

⁵⁴ Prop. 1991/92:113, s. 57.

Handel av aktier innebär en tillförsel av kapital för företaget som kan användas för investeringar och utveckling såtillvida, att det sker på *primärmarknaden* eftersom där sker försäljning av nyemitterade aktier, konvertibler och skuldebrev som är förenade med teckningsoptioner.⁵⁵ På *sekundärmarknaden* sker handel i form av redan emitterade aktier, vilket innebär att aktierna endast byter ägare. Handel som sker på sekundärmarknaden är den handel som till viss del numera sker i hushållen hos gemene man.⁵⁶ År 2004 motsvarade de svenska hushållens aktieinnehav 15 procent av det totala börsvärdet om cirka 2 700 miljarder kronor.⁵⁷

Det är sålunda på sekundärmarknaden som företagsförvärven kan ske. Nästan uteslutande alla offentliga uppköpserbjudanden, sker på Stockholmsbörsen (se definition avsnitt 3.3.2).

2.5 Due diligence⁵⁸

2.5.1 Begrepp och historik

Det är viktigt att utröna begreppet due diligence för att förstå dess innebörd. Det är värt att påpeka att termen har en lång historia med anor från bland annat den romerska rätten.⁵⁹ Den historiska betydelsen kan närmast beskrivas såsom en grad av aktsamhet som vederbörande skall åta sig i en särskild situation. Med anledning av termens vida begrepp har tillämpningsområdet av termen brukats vidsträckt.⁶⁰ Dagens term due diligence härstammar från det engelska språket och kan närmast översättas till ”tillbörlig omsorg”.⁶¹ Det har i doktrin anförts att fenomenet due diligence i mångt och mycket har präglats av den senare amerikanska rätten.⁶² Det är rimligt att det rätt i sak att påstå att det numera svenska begreppet härstammar från den amerikanska värdepappersrätten, även då det är skiljda regleringar. Jag förstår resonemanget men ser inte ett starkt samband till det numera svenska begreppet av due diligence.

När en budgivare finner intresse i att potentiellt förvärva ett bolag, är det givet att denne har vissa förväntningar gällande det tilltänkta målbolaget. Due diligence fungerar således som ett verktyg för att samla och analysera information för att sedermera upptäcka eventuella brister eller något annat som förändrar bilden av målbolaget.⁶³ Vanligen sker en due diligence genom att budgivarens representanter granskar

⁵⁵ Kågerman et al, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, sid 201.

⁵⁶ Kågerman et al, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, sid 201.

⁵⁷ SOU 2006:50, s. 98.

⁵⁸ Med anledning av begreppets historik och innebörd väljer jag att bibehålla det engelska uttrycket due diligence trots att det är en framställning författad på svenska.

⁵⁹ Sevenius, *Företagsförvärv – en introduktion*, s. 100.

⁶⁰ Sevenius, *Företagsförvärv – en introduktion*, s. 100.

⁶¹ Gorton, *Due-diligence – garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, s. 31.

⁶² Sevenius, *Om "due diligence" - företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt*, SvJT 2007, s. 501.

⁶³ Gorton, *Due-diligence – garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, s. 31, lagstiftaren har likaså tangerat betydelsen av due diligence och i prop. 2004/05:158, s. 111 givit sin korta och koncisa förklaring av begreppet.

målbolaget och relevant information förknippat med den *kommersiella, finansiella* och *legala* situationen.⁶⁴ Den kommersiella besiktningen fokuserar på de operativa och kommersiella faktorerna för att bedöma lönsamhet och utveckling i branschen exempelvis avseende marknad, kunder, leverantörer och konkurrenter. Det principiella syftet med finansiell besiktning är att finna faktorer som kan korrigera värdering av målbolaget och granskningen angår därmed siffror vilket inkluderar balans- respektive resultaträkning. Slutligen tar den legala besiktningen sikte på de juridiska frågor som kan ankomma avtal, rättigheter, tillstånd, tvister et cetera.⁶⁵ Det må visserligen vara en förenklad beskrivning men ger läsaren en uppfattning till hur en due diligence kan gå tillväga.⁶⁶ En due diligence är sålunda en avgörande fas huruvida ett företagsförvärv kan komma att genomföras eller ej.

2.5.2 Due diligence som riskfördelning

I normalfallet sker en due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbjudande.⁶⁷ Due diligence fungerar härvid som ett verktyg för parterna att reglera riskfördelningen, och processen reglerar fullständigt det obligationsrättsliga förhållandet gällande felbegreppet, förutom vad som författats genom avtal.⁶⁸ Det medför i sin tur att ena parten alltid står risken för missförhållanden. Eftersom due diligence vidtas i syfte att undersöka huruvida budgivarens förväntningar infrias eller ej, utgör ett avvikande från förväntningarna ett fel i köprättslig mening då felet upptäcks efter förvärvet.⁶⁹ Det innebär att sedvanliga köprättsliga regler blir tillämpliga.⁷⁰

Rent praktiskt sker ofta en strukturerad due diligence med hjälp av ett så kallat datarum. Endera kan all relevant fakta vara väl organiserat i ett få antal mappar. I annat fall kan extremfallet vara ett rum där det finns otaligt utskrifter, dokument, analyser, prognoser et cetera från golv till tak. Det kan således skiljas sig från fall till fall till vilken grad som budgivarens representanter får ta del av dokumentation och fakta.⁷¹ Det skall dock avslutningsvis påpekas att parterna inte förlitar sig till särskilt hög grad på de köprättsliga reglerna utan föredrar att utnyttja avtalsfriheten och således ingå utförliga avtal.⁷² Med anledning av liknande utförliga komplexa avtal torde det enligt min mening innebära att en due diligence i själva verket inte fungerar, i vart fall inte uteslutande, som ett riskfördelande verktyg.

⁶⁴ Sevenius, *Företagsförvärv – en introduktion*, s. 109-110.

⁶⁵ Gorton, *Due-diligence – garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, s. 33.

⁶⁶ Se härom Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 75-96, som mer ingående förklarar vikten av en due diligence, eller ”noggrann granskning” som författaren väljer att använda, och de moment som med fördel skall utföras.

⁶⁷ Skog et al, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 40.

⁶⁸ Sevenius, *Om "due diligence" - företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt*, SvJT 2007, s. 500, 502.

⁶⁹ Sevenius, *Om "due diligence" - företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt*, SvJT 2007, s. 502.

⁷⁰ Huvudregeln att bedöma felbegreppet betraktas vara 17 kap. 3 § KöpL.

⁷¹ Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken*, s. 93.

⁷² Sevenius, *Om "due diligence" - företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt*, SvJT 2007, s. 505.

2.5.3 Due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbudande

Den här framställningen inriktar sig på företagsförvärv i form av offentligt uppköpserbudande, vilket innebär ett erbjudande som är riktat till en innehavare av värdepapper i ett noterat bolag på aktiemarknaden. Erbjudandet kan antingen vara alla eller en del av innehavarens värdepapper, men skall syfta till att förvärva kontrollen över målbolaget.⁷³ Offentliga uppköpserbudande som innefattar en del av innehavarens värdepapper sker emellertid sparsamt.⁷⁴

Det torde vara så att en due diligence inte är påkallat när det handlar om en sedvanlig investering men skulle en due diligence ske så faller den utanför regleringarna på aktiemarknaden eftersom det sker rent privat och obligationsrättsligt. När investeringen däremot blir så pass omfattande att det motsvarar ett företagsförvärv, med hänsyn till begreppet offentligt uppköpserbudande, är en due diligence i normalfallet erforderlig. Det med hänsyn att det numera rör sig om betydande ekonomiska och juridiska konsekvenser. Due diligence sker som tidigare påpekats, som ett steg i ett offentligt uppköpserbudande. Processen grundar sig i att budgivaren tillhandahålls tillräckligt med information för att bilda sig en uppfattning huruvida målbolaget uppfyller de redan ställda förväntningar, det är uppenbart att en budgivare sedan denne uppsökt ett lämpligt målbolag har vissa förväntningar och förhoppningar med företagsöverlåtelsen.

Det skall nämnas att due diligence egentligen är stick i stäv med den fundamentala grundtanken att alla aktörer på aktiemarknaden skall få tillgång till likartad information och att det skall erbjudas vid samma tidpunkt. Alla noterade bolag skall tillse hela marknaden med information som kan påverka bolagets aktiekurs.⁷⁵ När en budgivare företar en due diligence erhåller denne således selektiv information som resterande marknaden inte erbjudits. Due diligence är dock av stor betydelse och sedermera ett tillfälle då selektiv informationsgivning kan anses vara berättigat avsteg ifrån likabehandling på aktiemarknaden (se avsnitt 3.3.2 respektive 3.3.6).

Rent praktiskt begränsas en due diligence till följd av ett offentligt uppköpserbudande generellt mer, till skillnad från ett privaträttsligt företagsförvärv.⁷⁶ Det följer av takeover-reglerna som begränsar målbolagets styrelse att utge mer information än vad som är nödvändigt (se avsnitt 5.2.2). I den här framställningen preciseras inte relevanta offentliga uppköpserbudanden närmare.⁷⁷

⁷³ Art. 2 (1)(a) takeover-direktivet.

⁷⁴ Wallinder et al, *Guide to Public Takeovers – in Sweden*, s. 22.

⁷⁵ 17 kap. 1-2 §§ VpmL.

⁷⁶ Wallinder et al, *Guide to Public Takeovers – in Sweden*, s. 42.

⁷⁷ Den engelska rätten särskiljer på *negotiated*, *contested* och *hostile takeover*.

3 Regelbildning på aktiemarknaden

Här presenteras den generella delen av framställningen gällande regleringar på aktiemarknaden. Med anledning av att framställningen skall diskutera lagstiftning kontra självreglering och knyta an till aktiemarknaden, bereds i följande kapitel en generell överblick kring relevant lagstiftning på aktiemarknaden och motiven därav. Dessutom presenteras självreglering på aktiemarknaden och motiven därav samt institutioner som bedriver samt utvecklar regleringarna. Kapitlet avslutas med en kortfattad kritisk analys.

3.1 Inledning

Regleringarna på värdepappersmarknaden och därmed också aktiemarknaden är omfattande och fördelat på lagstiftning, förordningar, myndighetsföreskrifter (FFFS), marknadsplatsregler, noteringsavtal (se avsnitt 3.7), rekommendationer, uttalande et cetera.⁷⁸ Reglerna har bäring i EG-rätten och antalet bestämmelser har vuxit och bidragit till ett mer svåröverskådlig reglerverk.⁷⁹ Regleringarna på aktiemarknaden är således komplexa och utgörs av såväl lagreglering som självreglering, som till trots förekommer sällan självreglering som begrepp i juridisk doktrin.⁸⁰ Självregleringen sker med hjälp av olika branschorgan såsom marknadsplatserna (se avsnitt 3.2.2), NBK (se avsnitt 3.2.3), FI (se avsnitt 3.2.4) och AMN (se avsnitt 3.2.5). Självreglering ligger i nära samröre med etik, och ett etiskt handlande etablerar ett förtroende för marknaden som i sin tur effektiviserar utnyttjandet av resurser.⁸¹

Ett omfattande regelverk kan emellertid förknippas med en risk att reglerna inte blir tillräckligt lättöverskådliga. Det har i doktrin anförts att den finansiella marknaden är i behov av klara regler.⁸² Desto fler oklarheter, desto större osäkerhet uppstår kring tillsynsorgan och de interna kontrollrutinerna. Det i sin tur bidrar till att förtroendet riskerar att undermineras.⁸³ Låt vara osagt för tillfället huruvida aktiemarknaden har tillräckligt klara regler eller ej.

3.2 Relevant lagstiftning

3.2.1 Motiv för lagreglering

Fungerar marknadsmekanismerna oförtjänligt finns det anledning att reglera marknaden i syfte att behjälpa aktörerna att fatta beslut som är förenliga med samhällsekonomiska mål.⁸⁴ Åtgärder som bidrar till intressekonflikter är exempelvis *negativa externa effekter*, *ofullständig konkurrens*, *informationsproblem*. Negativa externa effekter kan

⁷⁸ Prop. 2006/07:115, s 247.

⁷⁹ Prop. 2006/07:115, s 247.

⁸⁰ Gometz, *Om självreglering och god sed i rättstillämpningen på redovisnings- och revisionsområdet*, s. 91.

⁸¹ Kågerman et al, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, s. 336.

⁸² Samuelsson, *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*, SvJT, s. 875.

⁸³ Samuelsson, *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*, SvJT, s. 875.

⁸⁴ Prop. 2006/07:115, s. 266.

bero på att en aktör fattar ett beslut som medför extra kostnader för andra. Ofullständig konkurrens leder däremot till hög prisbildning och försvårar för mindre företag att etablera sig på marknaden. Av större intresse för denna framställning är informationsproblemet som grundar sig i asymmetrisk tillgång till information. Det kan ge upphov till svårbemästrade intressekonflikter och sedermera rubba förtroendet för marknaden. Åsyftandet av regleringarna måste emellertid mätas mot de kostnader som implementeringen medför.⁸⁵

Dessutom bör behovet av förtroendet vägas emot den effektivitet som råder på marknaden.⁸⁶ Med effektivitet menas aktörernas möjlighet till att genomföra transaktioner till en fördelaktig kostnad och nära samband med marknadens likviditet. Jag är av den uppfattningen att det torde vara så att en ökad reglering leder till en trögare marknad och en ökad kostnad för parterna men etablerar en viss grad av förtroende för marknaden. Desto högre likviditet, desto mer vilja att inleda handel och som i sin tur bidrar till rättvisande priser.⁸⁷

För att etablera en fungerande ekonomi och infrastruktur är lagstiftning en ofrånkomlig del. Det är vanskligt att genomföra effektiva affärstransaktioner i avsaknad av regleringar. Med ambitionen att bedriva en marknad med effektiv prisbildning krävs en standardisering som innehåller klara regler och som bidrar till en kostnadsreducering gällande såväl information som transaktioner.⁸⁸

3.2.2 Takeover-direktivet

Takeover-direktivet har till hög grad haft de brittiska takeover-reglerna⁸⁹ som förebild. De brittiska reglerna angående offentliga uppköpserbudande har, i jämförelse med andra nationer, en lång historik och har sedan de första reglerna 1968 vid ett antal tillfällen reviderats.⁹⁰

Direktivet är en miniharmonisering och tillåter fortsatt självreglering men erfordrar i sådana fall en förankring genom en offentlig reglering.⁹¹ Ändamålet med direktivet är att skapa en rättvis och rimlig behandling av aktieinnehavarna vid ett offentligt uppköpserbudande.⁹² Fortsättningsvis är förhoppningen med direktivet bland annat att skapa klarhet och öppenhet vid rättsliga spörsmål men även att verka för en fortsatt fri marknad.⁹³

⁸⁵ Prop. 2006/07:115, s. 266.

⁸⁶ Prop. 2006/07:115, s. 269.

⁸⁷ Prop. 2006/07:115, s. 269.

⁸⁸ SOU 2006:50, s. 136.

⁸⁹ The City Code on Takeovers and Mergers.

⁹⁰ Prop. 2005/06:140, s. 34.

⁹¹ Ingressen (1) till takeover-direktivet.

⁹² Ingressen (2) till takeover-direktivet.

⁹³ Ingressen (3) respektive (18) till takeover-direktivet.

Det är fritt upp till varje nation att implementera mer långtgående regler.⁹⁴ För Sveriges vidkommande ansåg lagstiftaren att den mest ändamålsenliga implementeringen var dels lagstiftning, dels självreglering genom att i lagen föreskriva att marknadsplatser skall författas med regler som uppfyller direktivets krav och syfte.⁹⁵

I och med införandet av direktivet i svensk lag var en förhoppning att Finansinspektionen (härefter FI) och dess roll skulle ”utvidgas väsentligt”. Likaså ställdes krav att sanktionerna på marknaden skulle vara avskräckande för att tillgodose en effektiv och opartisk marknad.⁹⁶

3.2.3 Lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

Innan LUA saknade Sverige specifika lagregleringar gällande offentliga uppköpserbudanden.⁹⁷ Det var istället NBK som stipulerade regler, återigen med de brittiska takeover-reglerna som förebild. NBK formulerade redan 1971 rekommendationer gällande offentliga uppköpserbudanden men rekommendationerna har fram till 2003 reviderats ett antal tillfällen.⁹⁸ Jag antar att det torde bero på den föränderliga marknaden som de facto aktiemarknaden är och förmodligen förblir, i vart fall om utvecklingen fortsätter med självreglering som fokus.

LUA infördes som en direkt följd av takeover-direktivet. När takeover-direktivet implementerades var den grundläggande tanken att bevara den rättsliga infrastrukturen som förankrats på aktiemarknaden.⁹⁹ Av den anledningen infördes LUA som ett sorts lagstiftat ramverk. Det infördes vidare en plikt, för den part som avser att lägga ett offentligt uppköpserbudande på ett målbolag, med aktier noterade på en reglerad marknad, att (1) ”följa de regler som börserna har fastställt för sådana erbjudanden, och” (2) ”underkasta sig de sanktioner som börserna får besluta om vid överträdelse av dessa regler”.¹⁰⁰ LUA tar däremot på intet vis sikte på due diligence och vilka innebörder eller konsekvenser det kan medföra. Omständigheterna kring due diligence regleras således istället av vad som följer av börsernas regler, vilket bland annat innefattar NBK:s takeover-regler och noteringsavtalet.

3.2.4 Insiderlagen

Lag (SFS 2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (härefter insiderlagen) har till avsikt att beivra aktörer från att utnyttja information som denne tagit del av men som ännu inte offentliggjorts.¹⁰¹ Det innebär således att en aktör som tagit del av liknande insiderinformation får varken förvärva

⁹⁴ SOU 2005:58, s. 9-10.

⁹⁵ Prop. 2005/06:140, s. 44.

⁹⁶ SOU 2005:58, s. 81.

⁹⁷ Prop. 2005/06:140, s. 41.

⁹⁸ Prop. 2005/06:140, s. 37.

⁹⁹ SOU 2005:58, s. 75.

¹⁰⁰ 2 kap. 1 § 1-2 p. LUA.

¹⁰¹ 1 § 1 p. lag (SFS 2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (härefter insiderlagen).

eller avyttra aktier som informationen rör.¹⁰² Om det skall föreligga ett brott enligt insiderlagen krävs det att informationen är av sådan karaktär att det *väsentligt* påverkar priset.¹⁰³ Till skillnad från takeover-reglernas ordalydelse ”*rimligen kan påverkas*” (se avsnitt 4.2.1), ställer insiderlagen krav att information skall vara av känsligare information för att brott skall föreligga. En aktör kan således dömas enligt takeover-reglerna men frias enligt insiderlagen. Båda regelverken behandlar selektiv information men har olikvärdiga kriterier då det kan ge en fällande dom. Det framkommer inte varför det finns en snedvridning mellan regelverken.

Det är dock i förarbetena angivet att ”*enbart det förhållande att beslutsfattare sedan genomför transaktionen bör inte anses innebära att denne utnyttjar insiderinformation*”.¹⁰⁴ Det torde innebära att all information som erhålls genom en takeover-process uttryckligen är undantaget insiderinformation, i lagens mening. Det framkommer emellertid inte i förarbetet. Ordalydelse har hämtas från ingressen till marknadsmissbruks-direktivet¹⁰⁵, varför det bör tolkas i ljuset av direktivet. Min uppfattning är att undantaget blir tillämpligt i de fall då ett offentligt uppköpserbjudande de facto genomförs. Skall ordalydelsen tolkas strikt verkar det onekligen som undantaget endast gäller då förvärvet genomförs. Vidare bör enligt min mening ändock en rimlighetsbedömning vidtas i syfte att undersöka huruvida insiderinformationen påverkat priset eller om priset reflekterar vad som kan anses utgöra bokfört värde. Det medför en status quo då budgivaren väljer att inte lämna ett erbjudande och undantaget verkar därmed bara vara tillämpligt då förvärvet genomförs.

I det fall att en aktör utnyttjar insiderinformationen och förvärvar eller avyttrar aktier skall denne ådömas böter eller upp till sex månaders fängelse om förseelsen är ringa. I annat fall kan denne ådömas från sex månaders till fyra års fängelse om förseelsens betraktas som grov med tanke på affärens omfattning och övriga omständigheter.¹⁰⁶

3.3 Självregering

3.3.1 Motiv för självregering

Det har anförts i doktrin att självregering, tvärtemot lagstiftning, präglas av snabbhet och flexibilitet.¹⁰⁷ Eftersom det till stor del råder självregering är det sålunda inte särskilt förvånande att aktiemarknaden historiskt sett varit dynamisk och föränderlig. Aktiemarknaden kan förhållandevis snabbt anpassas till dagens situation, och dessutom utan att vara särskilt kostnadskrävande, i vart fall jämförelsevis till lagstiftning. Dessutom anför det i doktrin att självregering är förmånligt eftersom regleringarna är utformade av experter inom ämnesområdet. EU har dock i viss mån visat motsträvighet

¹⁰² 2 § 1 st. insiderlagen.

¹⁰³ 1 § 1 p. insiderlagen.

¹⁰⁴ Prop. 2004/05:142, s. 164.

¹⁰⁵ Ingressen (29) till Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

¹⁰⁶ 2 § 2 st. insiderlagen.

¹⁰⁷ Munck, *Självregering på värdepappersmarknaden*, JT, s. 564.

gentemot självreglering.¹⁰⁸ Det förefaller finnas fler motiv till självreglering såsom förmågan att anpassa till de specifika förhållanden som råder inom en specifik bransch.¹⁰⁹

Självregleringen präglas av god sed, men lagstiftaren har överlämnat god seds innebörd till marknadsaktörer. Det är sålunda aktörerna som avgör huruvida en aktörs agerande utgör god sed.¹¹⁰ Enligt min mening kan det ifrågasättas huruvida det skall vara upp till aktörerna själva att avgöra om deras beteende är acceptabelt eller ej med tanke på risken för subjektivitet.

3.3.2 Marknadsplatser

Handel med värdepapper sker över diverse marknader. Det som i dagligt språkbruk benämns som ”börsen” och där den huvudsakliga handeln sker är i själva verket *OMX Nordic Exchange* (härefter Stockholmsbörsen) och sedermera inte den enda ”reglerade marknaden”¹¹¹.¹¹² *Nordic Growth Market AB* (härefter NGM) är nämligen den likaså en legitimerad marknad.¹¹³ NGM är emellertid mindre välkänt eftersom marknadsplatsen är specialiserat på mindre tillväxtbolag.¹¹⁴ En börs är däremot ett svenskt aktiebolag eller svensk ekonomisk förening som bedriver den reglerade marknaden.¹¹⁵ För att bedriva en börs krävs det att marknadsplatsen har auktoriserats av FI.¹¹⁶

Tidigare i svensk lagstiftning fanns begreppet *auktoriserad marknadsplats*, denna marknadsplats fungerar i all väsentlighet som en ”reglerad marknad” men är dock inte reglerad i lika stor utsträckning.¹¹⁷ Det kallas numera handelsplattform¹¹⁸ och Aktietorget har sedan 1 november 2007 fått FI:s auktorisation att bedriva denna verksamhet.¹¹⁹

¹⁰⁸ Munck, *Självreglering på värdepappersmarknaden*, JT, s. 564, 558.

¹⁰⁹ Kågerman et al, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, s. 343.

¹¹⁰ Samuelsson, *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*, SvJT, s. 889.

¹¹¹ Prop. 2006/07:115, s. 16, lagstiftaren definierar reglerad marknad ”ett multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör sammanförande av ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man - regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönmässiga regler - så att detta leder till avslut”, se vidare prop. 2006/07:115, s. 329. det är en nytillkommen definition och de tidigare begreppen ”börs” och ”auktoriserad marknadsplats” revideras därmed.

¹¹² SOU 2006:50, s. 94.

¹¹³ Kågerman et al, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, s. 186.

¹¹⁴ SOU 2006:50, s. 100.

¹¹⁵ 1 kap. 5 § 3 p. VpmL.

¹¹⁶ 12 kap. 1 § VpmL.

¹¹⁷ Jmf 11 kap. med 13 kap. VpmL.

¹¹⁸ Prop. 2006/07:115, s. 15, lagstiftaren definierar handelsplattform ”ett multilateralt handelssystem (Multilateral Trading Facility, MTF) inom EES som drivs av ett värdepappersinstitut eller en börs och som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man - inom systemet och i enlighet med icke skönmässiga regler - så att detta leder till avslut”.

¹¹⁹ <http://www.aktietorget.se/AboutGeneral.aspx>, besökt 2009-10-23, 15:14.

Marknadsplatserna har övergripande regler som stadgar att de skall bedrivas hederligt, rättvist och professionellt i syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.¹²⁰ Den nya lagstiftningen ersätter den tidigare ”sundhetsregeln” som kom till uttryck i den numera upphävda lag (SFS 1992:543) om börs- clearingverksamhet.¹²¹ En stöttepelare gällande marknadsplatsernas regler är det så kallade noteringsavtalet (se avsnitt 3.3.7).¹²²

Mer specifikt skall marknadsplatserna eftersträva fritt *tillträde*¹²³, *neutralitet*¹²⁴ och *god genomlysning*¹²⁵. Ett fritt tillträde tillhandahåller en hög likviditet vilket är förmånligt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv.¹²⁶ Desto bättre likviditet, desto lättare kan investerare omfördela sitt kapital, vilket kännetecknar en effektiv marknad.¹²⁷ På en marknadsplats skall det råda neutralitet där part varken särbehandlas, positivt eller negativt. Det betyder att en likabehandling där hänsyn ej tas till exempelvis ägarintressen.¹²⁸ Slutligen skall marknadsplatserna ha sådana rutiner och handelsregler att fullständig och korrekt information kan erhållas utan att riskera att rubba förtroendet.¹²⁹

Dessutom skall en börs tillse att det finns en disciplinnämnd som behandlar överträdelser av de reglerade marknadernas regelverk, vilket bland annat innefattar noteringsavtalet (se avsnitt 3.3.7).¹³⁰ Det innebär mer ingående, att endast avse där ett aktiebolag eller en börsmedlem ”*uppsåtligen eller av oaktsamhet*” överträtt börsens regelverk.¹³¹ Disciplinnämnden kan i sådana fall besluta om avnotering vid allvarlig förseelse, i annat fall kan ett vite utdömas.¹³²

3.3.3 Näringslivets Börskommitté

NBK skall eftersträva för att tillgodose, vad de flesta aktörer anser vara, en god sed på aktiemarknaden.¹³³ Genom att ge ut rekommendationer verkar NBK som ett

¹²⁰ 11 kap. 1 § respektive 13 kap. 1 § VpmL.

¹²¹ 2 kap. 1 § lag respektive 7 kap. 1 § (SFS 1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

¹²² Munck, *Självreglering på värdepappersmarknaden*, JT, s. 554.

¹²³ 11 kap. 1 § 1 p. respektive 13 kap. 1 § 1 p VpmL.

¹²⁴ 11 kap. 1 § 2 p. respektive 13 kap. 1 § 2 p VpmL.

¹²⁵ 11 kap. 1 § 3 p. respektive 13 kap. 1 § 3p VpmL.

¹²⁶ Prop. 1991/92:113, s. 60.

¹²⁷ Prop. 1991/92:113, s. 57.

¹²⁸ Prop. 1991/92:113, s. 60.

¹²⁹ Prop. 1991/92:113, s. 61.

¹³⁰ 13 kap. 14 § VpmL.

¹³¹ Prop. 1997/98:71, s. 53.

¹³² Prop. 2005/06:140, s. 38.

¹³³ Prop. 2005/06:140, s. 37.

betydelsefullt organ för att självreglering skall kunna råda på marknaden.¹³⁴ Under årens lopp har NBK givit ut flertalet rekommendationer och NBK påpekar att de mest betydelsefulla reglerna är gällande offentliga uppköpserbjudanden.^{135, 136} Anledningen till att NBK påpekar takeover-reglerna torde vara att det är särskilt viktigt att uppnå standardiserade regler gällande liknande företagsförvärv som innefattar betydande ekonomiska och juridiska konsekvenser. Vidare är aktiemarknaden dynamisk vilket inneburit att dessa regler reviderats och anpassats till dagens situation (se avsnitt 4).¹³⁷ Det faktiska genombrottet av reglerna torde ändå vara då budplikt¹³⁸ infördes i LUA. Offentliga uppköpserbjudanden blir en alltmer förekommande företeelse och desto fler fall, desto fler fall av tolkning för AMN (se avsnitt 3.3.6).

NBK drivs av en ideell förening och består av nio medlemmar: ”Svenskt Näringsliv, Stockholms Handelskammare, Stockholmsbörsen, Svenska Fondhändlerföreningen, Svenska Bankföreningen, FAR (Föreningen Auktoriserade Revisorer), Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, Fondbolagens Förening samt Sveriges Försäkringsförbund”.¹³⁹

Det som är viktigt att uppmärksamma i sammanhanget är att noteringsavtalet stipulerar att de uppställda reglerna enligt NBK skall följas, i annat fall följer disciplinära åtgärder enligt noteringsavtalet (se avsnitt 3.3.7).¹⁴⁰

3.3.4 Finansinspektionen

FI är tillförordnad myndighet som övervakar att värdepappersmarknaden, vars generella tillsyn omfattar bland annat att börser bedrivs i enlighet med och efterlever de lagar, förordningar, myndighetsföreskrifter samt andra bindande regler som är uppställda.¹⁴¹ Följaktligen har FI tillsyn över den handel som sker med aktier i aktiebolag. Det är vidare fundamentalt att handel med finansiella instrument bedrivs så, att allmänheten bevarar sitt förtroende för värdepappersmarknaden och att det inte leder till att

¹³⁴ Munck menar i hans artikel *Självreglering på värdepappersmarknaden*, JT, s 558, att NBK har en auktorativ position och visar exempel därav.

¹³⁵ Takeover-reglerna.

¹³⁶ http://www.naringslivetsborskommitte.se/om-naringslivets-borskommitt_4, besökt 2009-10-24, 11:03.

¹³⁷ De nya takeover-reglerna har emellertid utstått en del kritik av, bland annat reserverade sig ledamot Anders Nyrén mot förändringar gällande prisddifferenser mellan A- och B-aktier, NBK pressmeddelande 2009-03-16. Lindencrona talar i *Ny Juridik, Röstvärdedifferenser – vart är vi på väg?*, om hur röstvärdedifferentiering i svensk rätt kan komma att förändras, s. 34-57.

¹³⁸ Budplikt innebär att den som genom förvärv av aktier erhåller ett aktieinnehav om minst tre tiondelar skall offentliggöra innehavet och inom fyra veckor ”lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget” som följer av 3 kap. 1 § LUA.

¹³⁹ SOU 2005:58, s. 53.

¹⁴⁰ Prop. 2005/06:140, s. 46.

¹⁴¹ 23 kap. 1 § 1-2 st. VpmL.

kapitalinsatser otillbörligen äventyras.¹⁴² FI tillser därmed att marknaden drivs effektivt och upprätthåller ett förtroende samt inger den stabilitet som krävs.¹⁴³

Trots att FI har den teoretiska och generella tillsyn har FI inte haft någon särskild praktisk funktion vid offentliga uppköpserbjudanden.¹⁴⁴ I själva verket utför berörda marknadsplatser och AMN den faktiska tillsynen. Lagstiftaren har dock velat motverka den splittring som de facto skett av tillsynen och förespråkat att FI skall medverka i större utsträckning och göra ställningstaganden gällande dispens från budplikt samt därmed rimligtvis höja effektiviteten.¹⁴⁵ Det verkar emellertid inte som om det skett någon verklig förändring, med anledning av att FI fortsatt har möjlighet till att delegera uppgifter till representativa företrädare (AMN).¹⁴⁶ Det blev således inte lika stort genomslag av FI och dess nya funktion som SOU hade förhoppning om. Enligt min mening är det företeelser av liknande slag som de facto underminerar självreglering och dess funktion. Det må vara så att det specifika exemplet inte påverkar aktiemarknaden förtroende i särskilt stor utsträckning, men det belyser i vart fall en negativ sida med självreglering.

Om något bolag inte följer de lagar, förordningar, myndighetsföreskrifter samt andra bindande regler som är uppställda kan FI utdöma sanktioner i form av anmärkning, vitesföreläggande, straffavgift et cetera.¹⁴⁷

3.3.5 Aktiemarknadsnämnden

AMN skall liksom NBK verka för en god sed på aktiemarknaden, däremot agerar AMN med hjälp av främst uttalanden i de enskilda fallen och även genom rådgivning samt informationsgivning.¹⁴⁸ Uttalanden sker antingen på eget initiativ eller efter begäran och behandlas då såtillvida, att det är av principiell eller praktiskt betydelse.¹⁴⁹ Det är värt att poängtera att AMN:s beslut inte kan överklagas.¹⁵⁰ Det gäller visserligen inte då uttalandet skett på delegation från FI.¹⁵¹ Det är likaså viktigt att rätt ärende behandlas av rätt organ, varför AMN avgränsat sig från att behandla ärenden i rena lagtolkningsfrågor och värderingsfrågor.¹⁵²

¹⁴² 1 kap. 2 § lag (SFS 1991:980) om handel med finansiella instrument (härefter LHF).

¹⁴³ http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage_____168.aspx, besökt 2009-10-20, 14:30.

¹⁴⁴ Prop. 2005/06:140, s. 73.

¹⁴⁵ Prop. 2005/06:140, s. 73.

¹⁴⁶ 7 kap. 10 § LUA.

¹⁴⁷ Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 160.

¹⁴⁸ SOU 2005:58, s. 55, http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25, besökt 2009-10-25, 13:00.

¹⁴⁹ SOU 2005:58, s. 55-56.

¹⁵⁰ Prop. 2005/06:140, s. 39.

¹⁵¹ Munck, *Självreglering på värdepappersmarknaden*, JT, s 561.

¹⁵² Munck, *Självreglering på värdepappersmarknaden*, JT, s 560.

Korrelationen mellan NBK och AMN fungerar genom att NBK uttryckligen utsett AMN som tolkande- och dispensprövande organ. Av de fall som AMN behandlar är övervägande delen gällande offentliga uppköpserbjudanden och andelen fortsätter att öka.¹⁵³ AMN består av företrädare från näringslivet som ansetts som representativa, sammansättningen har givit en ordförande respektive en vice ordförande och 22 ledamöter.¹⁵⁴

Ytterligare en aspekt som bör belysas i sammanhanget är till vilken grad som subjektivitet föreligger eller motarbetas inom de självreglerande organen. Bedrivandet av ett aktiebolag är ofrånkomligt förknippat med vissa intressekonflikter och intressegrupperna kan grovt indelas i *företagsledning*, *majoritet* och *minoritet*.¹⁵⁵ Med tanke på differentieringen av intressen är det således av vikt att de självreglerande organen representerar och tillgodoser samtliga intressen.

Rolf Skog får exemplifiera och måhända ofullständigt personifiera, eller i vart fall belysa den ensidighet som råder inom aktiemarknaden. Rolf Skog har författat ett flertal böcker bland annat *”Nya takeover-reglerna på den svenska aktiemarknaden”* (i samråd med aktiemarknadsledamot och tillika advokat Göran Nyström) och redigerat Rodhes *”aktiebolagsrätt”*. Dessutom har Rolf Skog varit sekreterare i Aktiebolagskommittén och sekreterare i takeover-utredningen samt föredragare i aktiemarknadsnämnden.

3.3.6 Praxis

Det är sålunda AMN som granskar de enskilda fallen och sedermera etablerar den praxis som existerar på aktiemarknaden gällande offentliga uppköpserbjudanden. På AMN:s hemsida finns det att tillgå samtliga uttalanden, med undantag för de fallen som klassificerats som hemlighetsstämplade.

AMN 2004:09

Bland annat har AMN uttalat betydelsen av att inte äventyra förtroendet för aktiemarknaden genom att strida mot vad som anses som god sed och sedermera otillbörligt påverka aktiekursen i ett målbolag.¹⁵⁶ I det särskilda fallet försatte en budgivare en annan konkurrerande budgivare i en insiderposition (se avsnitt 3.2.4) genom att, utan begäran, lämna information om målbolaget och därmed motverka fortsatt handel av aktierna.¹⁵⁷ Mottagaren av informationen kunde emellertid ha offentliggjort informationen vilket innebär att denne inte längre anses som insider eftersom informationen numera nått hela marknaden. Det förutsätter dock att inget sekretessavtal undertecknats, mellan budgivaren och målbolaget, som hindrar part från spridning av informationen. Det blir vidare aktuellt vad det specifika sekretessavtalet stipulerar, med tanke på budgivaren i det särskilda fallet erhållit information som denne inte begärt och från annan part än målbolaget.

¹⁵³ SOU 2005:58, s. 57-58.

¹⁵⁴ http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25, besökt 2009-10-25, 13:30.

¹⁵⁵ Bergström et al, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 18.

¹⁵⁶ AMN 2004:09.

¹⁵⁷ AMN 2004:09.

AMN 2008:49

I normalfallet under ett offentligt uppköpserbjudande företas en due diligence och ett sekretessavtal undertecknas (se avsnitt 2.2, 4 p.) för att undvika att den information som budgivaren erhåller skall spridas innan dess att förvärvet är genomfört. Med det tidigare fallet i åtanke torde det således innebära att en due diligence förhindrar handel i målbolaget innan dess att informationen offentliggjorts eftersom budgivaren erhållit selektiv information.

AMN har uttalat att en due diligence-process är vedertaget trots att det är ett avsteg från likabehandlingsprincipen (se avsnitt 3.3.2),¹⁵⁸ men det förutsätter dock att företagsförvärvet fullföljs. Om förvärvet inte fullföljs besitter budgivaren särskild information om målbolaget som ännu inte nått hela marknaden och kan därmed inte handla i målbolagets aktier. I samma fall har AMN påpekat att takeover-reglerna skall tolkas restriktivt och det innebär att målbolaget endast skall medverka till en due diligence-process såtillvida, att det tilltänkta uppköpserbjudandet är seriöst ämnat och vara av intresse för aktieägarna.

AMN 2004:31

I ett annat fall erhöll en budgivare information, dock inte genom due diligence, men takeover-reglerna gällande due diligence sågs analogt tillämpliga enligt AMN.¹⁵⁹ Det som är av extra intresse i det särskilda fallet är att, vanligtvis är målbolaget förpliktade att offentliggöra informationen om det varit kurspåverkande (se avsnitt 5.2.2) men att denna förpliktelse kan övergå till budgivaren i det fall att målbolaget med tanke på omständigheterna inte väljer att offentliggöra informationen. Återigen skall det påpekas att det kan vara otjänligt då det är brukligt att budgivaren undertecknar ett sekretessavtal med innehållande vitesklausul och sedermera har restriktioner om vad denne får offentliggöra.

3.3.7 Noteringsavtalet

För att erhålla den fullständiga bilden av vilka regleringar som inverkar på uppköpserbjudanden måste likaså noteringsavtalen beaktas. Noteringsavtalet stadgar vissa uppställda regler från marknadsplatsernas sida som är riktade till samtliga noterade bolag.¹⁶⁰ Genom noteringsavtalen är således såväl budgivaren som målbolaget bundna av takeover-reglerna vid offentliga uppköpserbjudande. Det är vidare ett kommersiellt avtal ingånget mellan börsen och de noterade bolagen, däri är informationsplikten central och mer utförlig beskriven gentemot lagtexten.¹⁶¹

Den fundamentala tanken med noteringsavtalet är att densamma informationen skall återges till marknaden och dess aktörer under ett och samma tillfälle.¹⁶² Noteringsavtalet har till avsikt att verka för en rättvis marknad och det innebär att ”*all kurspåverkande*

¹⁵⁸ AMN 2008:49.

¹⁵⁹ AMN 2004:31.

¹⁶⁰ Prop. 2005/06:140, s. 38.

¹⁶¹ jmf 15 kap. 6 § lag (SFS 2007:528) om värdepappersmarknaden (härefter Vpml).

¹⁶² Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 212.

information omedelbart skall offentliggöras med ett pressmeddelande".¹⁶³ Det medför att det är en nödvändighet för alla bolag att ha en hemsida som kan offentliggöra information i den snaraste mån möjligt och därmed hålla informationen tillgänglig för hela marknaden samtidigt.¹⁶⁴ Dessutom är det i noteringsavtalet stadgat att bolagen skall följa lag, annan författning och god sed på marknaden, vilket innefattar AMN och de utfärdade rekommendationerna. Det finns vissa punkter eller förändringar som konstituerar så pass viktiga att de alltid skall offentliggöras, däremot skall även kurspåverkande information likaså offentliggöras. Företagsförvärv är exemplifierad såsom kurspåverkande information.¹⁶⁵ Lagstiftaren antyder att det även innefattar förberedelser respektive planer på uppköpserbjudanden.¹⁶⁶

Det förefaller emellertid märkligt för mig veterligen att budgivare respektive målbolaget skall informera marknaden om förberedelser med anledning av att det kan påverka kursen under förhandling och främst för att parterna kanske inte fullföljer förvärvet. Enligt min mening torde det åsyfta ett skeende där förvärvet praktiskt taget är genomfört men är tveksam att verkligheten förhåller sig på sådant vis. Företag verkar ha en stor respekt för likabehandlingsprincipen och offentliggör hellre än inte alls.

Åsidosätter ett företag noteringsavtalet föreligger en risk att bolagets kan förpliktas att avnotera aktierna såtillvida, att förseelsen är allvarlig, i annat fall får börsen besluta om att ålägga ett vite. Påföljden avgörs av börsens disciplinnämnd (se avsnitt 3.3.2).¹⁶⁷

3.4 En kritisk granskning, lagreglering respektive självreglering

Det har presenterats såväl för- som nackdelar för både lagstiftning respektive självreglering. Enligt min mening torde det stå klart att självreglering är det mest optimala tillvägagångssättet för att tillgodose alla parter möjliga såtillvida, att det råder under konstens alla regler och att förtroendet för aktörerna inte riskerar att missbrukas. Oavsett huruvida det anförs att aktiemarknaden skall vara reglerat med hjälp av lagstiftning, självreglering eller en kombination krävs klara regler för att investerare skall bevara förtroendet för marknaden. Vidare är det av fundamental betydelse att marknaden förses med rättvis information samtidigt.

Aktiemarknadens regelverk består idag av dels lagstiftning, dels självreglering. Frågan som bör ställas är om det finns tillräckligt med lagstiftning för att behjälpa aktörerna på marknaden och de självreglerande instituten att fatta rätt beslut. Det är otvivelaktigt att det finns såväl för- som nackdelar med både lagstiftning (förknippat med trög marknad och höga omkostnader men likväl behjälper aktörer att fatta rätt beslut) och självreglering (motsatsen till lagstiftning, flexibel, icke särskilt kostsam, utformat av experter men dock är det aktörerna som om besluten är korrekta). Likaså är det otvivelaktigt att lagstiftning tillkommer genom en politisk process. Lika självklart är det

¹⁶³ Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 213.

¹⁶⁴ Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 213.

¹⁶⁵ Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 214.

¹⁶⁶ Prop. 2005/06:140, s. 38.

¹⁶⁷ Prop. 2005/06:140, s. 38.

förmodligen inte att viss självreglering tillkommer med viss form av politisk lobbyverksamhet. Det ter sig således som om politiska åsikter blir ofrånkomligt oavsett formen av reglering och det läsaren skall begrunda och ta med sig till den avslutande analysen är att ena formen av politik är reglerad, men inte den andra.

Det har förhoppningsvis inte undkommit läsaren att aktiemarknaden i mångt och mycket är beroende av ett bevarat förtroende för marknaden. Syftet med lagstiftningen är att bevara förtroendet men dessutom att verka för ett effektivt investeringsskydd. I doktrin har det emellertid anförts att det inte förekommer ett effektivt investeringsskydd. Vidare har lagstiftaren varit obenägen att införa ett civilrättsligt investeringsskydd och att det kan bero på påverkan av olika *aktörer*.¹⁶⁸ Doktrin är således inte uteslutande okritiska till självregleringen och läsaren kan själv dra slutsatsen vilka aktörer som författaren åsyftade.

¹⁶⁸ Af Sandeberg et al, *Börsrätt*, s. 31.

4 Danska och brittiska takeover-regler

I och med följande kapitel inleds framställningens djupgående fokus avseende självreglering. För att läsaren skall vara införstådd med hur takeover-reglerna kan vara utformade i annan nations rätt följer härmed ett kapitel med dansk och brittisk rätt gällande offentliga uppköpserbjudande som påvisar hur takeover-reglerna kan utformas för att undvika problematiken med due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbjudande. Dessutom inleds vardera utländska rätt med en kort ingress som presenterar generell gällande rätt.

4.1 Danska takeover-reglerna

4.1.1 Inledning

Den viktigaste regleringen inom den danska aktiemarknadsrätten är *Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v.*¹⁶⁹ (härefter værdipapirhandelsloven) och fungerar som ett ramverk samt stadgar generella principer. I den gällande rättens hierarki följer även ett antal betydande regler i form av *bekendtgørelser* utfärdade av *Fonrådet* och *Finanstilsynet*.¹⁷⁰ Den danska rätten är avseende aktiemarknadsrättsliga spörsmål lik den svenska rätten och ännu en likhet är att det föreligger dels lagstiftning, dels självreglering som kommer till uttryck genom regler stadgade av *fondbørser*, *autoriserede markedspladser*, *clearingcentraler* och *værdipapirscentraler*. Dessutom i och medlemskapet i EU sker lagstiftning i ljuset av EG-rätten och präglas till stor del av EG-direktiven.¹⁷¹

Rent generellt enligt dansk rätt skall ett *aktieselskab* tillse marknaden med information om den rör verksamheten och är av väsentligt förhållande samt antas påverka aktiekursen.¹⁷² Det är vidare stadgat att sådan information skall omedelbart offentliggöras och vara fullständig liksom korrekt.¹⁷³ Det skall dock påpekas att dansk rätt inte särskiljer på *intern viden* (insiderinformation) vid offentliga uppköpserbjudande (till skillnad från Sverige, se 3.2.4 respektive 5.2.1). Det är intressant med tanke på att Sverige har åtskiljda regleringar i form av insiderlagen och takeover-reglerna som dessutom skiljer sig nämnvärt.

4.1.2 Gällande rätt kring takeover-reglerna

I samband med takeover-direktivet valde Danmark att utfärda ”*Bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser*” (härefter BOAO).¹⁷⁴

¹⁶⁹ Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. LBK nr 843 af 07/09/2005 (Gældende) (härefter værdipapirhandelsloven).

¹⁷⁰ Krüger Andersen et al, *Børsretten*, s. 40.

¹⁷¹ Krüger Andersen et al, *Børsretten*, s. 29-30.

¹⁷² Lau Hansen, *Nordisk Børsret*, s. 59.

¹⁷³ 7 kap. 27 §1, 4 st. værdipapirhandelsloven.

¹⁷⁴ Bekendtgørelsen indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud (EU-Tidende 2004 L 142, s. 12) (härefter BOAO).

Med overtagelsestilbud (offentligt uppköpserbudande) menas i enlighet med svensk rätt att erbjudandet skall riktas till aktieägare i ett noterat bolag och åsyfta att överta kontrollen i bolaget.¹⁷⁵ Vidare stadgar BOAO att det föreligger en plikt att offentliggöra information som ”*kan påvirke aktiernes frie omsættelighed, eller som vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen*”.¹⁷⁶

Det som särskilt skall uppmärksammas i denna framställning är det tillfälle då dansk rätt, gällande offentliga uppköpserbudanden, skiljer sig nämnvärt åt den svenska rätten. Det finns nämligen undantaget situationer då handelsförbud inte råder ävensom om en part innehar *intern viden*.¹⁷⁷ En situation som är undantagen handelsförbud av noterade bolag är då:

*”køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab... såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet”*¹⁷⁸

Denna ordalydelse har betydande konsekvenser för offentliga uppköpserbudanden. I normalfallet företar en budgivare en due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbudande för att undersöka hur målbolaget förhåller sig till ställda förväntningar och förhoppningar. Budgivaren kan därmed genom en due diligence erhålla information som rör verksamheten och är av väsentligt förhållande samt antas påverka aktiekursen. Erhåller budgivaren sådan information skall det i normalfallet offentliggöras annars råder handelsförbud, emellertid är det undantaget i dansk rätt då det anses som ett nödvändigt led i ett offentligt uppköpserbudande.

Däremot har det anförts i dansk doktrin att den danska implementeringen av marknadsmissbruks-direktivet är felaktigt med anledning av, att missbruk till och med är inbegripet i undantaget.¹⁷⁹ Därmed kan inte part ådömas insiderhandel under några omständigheter vid offentliga uppköpserbudanden. Rättsläget är osäkert och jag är enig med anförd doktrin att väl i domstol bör ett missbruk tolkas som otillbörligt och därmed ådömas sanktioner om denne missbrukar sitt informationsövertag. Sålunda torde en liknande situation vara då budgivaren endast företar en due diligence som ett led i att tillskansa sig otillbörlig fördel i form av ett informationsövertag för att sedan förvärva eller avyttra aktier i bolaget. Slutsatsvis är förmodligen Danmarks regler för långtgående och det är förtydligat i Goebbels rapporten¹⁸⁰ att:

”Det skal være muligt for en tilbudsgiver at forelægge og gennemføre et overtagelsestilbud, når vedkommende råder over intern viden om målselskabet, forudsat at dette selskabs aktionærer ikke påføres skade i mangel af denne viden (hvis f.eks. det afspejles i den tilbudte pris, eller hvis det

¹⁷⁵ 1§ 1 p. BOAO.

¹⁷⁶ 19 § BOAO.

¹⁷⁷ 10 kap. 35 § 1 st. værdipapirhandelsloven.

¹⁷⁸ 10 kap. 35 § 2 st. 1 p. værdipapirhandelsloven.

¹⁷⁹ Lau Hansen, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind II*, s. 373-375.

¹⁸⁰ BETÆNKNING om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) (KOM(2001) 281 . C5-0262/2001 . 2001/0118(COD)) (härefter Goebbels rapport).

*tilbudsmotagende selskabs bestyrelse også råder over denne viden og ikke vil tage hensyn hertil, når den fastlægger sin anbefaling til aktionærene)*¹⁸¹

Betänkandet överensstämmer med diskussionen anförd i doktrin, att Danmarks regler är för långtgående. Sålunda utgör intern viden inget hinder i det fall att det offentliga uppköpserbudande återspeglar priset på aktierna i målbolaget. Med hänsyn till Goebbels rapporten torde intern viden sedermera kunna anses som otillbörligt om att det missbrukas till skada för aktieägarna.

4.1.3 Sanktioner

Vid en överträdelse och utnyttjande av insiderinformation riskerar vederbörande att tilldelas böter eller fängelse upp till 18 månader. Däremot om förseelsen är uppsåtlig och särskilt grov beskaffenhet kan ett fängelsestraff om fyra år delas ut.¹⁸²

4.2 Brittiska takeover-reglerna

4.2.1 Inledning

Den brittiska rätten skiljer sig generellt och nämnvärt från den nordiska rätten då rätten baseras på *common law*. Det innebär att det finns dels lagstiftning (*statues*) som dock inte erhållit exklusivitet, dels rättsfall som följer prejudikatsdoktrinen (*stare decisis*) vilket innebär en skyldighet för domstolarna att följa tidigare domar.¹⁸³ I länder med *common law* är det sällan som tidigare lagstiftning förändras eller avregleras. Vidare råder det inte samma hierarkiska rättsordning som i Norden eftersom brittisk rätt snarare försöker identifiera behovet istället för att anpassa ny lagstiftning till redan rådande rätt.¹⁸⁴

Storbritannien får anses vara förfadern gällande takeovers och regleringarna som följer därav.¹⁸⁵ I likhet med Sverige förekommer det frekventa offentliga uppköpserbudande och det faktum att bolagsrätten tidigare präglats av självreglering. Vidare precis som i Sverige förekommer det i hög mån institutionella ägare, emellertid finns det inte densamma graden av vissa privata aktörer, exempelvis som Wallenbergsfären.¹⁸⁶

4.2.2 Gällande rätt kring takeover-reglerna

The Takeover Panel är ett självreglerande organ på den brittiska finansmarknaden och bildades 1968 med anledning av det missbruk som förelåg på en oreglerad uppköpsmarknad.¹⁸⁷ Storbritannien bestämde sig i likhet med Sverige att införa takeover-direktivet dels med bevarad självreglering, dels med viss lagstiftning.¹⁸⁸ The

¹⁸¹ Kommentar Goebbels rapport, s. 60.

¹⁸² 28 kap. 94 § 1 st. värdipapirhandelsloven.

¹⁸³ Dalhuisen, *Dalhuisen on International Commercial, Financial and Trade Law*, s. 44, 48-49.

¹⁸⁴ David et al, *Major legal systems in the world today*, s. 101.

¹⁸⁵ Skog et al, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 9.

¹⁸⁶ Sjäfjell, *Towards a Sustainable European Company Law*, s. 266.

¹⁸⁷ SOU 2005:58, s 63.

¹⁸⁸ SOU 2005:58, s 64.

Takeover Panel har till huvuduppgifter att (1) utfärda och administrera *The City Code on Takeovers and Mergers*¹⁸⁹ (härefter *the code*), (2) kontrollerande organ att *the code* efterföljs för att värna en rättvis behandling av aktieägare under offentliga uppköpserbjudande.¹⁹⁰ Således stipulerar *the code* vilka regler som gäller vid offentliga uppköpserbjudanden, men till skillnad från såväl svensk som dansk rätt följer:

“Except with the consent of the Panel, where an offer has been announced or made but has not become or been declared wholly unconditional and has been withdrawn or has lapsed otherwise than pursuant to Rule 12.1, neither the offeror, nor any person who acted in concert with the offeror in the course of the original offer, nor any person who is subsequently acting in concert with any of them, may within 12 months from the date on which such offer is withdrawn or lapses either:—

*(a) announce an offer or possible offer for the offeree company...”*¹⁹¹

Sålunda med ett 12 månaders handelsförbud, i det fall att erbjudandet återkallas, undviker inte de engelska reglerna men likväl tidsbegränsar tiden då budgivaren är förenad med handelsförbud. Det skiljer sig från såväl svensk som dansk rätt avseende offentliga uppköpserbjudande.

Till skillnad från Sverige och AMN föreligger dessutom en möjlighet till överklagan av besluten från The Takeover Panel. Överklagan sker hos *Takeover Appeal Board* och är ett oberoende organ med kompetens från såväl juridiken som praktisk erfarenhet från offentliga uppköpserbjudanden och *the code*.¹⁹²

4.2.3 Sanktioner

The Takeover Panel har något begränsade möjligheter att påkalla disciplinära åtgärder. Däremot *The Takeover Panel* bland annat besluta att handelsförbud för part och erhålla verkställighet av de brittiska domstolarna.¹⁹³ Dessutom finns det vissa möjligheter till privata och offentliga uttalanden om misstroende för särskild part.¹⁹⁴ Min uppfattning är att *The Takeover Panel* besitter en hög auktoritet varför liknande uttalanden kan bringa negativa konsekvenser för det enskilda bolaget.

¹⁸⁹ *The City Code on Takeovers and Mergers* (härefter *the code*) (reviderad 090330) implementerades som en direkt följd av takeover-direktivet och jämförs med statues.

¹⁹⁰ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>, besökt 2009-11-16, 21.29.

¹⁹¹ 35.1 (a) *the code*.

¹⁹² Comments A16, 8 (a) *the code*.

¹⁹³ Comments A19, 10 (b), (d).

¹⁹⁴ Comments A20, 11 (b).

5 Närmare om de svenska takeover-reglerna

Det här kapitlet anknyter till presentation av svensk självreglering på aktiemarknaden, och mer specifikt granskas reglerna som åstadkommit av NBK. Följande kapitel skall jämföras med de brittiska och danska takeover-reglerna och läsaren kan därmed erhålla en uppfattning huruvida reglerna anses vara väl utformade eller ej.

5.1 Inledning

En börs skall tillse att det finns regleringar gällande offentliga uppköpserbudanden.¹⁹⁵ Reglerna skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte.¹⁹⁶ Föreligger det tveksamheter kan emellertid AMN tolka eller avgöra hur bestämmelsen skall tillämpas.¹⁹⁷ Dessutom skall reglerna vila på vissa grundläggande principer, såsom likabehandling, och fungera som vägledning då det enskilda fallet inte är ändamålsenligt.¹⁹⁸

Ett offentligt uppköpserbudande får endast lämnas efter genomförda förberedelserna, eftersom att det erbjuder en viss garanti att budgivaren har en allvarlig avsikt och en förmåga att fullfölja köpet.¹⁹⁹ Det är särskilt viktigt att följa proceduren med anledning av att offentliga uppköpserbudanden normalt påverkar aktiekursen.²⁰⁰

Informationen som offentliggörs skall vara korrekt, tydlig och relevant. Dessutom skall informationen beredas på företagets hemsida i den snaraste mån möjligt såtillvida, att företaget har en hemsida.²⁰¹ Ett pressmeddelande torde upprätta samma form av informationsgivning i avsaknad av en hemsida.

5.2 Gällande rätt kring takeover-reglerna²⁰²

5.2.1 Budgivarens skyldigheter

I normalfallet sker due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbudande.²⁰³ Budgivaren erhåller då information som inte nått övriga marknaden och detta utgör därmed ett avsteg från likabehandlingsprincipen.²⁰⁴ För att återställa balansen menar utredningen till takeover-reglerna att budgivaren skall avstå från handel i målbolagets aktier om den erhållna informationen påverkar aktiens kurs (se diskussion nedan).

¹⁹⁵ 18 kap. 8 § VpmL.

¹⁹⁶ Inledning till takeover-reglerna, s. 5.

¹⁹⁷ I.2 takeover-reglerna.

¹⁹⁸ Se principer a-f uppställda i inledningen till takeover-reglerna, s. 5-6.

¹⁹⁹ II.1 takeover-reglerna.

²⁰⁰ Kommentaren till takeover-reglerna, s. 11.

²⁰¹ I.4 takeover-reglerna, jmf offentliggörandet med 17 kap. 2 § VpmL vilket inte är lika detaljerat beskrivet.

²⁰² Takeover-reglerna skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte.

²⁰³ Skog, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 40.

²⁰⁴ Kommentaren till takeover-reglerna, s. 12.

Budgivaren skall därmed inte ha möjligheten att utnyttja sitt kunskapsövertag.²⁰⁵ Det föreligger således en skyldighet för budgivaren att inte handla i målbolagets aktier när en due diligence har inletts, vilket följer av takeover-reglerna:

”Genomför någon som avser att lämna ett offentligt uppköpserbjudande en s.k. due diligence-undersökning av målbolaget, och erhåller denne därvid från målbolaget information som rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier, får denne inte handla i dessa aktier förrän motsvarande information offentliggjorts.”²⁰⁶

Takeover-reglerna reviderades så sent som den 1 oktober 2009. Den ovan uppmärksammade reglering lyder ”information som rimligen kan förväntas påverka priset” till skillnad från den tidigare ordalydelsen ”information som är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka en värdering av bolagets aktier”.²⁰⁷ Den nuvarande ordalydelsen torde sänka rekvisiten ytterligare avseende vilken information som anses påverka aktiens kurs och vidare krävs numera mindre väsentlig information för att budgivaren skall försättas med handelsförbud. Det är ett ytterligare steg i motsatt riktning gentemot insiderlagen som stadgar att information ”som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument” (se avsnitt 3.2.4).²⁰⁸ I förarbetena till lagen diskuteras dock en ändring från *väsentlig* till *icke oväsentlig* men ändring ansågs onödig.²⁰⁹ Jag anser att det talar för att den tidigare ordalydelsen i takeover-reglerna inte skiljde sig något anmärkningsvärt från insiderlagen, det finns dock doktrin som förespråkar i motsatt riktning.²¹⁰

Lagstiftaren menar att det inte finns någon generell kursavvikelse som skulle kunna bedömas såsom *väsentlig* utan att det beror på flera parametrar, exempelvis ”*allmänna tendenser på marknaden*” och ”*om en akties värde är högt eller lågt eller normalt föremål för stora fluktuationer*”.²¹¹ Det kan slutledningsvis konstateras att självregleringen och lagstiftningen, i vart fall numera inte korresponderar gällande vart gränsen går när information skall anses påverka aktiens kurs eller ej.

²⁰⁵ Kommentaren till takeover-reglerna, s. 12.

²⁰⁶ II.2 takeover-reglerna.

²⁰⁷ Jmf, OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2007-07-01) - Redaktionell ändring av II.6 den 2 okt 2007.

²⁰⁸ 1 § 1 p. insiderlagen.

²⁰⁹ Prop. 2004/05:142, s. 56.

²¹⁰ Se härom hur docent i aktiebolagsrätt och tillika tillförordnad utredare gällande takeover-reglerna Rolf Skog menar att de tidigare takeover-reglerna var och är mer stringenta gentemot 1 § insiderlagen, Skog, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 42, Se Stattin, *takeover*, s. 64-65.

²¹¹ Prop. 2004/05:142, s. 56.

5.2.2 Målbolagets skyldigheter

När det gäller offentliga uppköpserbjudanden skall erbjudandet anses vara riktat direkt till aktieägarna och styrelsen skall under hela förfarandet agera i aktieägarnas intresse.²¹² Takeover-reglerna stadgar följande:

”Styrelsen i målbolaget ska i frågor relaterade till erbjudandet agera i aktieägarnas intresse”²¹³

Styrelsen skall offentliggöra sin uppfattning angående om de anser att det är gynnsamt med ett företagsförvärv och dessutom presentera vilken inverkan erbjudandet kan ha på målbolaget.²¹⁴ Aktieägarna i form av bolagsstämman skall sedermera ta ställningen till huruvida företagsförvärvet skall fullföljas eller ej. Till styrelsens uppgifter hör likaså att besluta om målbolaget skall tillåta en due diligence till fördel för budgivaren och som följer av takeover-reglerna:

”Framställer budgivaren önskemål om att genomföra en s.k. due diligence-undersökning i målbolaget ska målbolagets styrelse ta ställning till om bolaget kan och ska medverka till en sådan undersökning och i sådant fall på vilka villkor och i vilken utsträckning detta ska ske. Styrelsen bör sträva efter att begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas och genomföras. Om målbolaget i undersökningen lämnar icke offentliggjord information till budgivaren och denna information rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier, ska målbolaget se till att informationen så snart som möjligt offentliggörs”²¹⁵

Med tanke på att styrelsen skall agera i aktieägarnas intresse ligger det i sakens natur att de bör medge en due diligence-process om erbjudandet förmodligen gynnar aktieägarna. Om styrelsen anser att det tilltänkta budet kan vara fördelaktigt och godkänner en due diligence skall de dessutom verka för att begränsa utlämnad information till vad som är nödvändigt, exempelvis kan företagshemligheter vara riskfyllt att förmedla. Dessutom skall de säkerställa att informationen inte sprids genom att teckna ett sekretessavtal.²¹⁶ Till sekretessavtalet är det oftast kopplat ett vitesförbehåll, vilket fungerar med preventiv effekt så att ingen part bryter mot avtalet.

Det som är av största intresse för denna framställning är målbolagets skyldighet att snarast offentliggöra information som *rimligen kan förväntas påverka priset*. Redan av den enkla orsaken bör inte målbolag dela med sig av företagshemligheter vid en due diligence eftersom de tvingas offentliggöra sådan information. Eftersom aktiemarknaden strävar efter neutralitet (se avsnitt 3.2.1) skall obalans i form av informationsövertag utjämnas, vilket sker genom ett offentliggörande av information som budgivaren erhållit. Det finns dock ett undantag då inget offentliggörande är

²¹² Kommentaren till takeover-reglerna, s. 40.

²¹³ II.17 takeover-reglerna

²¹⁴ II.19 takeover-reglerna.

²¹⁵ II.20 takeover-reglerna.

²¹⁶ Kommentaren till takeover-reglerna, s. 44.

nödvändigt, nämligen då ”*något offentligt uppköpserbjudande inte lämnas efter due diligence-undersökningen*”.²¹⁷ Det innebär således att målbolagets skyldighet att offentliggöra informationen bortfaller i det fall att budgivaren väljer att inte lämna ett offentligt uppköpserbjudande efter genomförd due diligence. Det som skall påpekas i sammanhanget är att budgivarens skyldighet att inte handla i målbolagets aktier kvarstår.²¹⁸

5.3 Sanktioner

Om ett företag bryter mot angivna takeover-regler eller AMN:s tolkning i det enskilda fallet får börsens disciplinnämnd utdöma en avgift om 50 000 kronor upp till 100 miljoner kronor.²¹⁹ Det skall dock uppmärksammas att reglerna likaså är intagna i noteringsavtalen (se avsnitt 3.7). Följaktligen medför det att alla noterade bolag indirekt förbinder sig takeover-reglerna och kan förpliktas sanktioner som utdelas av FI.²²⁰

²¹⁷ Kommentaren till takeover-reglerna, s. 44.

²¹⁸ II.2 takeover-reglerna.

²¹⁹ V takeover-reglerna.

²²⁰ Prop. 2005/06:140, s 46.

6 Diskussion

Följande kapitel är viktigt för att läsaren skall vara införstådd med mina tankar och åsikter. Kapitlet är presenterat i två delar varav ena delen (avsnitt 6.2) med generellt fokus avseende lagstiftning och självreglering på aktiemarknaden och andra delen (avsnitt 6.3) med djupare fokus på de svenska takeover-reglerna. Kapitlet är uppbyggt på sådant vis att återanknyta till all väsentlig och relevant fakta som presenterats tidigare i framställningen, dock följer inte dispositionen den tidigare framställningen men enbart för att läsaren skall tillgodose sig fakta i ett sammanhang.

6.1 Inledning

I och med Sveriges medlemskap i EU följde inte enbart förmåner men likväl skyldigheter. Vidare är meningen med direktiven att främja en fri rörlighet mellan länderna inom EU och för Sveriges vidkommande innebär det således en skyldighet att införa direktiven som utformats som ett led av harmonisering och standardisering. Det är påtagligt att den svenska lagstiftningen och aktiemarknaden däri inräknat, kommer att förändras med tiden och ge vika för, eller snarare anpassas till EG-rätten.

Offentliga uppköpserbjudanden är och förblir ett viktigt inslag på aktiemarknaden. LUA infördes i svensk lagstiftning som en direkt anledning av det utfärdade takeover-direktivet. Den svenska lagstiftaren menade att den mest ändamålsenliga implementeringen var dels lagstiftning, dels självreglering (i och med den förankring som föreligger historiskt sett på den svenska aktiemarknaden). Det må förvisso vara sant, frågeställningen utgörs emellertid av huruvida regleringarna i Sverige de facto utformats för att tillgodose alla parter de mest rättvisande förutsättningarna.

Oavsett hur regleringarna utformas, om det sker med självreglering eller lagstiftning, får det anses otvivelaktigt att det föreligger starka aktörer med ekonomiska intressen, lobbygrupper och andra politiska faktorer som har förmåga att påverka den fortsatta normbildningen. Det är dessutom vanskligt att tillgodose samtliga gruppers intressen. Det viktiga torde dock vara att etablera en balans gällande dessa intressen. Det måste således utredas huruvida dagens regleringar på aktiemarknaden är tillräckligt klara och precisa med hänsyn till reglernas omfattning och svåröverskådlighet.

6.2 Självreglering kontra lagstiftning

Det är värt att påpeka att offentliga uppköpserbjudanden befinner sig i gränslandet mellan associations- och aktiemarknadsrätten och sålunda aktualiserar ett stort antal regler. Det är dock de aktiemarknadsrättsliga spörsmålen och komplexiteten som fortsatt diskuteras. Området är reglerat dels med självreglering, dels med omfattande lagstiftning, i ljuset av EG-rätten. För den oinvidige ter det sig än mer komplicerat och det är direkt omöjligt att argumentera för vilket regelsystem som tjänar aktiemarknaden i möjligaste mån.

Å ena sidan är lagstiftning en oundgänglig del av den moderna ekonomiska infrastrukturen. Lagstiftning kan etablera det förtroende som aktiemarknaden är i behov av. Dessutom kan lagstiftning reglera tänkbar obalans bland intressegrupperna och således motverka potentiella intressekonflikter. Med lagstiftning etableras ett grundläggande skydd. Sålunda kan aktiebolag vända sig gentemot en bredare grupp då de söker riskkapital eftersom det föreligger ett rättvist beteende gentemot samtliga

intressegrupper. Det har dock funnits en motvilja att reglera aktiemarknaden mer än nödvändigt. Många har anfört i doktrin att det motverkar effektiviteten, medför kostnader och kan innebära tolkningssvårigheter. Jag är beredd att vara enig med anförd doktrin på den punkten att det kan motverka effektiviteten och medför förmodligen tilläggs-kostnader samt kan innebära tolkningssvårigheter. Lagstiftning är en lång och kostsam process och kan medföra att aktörer på marknaden inte alltid kan företa ett tillsynes affärsmässiga beslut. Det får däremot vägas gentemot det nödvändiga förtroende som lagstiftning etablerar för aktiemarknaden.

Å andra sidan är självreglering väl förankrat på aktiemarknaden och i den moderna svenska ekonomin. Ekonomi och juridik ställs på aktiemarknaden på sin spets. Anledningen till att det förekommer självreglering argumenteras ur ett ekonomiskt (effektivitet) perspektiv, vilket innebär ett främjande av tillsynes affärsmässiga beslut. I och med självreglering kan det åstadkommas effektiva regler sett ur ett företagsperspektiv. Det torde vara det övergripande ändamålet med reglerna på aktiemarknaden. Det är dock inte alltid som näringslivet och lagstiftning går hand i hand. Risken för att den enskilda aktören missbrukar marknads förtroende måste vägas emot den ekonomiska effektiviteten. Innebörden av att den enskilde aktören missbrukar förtroendet för egen vinning utgörs av att andra intressen ignoreras.

Aktiemarknaden är en dynamisk och föränderlig marknad vars regler utvecklas med hjälp av experter, vilket torde vara fördelaktigt. Det bör ändå ifrågasättas vem eller vilkas intresse som dessa experter representerar. Dessutom bör det oftare granskas eller ifrågasättas vilka ekonomiska incitament som tillgodoses med nyetablerad självreglering. Oaktat vilka intressen experterna representerar, menar jag att självreglering i vart fall bidrar till en flexibilitet och är ett mindre kostsamt instrument.

Aktiemarknaden är som nämnt en komplicerad marknad med diverse aktörer som besitter differentierade agendor. Därmed är det nödvändigt att det finns tillräckligt med transparens och regleringar för att den svagare parten skall inse vad som försiggår. Av det följer ett upprätthållande av förtroendet, med korrekta och framförallt rättvisa affärstransaktioner.

Enligt min mening torde självreglering vara det självklara alternativet såtillvida, att det fungerar under konstens alla regler och att förtroendet för marknaden inte riskerar att missbrukas. Till syvende och sist det mest fundamentala med aktiemarknaden utgörs av att allmänheten bevarar förtroendet för en marknad som stadgar sina egna regler. I annat fall skulle den finansiella marknaden totalt undermineras och sålunda helt sluta att fungera.

Det skall dock uppmärksammas att svensk rätt historiskt sett är relativt ovan med en självreglerad marknad. I normalfallet förefaller den svenska rätten bestå av strukturerad lagstiftning som stadgar hur aktörer skall bete sig. Det är däremot inte fallet på aktiemarknaden, utan där är det upp till varje aktör att själv avgöra vad som förefaller vara god sed. Det är uppenbart att det föreligger en subjektiv risk med vad aktörerna anser vara god sed. Det bör ifrågasättas av vilken anledning som Sverige vidtagit ett avsteg från den normala normbildningen. Aktiemarknaden må förvisso historiskt sett haft ett behov av att anpassas till den rådande situationen. Den negativa konsekvensen som följer utgörs dock av en begränsad möjlighet till transparens och torde medföra en högre risk av att förtroendet missbrukas. Det finns flertalet exempel då det förekommit skandaler inom aktiemarknaden. Med anledning av att den enskilda aktören inte kan

motstå att utnyttja ett något slapphänt regelsystem för egen vinning (exempelvis Enron eller Fermenta et cetera).²²¹

Det är inte möjligt, eller meningen med denna framställning att strikt väga lagstiftning å ena sidan gentemot självreglering å andra sidan. Lagstiftningen är stipulerad med syfte att hjälpa aktörerna att fatta rätt beslut. Därigenom etableras ramen som aktörerna skall befinna sig inom. Det mest intressanta torde således vara huruvida det finns tillräckligt med lagstiftning för att hjälpa aktörerna att fatta de korrekta besluten. Alla regleringar torde vara en kompromiss i syfte att tillgodose alla intressen i den mån möjligt. Sålunda är det intressanta hur självreglering skall korrelera med lagstiftning för att uppnå en tillfredställande slutprodukt.

Jag är av den uppfattningen att utbud och efterfråga borde styra marknaden. Jag inser dock och är medveten om att det lätteligen inte kan uppnås, om ens möjligt att uppnå en fri marknad utan reglering. En fri marknad utan regleringar blir direkt beroende vad den enskilda aktören uppfattar som etik. Därmed förutsätts någon form av samstämmighet gällande värderingar, vilket torde vara vanskligt att uppnå. Självreglering är väl förankrat i det demokratiska systemet och har utvecklats samt anpassats till dagens situation på aktiemarknaden. Jag anser vidare att det finns anledning till det avsteg som självreglering faktiskt innebär från svensk rätt. Aktiemarknaden är komplicerad och kräver därför omfattande regelverk som ändå inte är reglerat på detaljnivå. Det torde bero på att aktiemarknaden är ett kommersiellt forum som kräver att tillsynes affärsmässiga beslut är tillåtna. Aktiemarknaden är ett av sitt slag och jag ser inga direkta likheter till andra områden, varför jag tror att självreglering är motiverat. Till syvende och sist bör en avvägning tas mellan effektiviteten och förtroendet för marknaden.

Jag anser att effektivitetsperspektivet utgör det övergripande ändamålet med aktiemarknaden och torde således väga tyngre än rättviseaspekten, det vill säga rättvisan att etablera ett förtroende till marknaden för alla parter. Eftersom aktiemarknaden, i enkelhetens sak, existerar som en grundläggande tanke för att allokera kapital och risker mellan diverse parter. Rättviseaspekten som kan uppnås med hjälp av lagstiftning är oundgänglig men enbart till den grad att det inte påverkar effektiviteten mer än nödvändigt. Det är vanskligt, eller till och med omöjligt att etablera fullständig rättvisa. Det kommer alltid förekomma snedvridning av information och dylikt. Kommittén i SOU 2006:50 går ett steg längre och konstaterar att det till och med är en förutsättning att olika parter besitter differentierad information. Däremot menar jag att aktiemarknaden hade åtnjutit fördelar med klarare regler utan att vara till nämnvärd nackdel för effektiviteten.

6.2.1 Avslutande synpunkter

Den politiska gången vid lagstiftning är mer lättöverskådlig och det finns möjlighet till transparens, till skillnad från självregleringens gång av normbildningen. Min uppfattning är att det är mer vanskligt att granska den egentliga anledningen till viss självreglering. Därför förespråkar jag mer utomstående kontroll där organ kan reflektera över ändamålet med regleringen och vilka som innehar de ekonomiska incitamenten. Förslagsvis att FI får mer omfattande uppgifter eller ett annat statligt utsett organ.

²²¹ De nämnda skandalerna har emellertid inte nämnts tidigare i framställningen eftersom de inte har direkt innebörd för att besvara syftet utan enbart fungerar som exemplifiering.

Det måste dessutom finnas sanktioner som fungerar med preventivt syfte. Affärstransaktionerna som förekommer på aktiemarknaden är betydande och kan frambringa stora vinster för det enskilda företaget. Vinsterna kan till och med vara så pass fördelaktiga att den enskilde aktören väljer att bryta mot självregleringen trots att ett vite utdelas av börsens disciplinnämnd (50 000 kronor till 100 miljoner kronor). Eftersom affären ibland ändå kan fullföljas med lönsamhet. Med en självreglerande marknad krävs kraftiga sanktioner i preventivt syfte. Min uppfattning är att dagens sanktioner inte är tillräckligt kraftiga och de självreglerande organens beslut och uttalande torde vara fullständigt bindande.

Dessutom bör det ställas högre krav på objektivitet inom aktiemarknadsrätten. Det är bortom rim och reson hur en aktör kan stipulera regler och i ett senare led granska huruvida sitt eget beteende är förenligt med god sed. Det är orimligt hur vissa styrelseledamöter kan fatta beslut i respektive bolag/fondbolag och sedan granska besluten i egenskap av ledamot för AMN. Med det menar jag att det råder en ensidighet i alltför hög grad på aktiemarknaden. Det går att diskutera mer ingående men min generella uppfattning är att det skall belysas vilken part som har det ekonomiska incitamentet och vem granskaren representerar. Det är brister i rättsäkerheten att en aktör skall ha möjlighet att döma i egen sak.

Förmodligen hade aktiemarknaden och alla dess intressenter åtnjutit fördelar med en särskild beslutande institution med möjlighet till överklagande. För vidare diskussion låter jag det vara osagt hur sammansättningen skulle komma till. Ett liknande förfarande skulle förvisso vara kostsamt men det skulle kunna resultera i en mer rättfärdigad balans bland olika intressen.

6.3 De svenska takeover-reglerna

Offentliga uppköpserbjudanden får otvivelaktigt betraktas som en central funktion inom den svenska samhällsekonomin. Det genererar betydande konsekvenser för samtliga intressenter kring budgivaren respektive målbolaget. Med anledning av att organisationer förändras, avtal stipuleras och kapital allokeras et cetera. Vidare påverkar ett offentligt uppköpserbjudande normalt värderingen av målbolagets aktier. Det ligger därmed i sakens natur att budgivaren vill försäkra sig om att målbolaget infriar de förväntningar och förhoppningar som åtagandet i form av ett offentligt uppköpserbjudande är förenat med.

Det centrala med framställningen är att diskutera informationsgivning. Mer specifikt är det av intresse gällande informationsgivningens tvetydighet och konsekvenser vid due diligence som ett led i ett offentligt uppköpserbjudande. Det mest grundläggande torde utgöras av att uppnå en rättvisande behandling av samtliga parter i den mån det är möjligt. För att parterna skall vara införstådda med vad som kan anses god sed finns följaktligen NBK:s takeover-regler. Däremot är regleringarna på aktiemarknaden omfattande och komplexa. Takeover-reglerna bör därmed tolkas ur ett större perspektiv. Hänsyn skall tas till exempelvis noteringsavtalet som stipulerar ”*all kurspåverkande information omedelbart skall offentliggöras med ett pressmeddelande*”. Däremot får takeover-reglerna vid offentliga uppköpserbjudande anses ha företräde framför andra liknande regler men med andra ord inte framför lagstiftning eller indispositiva regler.

Information är centralt eftersom det, rättvisande eller ej, reflekterar priset på en aktie och sedermera köpeskillingen på ett företagsförvärv. Vidare är och förblir information

ett verktyg för att förse parter med kunskap hur det torde förhålla sig. Det är sålunda grundläggande att samtliga parter på aktiemarknaden får ta del av rättvisande och korrekt information vid ett och samma tillfälle. AMN anförde i uttalandet 2008:49 att due diligence utgör ett avsteg ifrån den nämnda principen. Processen är dock vedertagen eftersom det sker i ett led för budgivaren att samla tillräckligt med information inför ett företagsförvärv.

Det får anses ligga i sakens natur att en budgivare har för avsikt att införskaffa tillräckligt med information för att bedöma huruvida ett förvärv är aktuellt eller ej. Styrelsen till målbolaget skall agera i aktieägarnas intresse och tillse budgivaren adekvat och tillräcklig med information. De skall dock eftersträva att begränsa information och endast lämna ut nödvändig information, enligt II.20 1 st. takeover-reglerna. Det beror på att, om information lämnas ut som *"rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier"* skall denna information offentliggöras. Enligt min mening torde det vara information av sådan karaktär att det närmast betraktas som företagshemligheter eller i vart fall information som av någon anledning sedan tidigare behållits inom företaget. Eftersom det är vanskligt att definiera vilken sorts information som rimligen kan förväntas påverka priset torde styrelsen genom sunt förnuft inte utge information som är förknippat med osäkerhet. Följaktligen borde det inte heller vara vanligt förekommande att sådan information lämnas ut men det skiljer sig givetvis från fall till fall beroende på omständigheter. Exempelvis kan det handla om aktsamheten från målbolagets styrelse eller det faktum att budgivaren kräver viss form av information. Det går med andra ord inte förutsätta att sådan information aldrig kan komma att lämnas ut.

Det bör vidare beaktas att ordalydelsen numera torde inbegripa mindre känslig information eftersom regleringen tidigare stipulerade *"information som är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka en värdering av bolagets aktier"*. Det är ytterligare ett steg från insiderlagen som förklarar att det skall röra sig om information som *väsentligt påverkar priset*. Det är något egendomligt att lagstiftningen och självregleringen särskiljer så kraftigt enligt vad som medför handelsförbud. Visserligen medför lagstiftningen mer långtgående sanktioner men det kan inte tjäna som argument då sanktioner borde ha preventivt syfte gällande självreglering likaså. Enligt min mening kan det argumenteras huruvida det skall finnas insiderregleringar över huvud taget. Det är svårt att beivra aktörer från att använda insiderinformation. Jag skall inte beröra det mer ingående och har ingen bestämd åsikt, i slutändan bör emellertid en avvägning vidtas mellan ett effektivitetsperspektiv gentemot förtroendeperspektiv.

Om en due diligence företas är det vidare rimligt att budgivaren enligt II.2 takeover-reglerna skall försättas under handelsförbud i målbolagets aktier, i det fall att informationen rimligen påverkar priset på målbolagets aktier. Allt i syfte att beivra att budgivaren drar fördel av sitt kunskapsövertag. Inte heller är det anmärkningsvärt att målbolaget enligt II.20 2 st. takeover-reglerna, skall så snart som möjligt offentliggöra sådan information. Det med anledning av att tillse marknaden samma information som budgivaren erhållit och därmed återställa den snedvridna informationsgivningen. Däremot bortfaller målbolagets skyldighet att offentliggöra informationen om budgivaren väljer att inte lämna ett offentligt uppköpserbudande, enligt kommentaren till II.20 takeover-reglerna. Jag ställer mig starkt kritisk till hur takeover-reglerna kan innebära att målbolagets aktiva skyldighet bortfaller men att budgivaren fortsatt är belastad med en passiv skyldighet att varken förvärva eller avyttra aktier i målbolaget.

Det är särskilt uppseendeväckande i det fall att budgivaren sedan tidigare redan förvärvat aktier i målbolaget. Budgivaren har efter en genomförd due diligence inte möjlighet att avyttra de aktier som redan förvärvats. För att ytterligare tillspetsa scenariot kan följande anföras. Det borde rimligen vara så att det blir ännu mer oskäligt för budgivaren om denne erhållit information genom en due diligence som talar för att företaget är kraftigt övervärderat. Det innebär att denne numera inte får avyttra sina aktier eftersom det skulle kunna argumenteras att budgivaren enligt aktiemarknadsrättsliga regler anses inneha en sorts insiderposition.

Det kan det förvisso argumenteras att budgivaren med de svenska reglerna noggrant borde överväga huruvida denne verkligen vill ingå åtagandet innan dess en due diligence påbörjats eller innan dess att denne förvärvat aktier. Jag anser dock att det är alldeles för långtgående krav ställda på budgivaren. Företagsöverlåtelser är en viktig företeelse i den svenska ekonomin och liknande affärsmässiga åtaganden skall inte motverkas till den grad som kan betraktas som oskäligt. De svenska takeover-reglerna saknar denna flexibilitet.

Ännu en aspekt att ha i åtanke är hur budgivaren skall hävda fel i varan. Det råder i stort sett enlighet att KöpL är tillämplig vid företagsöverlåtelser genom aktieförsäljning. Men när mindre poster förvärvas eller avyttras är det tveksamt om KöpL och dess felbegrepp är tillämplig. Istället kan SkbL bli tillämpligt och det blir uppenbart att det medför olägenheter för budgivaren med tanke på att det då inte finns särskilda felregler. Denna frågeställning går att utreda mer ingående men tjänar i detta syfte bara att belysa ytterligare rättsliga osäkerheter som kan ankomma budgivaren.

Det borde visserligen vara så att budgivaren kan söka dispens hos AMN från handelsförbud. Utgången torde dock bli oklar och vidare kan det inte vara lämpligt att AMN skall agera som normbildare i förevarande sammanhang. Min bestämda åsikt är att det inte kan anses skäligt att försätta budgivaren med handelsförbud till dess att informationen offentliggjorts, vilket målbolaget inte har anledning att göra. Det torde vara självklart att en budgivare vill allokera risker med förvärvet genom att samla på sig tillräckligt med information angående målbolaget. Visserligen kan det vara en risk eller nackdel för målbolaget att lämna ut information till en utomstående part men det är ett övervägande styrelsen till målbolaget får ta, med hänsyn till de ekonomiska fördelar ett fullföljt förvärv kan medföra.

AMN menar att ett avsteg från likabehandlingsprincipen endast är motiverat då förvärvet fullföljs. Jag är inte helt införstådd med hur AMN resonerar eftersom en budgivare bör ha möjlighet att samla på sig tillräckligt med information för att kunna bedöma huruvida detta stora åtagande är fördelaktigt eller ej. Därmed borde inte AMN förutsätta att ett avsteg endast är motiverat i det fall att förvärvet fullföljs. Det är visserligen ett avsteg från likabehandlingsprincipen men ett informationsflöde är ändå nödvändigt för att budgivaren inte i blindo skall behöva ta onödiga risker.

I AMN 2004:31 förespråkades dock att en liknande situation kan lösas med hjälp av att skyldigheten av offentliggörandet kan övergå till budgivaren om målbolaget med tanke på omständigheterna väljer att inte offentliggöra informationen. Det får dock anses som om budgivaren befinner sig i status quo eftersom (1) det är brukligt att ett sekretessavtal undertecknas för att motverka spridning av information, vilket i allmänhet är förknippat

med ett vite. Oaktat storleken på vitet så (2) finns det ingen anledning för budgivaren att offentliggöra att denne innehar aktier som är övervärderade, eller ännu värre värdelösa, eftersom det med all rätt påverkar priset.

6.3.1 Avslutande synpunkter

Det är intressant att diskutera huruvida due diligence-processens ändamål är förenlig med de nuvarande takeover-reglerna. Min uppfattning är att det ter sig uppseendeväckande hur en budgivare kan riskera att utsättas för handelsförbud av den enkla anledningen att denne vill samla på sig tillräckligt med information inför ett stundande företagsförvärv. Det torde vara en självklarhet att budgivaren vill försäkra sig om att målbolaget infriar de förväntningar och förhoppningar som är förenat med ett förvärv, som innefattar stora ekonomiska risker. Det är vidare uppseendeväckande hur en due diligence vars ändamål är att införskaffa information och tillbörlig omsorg kan resultera i en risk. Det är affärsmässigt oskäligt att budgivaren inte kan avyttra aktier. Av den enkla anledningen att en due diligence genomförts som i själv verket innebär ett allokering av risker. Allra minst med tanke på att budgivaren kan ha blivit varse genom due diligence-processen att priset på aktierna inte representerar aktiekursen.

Måhända kan det vara på det viset att regelverk för offentliga uppköpserbjudanden inte i detalj kan behandla alla potentiella spörsmål. Dansk rätt har däremot å sin sida valt att undanta information hämtad genom due diligence från *intern viden* (insiderinformation), enligt 10 kap. 35 § 1 st. värdepapirhandelsloven. Det är ett väldigt intressant undantag och korrelerar med due diligence-processens ändamål. Eftersom det ger budgivaren en möjlighet att noggrant undersöka huruvida denne vill fullfölja företagsförvärvet med hänsyn till riskerna förknippade med åtagandet. Det etablerar en flexibilitet och affärsmässigt tänk som de motsvarande svenska takeover-reglerna saknar.

Det är dock osäkert huruvida Danmark implementerat marknadsmissbruks-direktivet korrekt. Jag tolkar problematiken som; i ingressen till marknadsmissbruksdirektivet är det angivet punkter för att behjälpa nationerna hur direktivet skall tolkas och sedermera implementeras. Det är däri stipulerat ”Att ha tillgång till insiderinformation angående ett annat bolag och att använda den i samband med ett offentligt uppköpserbjudande för att vinna kontroll över detta bolag eller föreslå en fusion med detta bolag bör inte i sig anses utgöra insiderhandel”. Det är däremot inte ett generellt undantag som senare skall stipuleras per definition i en enskild nations rätt.

Det som skall uppmärksammas och jämföras är emellertid de rättspolitiska värderingarna angående direktiven. Framställningen ankommer två direktiv (marknadsmissbruks- och takeover-direktivet). Danmark respektive Sverige har valt skiljda implementeringar och det är därmed intressant vilka konsekvenser det bidragit med och varför implementeringarna skiljer sig så pass nämnvärt.

Danmark å sin sida har valt att implementera direktiven med ett praktiskt förhållningssätt eftersom lagstiftningen underlättar kommersiella affärsbeslut. Låt vara osagt om Danmark medvetet eller omedvetet införde regleringar som förmodligen står i strid med marknadsdirektivets syfte. Lagstiftningen är förhållandevis ung men det verkar inte som om det skett formella klagomål (*multiple complaints*) gällande

implementeringen.²²² När det ankommer multiple complaints och motiverade yttranden²²³ kan det urskiljas en tendens, att mer söderut belägna länder såsom Italien och Spanien har flera anmärkningar genom att inte till fullo följa EG-rättens utveckling. Till skillnad från länder som Sverige och Danmark som har färre anmärkningar. Med hänsyn till dessa beaktanden, antar jag att länder desto längre västerut och desto längre norrut implementerar direktiven mer enligt ordalydelse gentemot länder söderut inom EU. Min bild av Sverige är att vi lider av ett ”bror duktig” syndrom. Att till den grad möjligt implementera direktiv till punkt och pricka utan att ifrågasätta. Det oaktat om det är kommersiellt gångbart eller ej. Det är givetvis en generalisering och jag inser att det finns undantag.²²⁴ Men det är intressant att reflektera över Sveriges rättspolitiska värderingar.

Resonemang för mina tankar till diskussionen kring ”*the Delaware-effect*” (”*race to the bottom*” och ”*race to the top*”). I USA finns det en möjlighet för företagen att välja vilken federal stat vars lag skall gälla (”*place of incorporation rule*”), oaktat vart företaget är placerat. Staten Delaware har varit lyckad i att attrahera företag och ungefär hälften av alla amerikanska företag lyder under Delaware lag. Vissa har anfört att det är ett *race to the bottom* eftersom det urholkar lagstiftningen genom att avlägsna skyddande affärsmässig lagstiftningen. Andra har anfört å sin sida att det är *race to the top* eftersom det kräver att staterna strävar efter effektivitet och skydd åt aktieägarna samt gynnar andra affärsmässiga beslut.²²⁵ Det blir således en konkurrensmässig situation mellan staterna. Även om EU verkar för harmonisering så har det anförts i doktrin att det ändå förekommer en form av konkurrens mellan nationerna.²²⁶ Jag menar att det är viktigt att bevara den affärsmässiga effektiviteten varför det kan vara till nytta med viss konkurrens mellan nationerna. För att Sverige skall vara i framkant och främja effektivitet, menar jag att direktiven borde implementerats på annat vis.

Det kan ifrågasättas om direktiven (marknadsmissbruk, takeover) de facto utformats på mest fördelaktigt vis. Jag anser inte att ett mindre väl utformat direktiv berättigar en ”felaktig” implementering. Det är uppenbart att teori inte alltid överensstämmer med praktik. Som tidigare påpekat är det naturligt att den svenska lagstiftningen får ge vika

²²² http://ec.europa.eu/community_law/complaints/receipt/index_en.htm, besökt 2009-12-05, 11.55. Denna diskussion i kommande stycken återfinns ej tidigare i framställningen men tjänar till att belysa hur Sverige resonerar vid implementering av direktiv.

²²³ http://ec.europa.eu/community_law/eulaw/decisions/dec_20091120.htm, besökt 2009-12-05, 11.50. Kommissionen kan enligt artikel 226 EG-fördraget motivera ett yttrande att en nation underlåtit sin skyldighet enligt fördraget.

²²⁴ Danmark har möjligtvis implementerat marknadsmissbruksdirektivet felaktigt. Det har även förts en diskussion kring att Sverige implementerat direktiv 96/71 om utstationering av arbetstagare i samband med tillhandahållande av tjänster i strid med EG-rättigheter och proportionalitetsprincipen (med anledning av laval-målet) för att bevara den svenska arbetsmarknadsmodellen i den mån möjligt. För vidare läsning hänvisas härom, C341/05 *Laval un Partneri v Svenska Byggnadsarbetarförbundet, Svenska Byggnadsarbetarförbundet Avdelning 1, Byggettan och Svenska Elektrikerförbundet*, 2009/C182/01 *Opinion of the European Economic and Social Committee on ‘The social and environmental dimension of the internal market’*, läs specifikt (4.2.2).

²²⁵ Kraakman et al, *The Anatomy of Corporate Law*, s. 25-27.

²²⁶ Andersson, *The High Level Group and the Issue of European Company Law Harmonisation — Europe Stumbles Along?*, artikel skriven i *The Regulation of Companies, A tribute to Paul Krüger Andersen*, s. 193.

för eller snarare anpassas till EG-rätten. Sverige skall förvisso underlätta välfärd och fri rörlighet inom EU men inte okritiskt implementera direktiv som inte överensstämmer med den kommersiella verkligheten.

Sverige bör undvika ett undantag som Danmark eftersom det enligt mitt tycke får anses för långtgående. Det kan förvisso uttryckligen stipuleras att missbruk inte inbegrips i undantaget av insiderinformation vid offentliga uppköpserbudanden. Men med tanke på den rättsliga osäkerheten bör Sverige undvika ett liknande undantag.

Storbritannien å sin sida har valt att tidsbegränsa handelsförbudet för budgivaren. Vid det tillfälle att denne valt att inte lämna ett erbjudande efter dess att en due diligence genomförts som ett led i ett offentligt uppköpserbudande. Den brittiska implementeringen placerar sig mitt emellan Danmark på ena sidan och Sverige på andra sidan. Det är för mig klart att varken Sverige eller Danmark valt en korrekt implementering av direktivet och att Storbritannien tolkar direktivet mest fördelaktigt. Det med tanke på vad Goebbels anført. Offentliga uppköpserbudanden skall motverka skada för aktieägarna och återspegla det verkliga värdet av aktierna i målbolaget. Rimligtvis borde det vara så att om budgivaren väljer att inte lämna ett offentligt uppköpserbudande kan denne heller inte avyttra eller köpa aktier i målbolaget. Det med anledning av att den information som denne erhållit genom en due diligence är förknippat med ett offentligt uppköpserbudande. Informationen skall således inte tas i bruk för att avyttra aktier som denne innehar sedan tidigare eftersom informationen inte har tillräcklig anknytning till den specifika försäljningen.

Storbritanniens regelverk medför dessutom att budgivaren försätts under ett skäligt tidsbegränsat handelsförbud. Jag anser att handelsförbudet inte i större utsträckning än nödvändigt motverkar det effektiva kommersiella förfarandet med aktieavyttring respektive förvärv. Oaktat det faktum att svenska och engelska marknaden har väsentliga åtskillnader, är jag av åsikten att en dylik regel vore lämpligt för Sverige. Eftersom de nuvarande regleringarna är alldeles för långtgående och oproportionerliga för budgivaren då denne försätts under permanent handelsförbud i målbolaget. De svenska regleringarna kan medföra att en icke åsyftad försiktighet byggs upp bland marknads aktörer vilket motverkar riskvillighet och därmed potentiella företagsförvärv.

Slutligen med tanke på att budgivaren utsätts för ett begränsat handelsförbud upprätthålls vikten av ett bevarat förtroende för aktiemarknaden genom att en aktör inte kan dra nytta av sitt kunskapsövertag som följer av selektiv informationsgivning. Med andra ord motverkar det möjligheten att över huvud taget missbruka sitt informationsövertag. Missbruk som kan jämföras med att företa en due diligence som ett led i att tillskansa sig otillbörlig fördel i form av ett informationsövertag för att sedan förvärva eller avyttra aktier i bolaget. Enligt min mening är regleringen likaså kommersiellt förknippad med tanke på att vederbörande inte förblir permanent under handelsförbud. Sålunda kan en liknande reglering försvaras från ett effektivitetsperspektiv och utgör mer skälighet för budgivaren.

7 Slutsats

Det avslutande kapitlet åsyftar att presentera mina slutsatser och förslag på de lege de ferenda.

Det är förvånande få kritiska röster gentemot aktiemarknadens självreglering och borde ifrågasättas i större utsträckning för att ha en möjlighet att förbättras ännu mer. Jag är av den uppfattningen att självregleringen är till nytta för marknaden för att bevara den affärsmässiga effektiviteten. Däremot anser jag att det borde ställas högre krav på självregleringen som råder på den svenska aktiemarknaden.

Omständigheterna för att budgivaren skall försättas under handelsförbudet utgörs av följande:

- En budgivare ämnar avge ett offentligt uppköpserbjudande
- Budgivaren förvärvar aktier i målbolaget innan en due diligence företas
- Budgivaren företar en due diligence
- Budgivaren erhåller information som *”rimligen kan förväntas påverka på bolagets aktier”*
- Budgivaren väljer att inte avge ett offentligt uppköpserbjudande

Måhända att det är flertalet omständigheter som skall föreligga. Oaktat omständigheterna föreligger ändock en oskälig risk för budgivaren och de materiella takeover-reglerna bör således förändras. Det är min uppfattning att de svenska takeover-reglerna borde förändras i likhet med brittisk rätt och införa en tidsgräns då budgivaren är försatt med handelsförbud i målbolaget. Genom en sådan förändring är reglerna förenliga med due diligence-processens ändamål de lege ferenda. Däremot påvisar tidsgränsen med handelsförbud att due diligence och informationsgivning är en process som är av betydande konsekvenser och sedermera ingen företeelse som skall tas med lätta medel. Dessutom får en tidsgräns anses vara tillräckligt för att motverka att budgivaren tar till en due diligence endast i syfte att tillskansa sig otillbörlig fördel i form av känslig information om ett målbolag eller konkurrent och därmed missbruka den selektiva informationsgivningen.

Ett tidsbegränsat handelsförbud är skäligt och behåller ändock den affärsmässiga effektiviteten. Med andra ord förespråkar jag en förändring för att motverka informationsgivningens tvetydighet och negativa konsekvenser vid offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden.

Referenslista

Lagtext

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Aktiebolagslag (2005:551).

Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

Köplag (1990:931).

Regeringsform (1974:152).

Jordabalk (1970:994).

Lag (1936:81) om skuldebrev.

Upphävd lagtext

Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

Offentligt tryck

Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden.

Prop. 2005/06:140 Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Prop. 2004/05:142 Marknadsmissbruk.

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag.

Prop. 1997/98:71 Förstärkt tillsyn av börser.

Prop. 1991/92:113 om ny börslagstiftning m.m.

Prop. 1988/89:76 om ny köplag.

SOU 2006:50 En ny lag om värdepappersmarknaden.

SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden.

Rättsfall

NJA 1991 s. 808.

NJA 1976 s. 341.

NJA 1947 s. 1.

NJA 1945 s. 305.

NJA 1941 s. 205.

NJA 1941 s. 159.

NJA 1936 s. 737.

Brittisk rätt

The City Code on Takeovers and Mergers (härefter the code) (reviderad 090330).

Dansk rätt

Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. LBK nr 843 af 07/09/2005 (Gældende).

Bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser, (indeholder bestemmelser, der gennemfører dele af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud).

Eg-rätt

BETÆNKNING om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) (KOM(2001) 281 . C5-0262/2001 . 2001/0118(COD)).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

Europaparlamentets och rådets Direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).

Självreglering

NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktieföretag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05).

OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2007-07-01) - Redaktionell ändring av II.6 den 2 okt 2007.

Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden NASDAQ OMX Stockholm, den 1 oktober 2009.

AMN Praxis

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2004:09, Konkurrerande bud (Hoist International).

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2004:31, Frågor i samband med offentligt erbjudande (VLT).

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:49, Tolkning av TO-reglerna (Q-Med).

Litteratur

Af Sandeberg, Catarina, Robert, Sevenius, *Börsrätt*, upplaga 2:1, Studentlitteratur, Pozkal, 2008.

Andersson, Torbjörn, Bergström, Sture, Håstad, Torgny, Lindblom, Per Henrik, *Juridikens termer*, upplaga 9, Liber, Stockholm, 2002.

Bergström, Claes, Per, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, upplaga 3:1, Nordstedts Juridik AB, Vällingby, 2009.

Dalhuisen, Jan H, *Dalhuisen on International Commerical, Financial and Trade Law*, Hart Publishing, Oxford, 2000.

David, René, Brierley, John E. C., *Major legal systems in the world today*, upplaga 3, Stevens & Sons, London, 1985.

Gorton, Lars, *Due diligence – Garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, Studentlitteratur, Lund, 2002.

Håstad, Torgny, *Den nya köprätten*, upplagan 5, Iustus Förlag AB, Göteborg, 2003.

Knabe, Anders, *Företagsöverlåtelser – En probleminventering*, Stiftelsen skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, Stockholm, 1989.

Krüger Andersen, Paul, Clausen, Nis Jul, *Børsretten*, Jurist-og Økonomforbundets forlag, Köpenhamn, 2003.

Kågerman, Pontus, Lohmander, Cecilia, De Ridder, Adri, *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, Nordstedts Juridik AB, Vällingby, 2008.

Lau Hansen, Jesper, *Nordisk børsret : reguleringen af kapitalmarkedet i Danmark, Finland, Island, Norge og Sverige*, Jurist-og Økonomforbundets forlag, Köpenhamn, 2003.

Lau Hansen, Jesper, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer, bind I og II*, 5 udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Gråsten, 2009.

- Orrbeck, Martin, *Företagsförvärv i praktiken*, Studentlitteratur, Danmark, 2006.
- Sevenius, Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, Studentlitteratur, Lund, 2003.
- Sjåfjell, Beate, *Towards a Sustainable European Company Law*, Kluwer Law International, upplaga 3, Storbritannien, 2009.
- Skog, Rolf, Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Elanders Gotab AB, Stockholm, 2004.
- Stattin, Daniel, *Takeover – Offentliga uppköpserbudanden, reglering, tolkning och tillämpning*, Thomson Fakta AB, Stockholm, 2006.
- Wallinder, Thomas, Marcelius, Patrik, *Guide to Public Takeovers*, Mannheimer Swarling Advokatbyrå AB, Stockholm, 2005.

Festskrift

- Sandgren, Claes, *Vad är rättsvetenskap? - Festskrift till Peter Siepel*, s. 527-552.

Periodisk tidsskrift

- Bengtzen, Martin, *Litteratur*, Svensk Juristtidning, 2008.
- Gometz, Ulf, *Om självreglering och god sed i rättstillämpningen på redovisnings- och revisionsområdet*, Festskrift till Jan Sandström, s. 92-105, Nerenius & Santéus Förlag AB, Stockholm, 1997.
- Johansson, Anders, *Undersökningsplikt vid aktiebolagsförvärv*, Svensk Juristtidning, 1990.
- Lindencrona, Carl, *Röstvärdedifferenser – vart är vi på väg*, Ny Juridik, 2007:02.
- Lindskog, Stefan, *En avhandling om aktieöverlåtelse*, Svensk Juristtidning, 1993.
- Munck, Johan, *Självreglering på värdepappersmarknaden*, Juridisk Tidskrift, nr 3, 2006/07.
- Sacklén, Mats, *Om felansvaret vid aktieköp*, Svensk Juristtidning, 1993.
- Samuelsson, Per, *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*, Svensk Juristtidning, 2002.
- Sevenius, Robert, *Om "due diligence" - företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt*, Svensk Juristtidning, 2007.
- Stattin, Daniel, *Om due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden*, Svensk Juristtidning, 2008.

Åhman, Ola, *Aktuell debatt – Betydelseprövning vid företagsöverlåtelser*, Svensk Juristtidning, 1990.

Övrigt

Aktiemarknadsnämndens hemsida, http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25, tillgänglig 2009-10-16, 16:40.

Aktietorget's hemsida, <http://www.aktietorget.se/AboutGeneral.aspx>, tillgänglig 2009-10-23, 15:14.

Finansinspektionens hemsida, http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage____168.aspx, tillgänglig 2009-10-17, 13:47.

Näringslivets börskommittés pressmeddelande, 2009-03-16.

Näringslivets börskommittés hemsida, http://www.naringslivetsborskommitte.se/om-naringslivets-borskommitt__4, tillgänglig 2009-10-16, 11:09.

Sevenius, *Introduktion till företagsöverlåtelser och transaktionsprocessen*, kompendium för 10 p i Företagsöverlåtelser i praktik och teori, 2002, tillgänglig via www.sevenius.se/Dokument/FÖL%20final%20020930.pdf, 2009-11-01, 20:52.

The Takeover Panel hemsida, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>, tillgänglig 2009-11-16, 21:29.

Tillkommande referenser i analys

Europaparlamentets och rådets direktiv Direktiv 96/71 om utstationering av arbetstagare i samband med tillhandahållande av tjänster.

C-341/05 Laval un Partneri v Svenska Byggnadsarbetarförbundet, Svenska Byggnadsarbetarförbundet Avdelning 1, Byggettan och Svenska Elektrikerförbundet.

2009/C182/01 Opinion of the European Economic and Social Committee on 'The social and environmental dimension of the internal market'.

Andersson, Jan, The High Level Group and the Issue of European Company Law Harmonisation – Europe Stumbles Along?, artikel skriven i *The Regulation of Companies, A tribute to Paul Krüger Andersen*, Thomsons, Köpenhamn, 2003.

Kraakman, Reiner, Armour, John, Davies, Paul, Enriques, Luca, Hansmann, Henry, Hertig, Gerard, Hopt, Klaus, Kanda, Hideki, Rock, Edward, *The Anatomy of*

Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, 2:a upplaga,
Oxford University Press Inc, New York, 2009.

http://ec.europa.eu/community_law/complaints/receipt/index_en.htm, tillgänglig 2009-12-05, 11.55.

http://ec.europa.eu/community_law/eulaw/decisions/dec_20091120.htm, tillgänglig 2009-12-05, 11.50.