

LIU-IEI-FIL-G-12/00851-SE

Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden

De nya takeover-reglernas inverkan

The Target Board's Role in a Takeover Bid
The Impact of the New Rules Concerning Takeover Bids

Dennis Lundquist
Fredrik Nilsson

Vårterminen 2012

Handledare: Elif Härkönen



Kandidatuppsats i Aktiemarknadsrätt/Aktiebolagsrätt

Affärsjuridiska programmen

Sammanfattning

Ett offentligt uppköpserbjudande skiljer sig från andra typer av företagsförvärv på så sätt att det riktar sig till en större ägandekrets. Eftersom köparen av praktiska skäl inte kan förhandla enskilt med aktieägarna riktar sig köparen istället, i ett offentligt erbjudande, till alla aktieägare i bolaget. Aktieägarna har sedan att förkasta eller acceptera erbjudandet.

Förfarandet kring ett offentligt uppköpserbjudande kräver en aktiv målbolagsstyrelse för att tillvarata aktieägarnas intresse. Takeover-reglernas koppling till LUA har i och med revideringen tydliggjorts och de två regelverken utgör tillsammans stommen i regleringen av offentliga uppköpserbjudanden. Målbolagsstyrelsens roll vid ett offentligt uppköpserbjudande kommer främst till uttryck i punkterna II.17, II.19 och II.20 i takeover-reglerna.

Takeover-reglerna har reviderats ett antal gånger sedan de första reglerna, då benämnda rekommendationer, utkom 1971 och målbolagsstyrelsens roll har vid varje revidering utvecklats till att bli mer omfattande. De nya takeover-reglerna träder i kraft den 1 juli 2012. Förutom frågan om hur de nya reglerna kommer att påverka målbolagsstyrelsens roll framträder frågan om vilka intressen som målbolagsstyrelsen ska tillvarata och hur dessa förhåller sig till varandra. Intressebegreppen, aktieägarnas intresse och bolagets intresse, kommer till uttryck såväl aktiemarknadsrättsligt som aktiebolagsrättsligt.

Märkbart vid analys av ändringarna är att de till viss del har skett genom kodifiering av AMN:s uttalanden och doktrin på området. Reglerna har även anpassats, om än inte fullt ut, till brittiska Takeover Code. Ett tydligt exempel är ändringen avseende avtal om *deal protection*-arrangemang.

För att utröna de konkreta konsekvenserna av regeländringarna krävs, i vissa fall, uttalanden från AMN eller komplettering och uppdatering av doktrin på området. Målbolagsstyrelsens roll har, i och med de nya takeover-reglerna, blivit än mer omfattande samtidigt som dess position, gentemot budgivaren, har stärkts genom tydligare reglering för hur styrelsen ska agera.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
AnmL	Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
Bolagskoden	Svensk kod för bolagsstyrning
de nya takeover-reglerna	Förslag till reviderade regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
HB	Handelsbalk (1736:0123 2)
Kollegiet	Kollegiet för svensk bolagsstyrning
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (upphävd 1 november 2007)
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MBL	Lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet
MBO	Management buy-out
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MmL	Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel för finansiella instrument
MTF	Multilateral Trading Facility
NBK	Näringslivets Börskommitté
NGM	Nordic Growth Market

Regelverk för emittenter	Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, 1 januari 2011
Rådet	Rådet för finansiell rapportering
Stockholmsbörsen	NASDAQ OMX Stockholm
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, 1 oktober 2009
Takeover Code	The City Code on Takeovers and Mergers
Takeover Panel	The Panel on Takeovers and Mergers
VpmL	Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden
VRL	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelser (upphävd 1 november 2007)

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Förkortningar	3
1 Inledning	7
1.1 Problembakgrund	7
1.2 Problemformulering	8
1.3 Syfte	9
1.4 Metod	9
1.5 Avgränsning	10
1.6 Disposition	11
2 Inledande kommentarer	12
2.1 Begrepp	12
2.1.1 Aktiemarknadsrätt, börsrätt, värdepappersmarknadsrätt och uppköpsrätt	12
2.1.2 Börs, reglerad marknad, handelsplattform, MTF	13
2.1.3 Värdepappersinstitut, värdepappersbolag	13
2.2 Kort om förvävsprocessen vid offentliga uppköpserbudanden ...	14
3 Rättskällor	16
3.1 Självregleringens legitimitet	16
3.2 Aktiemarknadsrätt	17
3.2.1 Tillämplig lag	17
3.2.1.1 Implementering av takeover-direktivet genom lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden	17
3.2.1.2 Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden	20
3.2.1.3 Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument	20
3.2.2 Regler kring offentliga uppköpserbudanden	21
3.2.2.1 Takeover-reglerna	21
3.2.2.2 De nya takeover-reglerna	22
3.2.3 Övriga rättskällor	23
3.2.3.1 Aktiemarknadsnämnden	23
3.2.3.2 Finansinspektionen	24
3.2.3.3 Svensk kod för bolagsstyrning	25
3.3 Kapitlet i sammanfattning	26

4	Målbolagsstyrelsens roll	27
4.1	Förhållandet mellan bolagets och aktieägarnas intresse	27
4.2	Punkten II.17 – Målbolagsstyrelsens roll	32
4.2.1	Innebörd	32
4.2.2	Ändringar.....	35
4.2.3	Analys	37
4.2.3.1	Målbolagets allmänna informationsförpliktelser	37
4.2.3.2	Biträde vid sökande av myndighetstillstånd	38
4.2.3.3	Godkännande av bonusarrangemang och kodifiering av AMN:s uttalanden	39
4.2.3.4	Förbud mot deal protection-arrangemang	40
4.3	Punkten II.19 – Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet.....	42
4.3.1	Innebörd	43
4.3.2	Ändringar.....	45
4.3.3	Analys	45
4.3.3.1	Kodifiering av doktrin och skyldighet att inhämta värderingsutlåtande ...	45
4.3.3.2	Styrelseledamöters initiativskyldighet	46
4.3.3.3	Omfattningen av målbolagsstyrelsens uttalande i relation till intressebegreppet	48
4.3.3.4	Takeover-reglernas koppling till LUA.....	48
4.4	Punkten II.20 – Målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning	49
4.4.1	Innebörd	49
4.4.2	Ändringar.....	53
4.4.3	Analys	54
4.4.3.1	Due diligence-undersökningens omfattning i relation till intressebegreppet	54
4.4.3.2	Lojalitetsplikten	56
4.4.3.3	Offentliggörande av selektiv information.....	57
5	Slutsats	58
	Käll- och litteraturförteckning	60
	Rättsfallsförteckning.....	63

1 Inledning

1.1 Problembakgrund

Enligt 13 kap. 8 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL) ska en börs ha regler om offentliga uppköpserbudanden. Reglerna ska uppfylla de krav som ställs i takeover-direktivet¹. Implementering av direktivet skedde genom tillkomsten av lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) som tillsammans med takeover-reglerna² utgör stommen i regelverket för offentliga uppköpserbudanden. Offentliga uppköpserbudanden regleras även genom annan lag. En av dessa är lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) som reglerar upprättandet av en erbjudandehandling.³ Takeover-erbjudanden var tidigare enbart reglerade genom självreglering i form av takeover-rekommendationer⁴ utgivna av Näringslivets Börskommitté (NBK)⁵ men tog i samband med takeover-direktivets implementerande formen av regler. Reglerna aktualiseras genom 2 kap 1 § 1 st. 1 p. LUA som ålägger den som lämnar ett offentligt uppköpserbudande att “/.../ följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden”.

Ett offentligt uppköpserbudande innebär, enligt 1 kap. 2 § 1 p. LUA, “/.../ ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier”. Ett uppköpserbudande är en transaktion mellan budgivaren (köpare) och aktieägarna i målbolaget (säljare). Målbolaget är inte en part i mellanhandet och berörs rättsligt sett inte av erbjudandet, dock har målbolagsstyrelsen en viktig roll.

Aktiebolagsrättsligt följer av 8 kap. 4 § 1 st. aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) att styrelsens huvuduppgifter i ett aktiebolag är att svara för bolagets organisation och förvalta bolagets angelägenheter. Formuleringen är inte tänkt att vara uttömmande utan lämnar en stor del av tolkningen av begreppet

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden.

² Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm, 1 oktober 2009.

³ 2a kap. LHF.

⁴ Den första rekommendationen om offentliga uppköpserbudanden utfärdades 1971 och har senare reviderats vid ett flertal tillfällen, se vidare kapitel 3.2.2.1.

⁵ NBK lades ned i maj 2010 och kommitténs arbetsuppgifter införlivades i Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

“/.../ förvaltningen av bolagets angelägenheter” till bolaget självt och kan omfatta alla uppgifter där bolagsstämman inte har exklusiv beslutanderätt⁶. Det framgår inte tydligt av ABL vilket förhållande en målbolagsstyrelse har till dels bolaget som juridisk person, dels aktieägarna under tiden mellan bolagsstämmorna. Frågan blir betydelsefull vid ett offentligt uppköpserbjudande eftersom ett sådant förfarande kräver en aktiv målbolagsstyrelse för att tillgodose aktieägarnas behov. Aktiemarknadsrättsligt⁷ regleras målbolagsstyrelsens roll i takeover-reglerna, främst i punkterna II.17, II.19 och II.20. I maj 2011 inleddes en översyn av takeover-reglerna vilket resulterade i en reviderad version av reglerna om takeover på NASDAQ OMX Stockholm (Stockholmsbörsen) och Nordic Growth Market (NGM). Den reviderade versionen, Förslag till reviderade regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM (de nya takeover-reglerna), förväntas träda i kraft den 1 juli 2012⁸.

Målbolagsstyrelsens roll har, i och med revideringen, förändrats och nya regler ger nya förutsättningar vilket kan leda till viss osäkerhet avseende styrelsens agerande vid ett offentligt uppköpserbjudande. Ytterligare en aspekt som styr målbolagsstyrelsens roll är att de ska tillvarata såväl bolagets intresse som aktieägarnas intresse. Huruvida dessa intressen sammanfaller eller skiljer sig från varandra med utgångspunkt ur aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt är oklart, vilket påverkar målbolagsstyrelsens hantering av ett takeover-erbjudande.

1.2 Problemformulering

- Vilken är målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden?
 - Vad innebär de nya takeover-reglerna för målbolagsstyrelsens roll och vilka konsekvenser ger de nya reglerna upphov till?
 - Hur förhåller sig bolagets respektive aktieägarnas intresse gentemot varandra, såväl aktiebolagsrättsligt som aktiemarknadsrättsligt, vid offentliga uppköpserbjudanden och hur ska dessa vägas mot varandra?

⁶ Andersson, Johansson och Skog, 8 kap. 4 § ABL, databasen Zeteo.

⁷ Se kapitel 2.1.1 för precisering och avvägning mellan rättsområden.

⁸ Vi utgår i uppsatsen från att den reviderade versionen antas utan förändringar.

1.3 Syfte

Vårt syfte med denna uppsats är att utreda målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden, samt analysera vilka konsekvenser de nya takeover-reglerna har på målbolagsstyrelsens ställning och agerande. Vi kommer även utreda begreppen bolagets respektive aktieägarnas intresse samt förhållandet dem emellan för att kunna sätta eventuella problem i ett sammanhang.

1.4 Metod

Utgångspunkten är att systematisera och tolka aktuell reglering på området för offentliga uppköpserbjudanden. Aktuella rättsregler är främst takeover-direktivet som föranledde tillkomsten av LUA som, tillsammans med takeover-reglerna, utgör grunden för den svenska regleringen av offentliga uppköpserbjudanden. Implementering av takeover-direktivet skedde även genom reglering i VpML och LHF. Andra regelverk av relevans är Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, 1 februari 2012 (Regelverk för emittenter) och Svensk kod för bolagsstyrning (Bolagskoden). Utöver nämnd reglering kommer doktrin på området att studeras.

Rättsreglerna ger legitimitet till självreglering på området för offentliga uppköpserbjudanden, som främst består av takeover-reglerna. På grund av avsaknaden av rättspraxis från prejudikatinstanser blir uttalanden från Aktiemarknadsnämnden (AMN), vars uppgift bland annat är att pröva frågor om vad som är *god sed på aktiemarknaden*, och Finansinspektionen (FI) också viktiga källor. AMN:s kompetens som regeltolkare vilar på det stora förtroendet som lagstiftaren har hyst för de organ, såväl regeltolkare som regelmakare, som verkar på området för offentliga uppköpserbjudanden.⁹ Systemet vilar även i hög grad på den legitimitet som systemet åtnjuter av marknadens aktörer och allmänheten. Det visas genom branschens höga förtroende för nämnden,¹⁰ och det faktum att god sed på aktiemarknaden är en del av den aktiemarknadsrättsliga rättskälleläran¹¹.

⁹ Nyström och Sjöman (2011) s. 30.

¹⁰ Nyström och Sjöman (2011) s. 30.

¹¹ Stattin (2009) s. 122.

Förhållandet mellan självreglering och lagreglering är komplicerat, men det står klart att de är två element som samspelar i rättsbildningen. Aktörerna har inom området för offentliga uppköpserbjudanden, från lagstiftarens sida, givits utrymme att själva reglera en stor del av området. På grund av att utrymme till självreglering givits och eftersom reglerna, och på så vis reglerna i sig, åtnjuter ett stort förtroende av aktörerna på marknaden ser vi den självreglering som takeover-reglerna utgör som en accepterad form av regler.¹²

I frågan om förhållandet mellan bolagets respektive aktieägarnas intresse kommer en jämförelse mellan rättsregler ur dels aktiebolagsrätten, dels aktiemarknadsrätten att ske. De aktiebolagsrättsliga reglerna som är relevanta återfinns i ABL och kompletteras av aktiebolagsrättsliga principer, vilka bör sättas i relation till de begrepp som finns i takeover-reglerna samt Bolagskoden.

1.5 Avgränsning

En avgränsning kommer att ske mot takeover-direktivets implementering i andra EU-länder i den mån den inte är väsentlig för förståelsen av den svenska regleringen på området för offentliga uppköpserbjudanden.

I uppsatsen behandlas offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad. Takeover-reglerna ges ut av Kollegiet för svensk bolagsstyrning (Kollegiet) men antas av varje enskild börs, vilka i Sverige är NASDAQ OMX Stockholm AB, Nordic Growth Market NGM AB och Burgundy AB¹³, varför mindre skillnader i regelverken förekommer. Skillnaderna får anses sakna betydelse för uppsatsens ändamål varför fokus enbart kommer att läggas vid takeover-reglerna antagna av NASDAQ OMX Stockholm AB. Inte heller takeover-regler antagna av andra marknadsplatser kommer att behandlas. Det gäller i första hand regler för handelsplattformar, så kallade

¹² Se kapitel 3.1 angående självregleringens legitimitet.

¹³ FI:s tillstånd för Burgundy AB att driva en reglerad marknad gäller inte handel med aktier utan endast med warrant, certifikat, strukturerade produkter och fondandelar. Handel med aktier sker via MTF:en Burgundy MTF, FI Dnr 10-4670 s. 1. Eftersom ingen handel med aktier sker på den reglerade marknaden, Burgundy RM, har Burgundy AB heller inte antagit takeover-reglerna.

Multilateral Trading Facilities (MTF) såsom Aktietorget, First North, Nordic MTF och Burgundy MTF.¹⁴

1.6 Disposition

Inledningsvis, i kapitel två, kommer olika rättsområden och begrepp att förklaras och definieras för att sedan följas av en kortare beskrivning av processen vid ett offentligt uppköpserbjudande.

I kapitel tre behandlas de rättsregler som är relevanta för offentliga uppköpserbjudanden. Kapitlet inleds med en beskrivning av förhållandet mellan självreglering och lagstiftning. Kapitlet fortsätter med en beskrivning av tillämpliga lagar och därefter behandlas den tidigare självregleringen som fanns på området för offentliga uppköpserbjudanden för att sedan beskriva de reviderade reglerna som förväntas träda i kraft den 1 juli 2012. Här kommer först upprinnelsen till reglerna beskrivas för att sedan följas av en förklaring till varför en revidering har skett.

I kapitel fyra kommer inledningsvis förhållandet mellan bolagets intresse och aktieägarnas intresse att behandlas, utifrån både aktiebolagsrättsligt och aktiemarknadsrättsligt perspektiv. Läsaren ges därmed en bakgrund som underlättar förståelsen av den kommande jämförelsen i kapitlet, vari målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden behandlas. De tre, för målbolagsstyrelsens roll, relevanta punkterna i takeover-reglerna kommer att beskrivas var och en för sig. Efter en inledande allmän beskrivning av punkten, enligt den gamla lydelsen, följer en beskrivning av förändringar och tillägg, enligt den nya lydelsen och avslutas med en jämförande analys. För att tydliggöra delas analysen upp i olika underrubriker.

I kapitel fem presenteras en slutsats genom besvarande av frågeställningen i problemformuleringen.

¹⁴ Takeover-erbjudanden på dessa marknadsplatser regleras i NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05).

2 Inledande kommentarer

2.1 Begrepp

Inom ramarna för associationsrättsliga frågor rörande takeover-erbjudanden finns en extensiv, men inte alltid liktydig, terminologi. Det finns därför anledning att dels se över och definiera, dels sammanslå en del av de begrepp som florerar för att undvika missuppfattningar och skapa en mer enhetlig text.

2.1.1 Aktiemarknadsrätt, börsrätt, värdepappersmarknadsrätt och uppköpsrätt

Inledningsvis bör aktuellt rättsområde kommenteras eftersom det tycks råda olika uppfattningar om hur det bör definieras och avgränsas. Stattin definierar aktiemarknadsrätt såsom ”/.../ rättsreglerna rörande noterade och listade bolag”, och utvecklar denna definition till den rätt som berör aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller listade på en handelsplats.¹⁵ Även i denna definition återfinns begrepp vars innebörd kräver ytterligare kommentarer.¹⁶

Börsrätten, ibland även benämnd värdepappersmarknadsrätten, påverkar och modifierar aktiemarknadsrätten. Många gånger används begreppen synonymt, vilket är olämpligt enligt Stattin som anser att aktiemarknadsrätten till stor del utgår från civilrätten, medan börsrätten är näringsrättslig och består av ”/.../ regler om tillstånd, tillsyn och former för bedrivande av handel med aktier”. Stattin ifrågasätter även begreppets användande överhuvudtaget ”/.../ eftersom det tydligen innefattar rättsregler för institut som inte alls är börser”.¹⁷

Enligt Sevenius kan ytterligare ett rättsområde urskiljas, nämligen uppköpsrätten, vilken bör ses som ett delområde inom börsrätten. Uppköpsrätten regleras i LUA, VpmL och takeover-reglerna, vilka kompletteras med FI:s och AMN:s normer och avgöranden kring publika företagsförvärv.¹⁸

Fortsättningsvis kommer aktiemarknadsrätt att refereras till såsom ett samlingsnamn för ovan nämnda rättsområden.

¹⁵ Stattin (2009) s. 35.

¹⁶ Främst åsyftas begreppen reglerad marknad och handelsplats vilka kommenteras i kapitel 2.1.2.

¹⁷ Stattin (2009) s. 40.

¹⁸ Sevenius (2011) s. 422.

2.1.2 Börs, reglerad marknad, handelsplattform, MTF

En distinktion bör ske mellan det som kallas *börs* respektive *reglerad marknad*.¹⁹ I lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC), senare upphävd genom VpmL²⁰, gjordes ingen åtskillnad mellan begreppen. I VpmL delas begreppen upp och med börs avses då marknadsoperatören, vilken är det företag som beviljats tillstånd av FI²¹ att driva värdepappersrörelse (till exempel NASDAQ OMX Stockholm AB) och med reglerad marknad avses marknadsplatsen där handeln sker (till exempel Stockholmsbörsen). Uppdelningen syftar till att en börs ska ha möjlighet att driva flera olika reglerade marknader inom ramen för samma tillstånd.²² I och med införandet av MiFID försvann begreppet *auktoriserad marknadsplats*, som då var en alternativ auktorisationsform till dåtidens börs, och ersattes med beteckningen MTF.²³ De *marknadsplatser*, vilket fungerar som ett övergripande begrepp, som finns i Sverige idag är därmed reglerade marknader och MTF:er.

I Sverige finns tre börser som har tillstånd av FI att driva reglerade marknader; NASDAQ OMX Stockholm AB driver Stockholmsbörsen, Nordic Growth Market NGM AB driver NGM och Burgundy AB som driver Burgundy RM. Respektive börs driver även, under deras enskilda tillstånd, MTF:erna First North, Nordic MTF och Burgundy MTF²⁴. Härutöver finns AktieTorget AB som endast driver MTF:en AktieTorget.²⁵

2.1.3 Värdepappersinstitut, värdepappersbolag

Nämnas bör också något om marknadens aktörer vilka kan delas in i *emittenter*, *investerare* och *deltagare*. Emittenter är företag som ger ut sina aktier eller andra värdepapper på en reglerad marknad eller MTF och benämns ofta börsbolag eller noterade bolag. Investerare innefattar personer, institutioner och företag som

¹⁹ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 38.

²⁰ VpmL tillkom som en del i implementerandet av ett EU-direktiv, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).

²¹ 2 kap. 1 § VpmL.

²² Prop. 2006/07:115 s. 545.

²³ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 37.

²⁴ Frågor kring takeover aktualiseras inte vid handel med aktier på Burgundy MTF eftersom själva aktierna inte är upptagna till handel på Burgundy MTF. Medlemmar som är anslutna till Burgundy MTF erbjuder handel i aktierna som egentligen är noterade vid andra marknadsplatser och emittenten i sig inte är ansluten till Burgundy MTF, Stattin (2009) s. 497.

²⁵ *Börser och aktiehandel*, Finansinspektionens webbplats – hämtad 2012-05-04
<http://www.fi.se/Konsument/Fragor-och-svar/Borser-och-aktiehandel/>.

placerat eller överväger att placera kapital i aktier eller andra värdepapper från börsbolagen.²⁶ Gruppen deltagare kräver en något utförligare förklaring. Deltagare benämndes tidigare medlemmar och är de företag som förmedlar handel via en reglerad marknad eller MTF. Deltagare delas i sin tur in i *värdepappersinstitut* och *värdepappersbolag*²⁷ där värdepappersinstitut, vars legala definition återfinns i 1 kap. 5 § 27 p. VpmL, är en gemensam beteckning över mellanmän som givits tillstånd av FI att driva *värdepappersrörelse*²⁸. Värdepappersbolag, som ingår under beteckningen värdepappersinstitut, definieras i 1 kap. 5 § 26 p. VpmL som ett svenskt aktiebolag med tillstånd att driva värdepappersrörelse och som inte är ett bankaktiebolag eller kreditmarknadsbolag.²⁹

2.2 Kort om förvärvsprocessen vid offentliga uppköpserbjudanden

Ett offentligt uppköpserbjudande skiljer sig från andra typer av företagsförvärv på så sätt att det riktar sig till en större ägandekrets. Skillnaderna kan illustreras enligt följande. Anta först att det är fråga om ett förvärv av ett aktiebolag som ägs av endast en aktieägare. Förvärvsprocessen vid aktieöverlåtelsen kretsar därmed kring förhandlingen mellan förvärvaren (köparen) och aktieägaren (säljaren). Förhandlingen består av krav och önskemål som förkastas eller godkänns av köpare respektive säljare allteftersom och utmynnar, om parterna förmår enas, i ett avtal om aktieöverlåtelse. Anta nu istället att det är fråga om ett aktiebolag som ägs av tusentals aktieägare. Förhandlingsprocessen skiljer sig i ett sådant läge helt från exemplet ovan. Det blir praktiskt omöjligt för köparen att föra förhandlingar med varje aktieägare var för sig, vilket innebär att köparen måste finna ett annat tillvägagångssätt. Köparen riktar sig då istället, med hjälp av ett offentligt erbjudande, till alla aktieägare i bolaget, som dessa har att förkasta eller acceptera. Förhandlingsprocessen direkt med köparen bortfaller och förvärvsprocessen sker således annorlunda. För att förhandla vänder sig köparen istället direkt till målbolaget och då till dess styrelse, eftersom det inte finns någon enskild aktieägare som själv har behörighet att besluta i frågan. Därmed får

²⁶ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 35.

²⁷ Tidigare var beteckningen fondkommissionär och fondkommissionsbolag.

²⁸ Värdepappersrörelse definieras i 1 kap. 5 § 28 p. VpmL som verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla investeringstjänster eller utföra investeringsverksamhet.

²⁹ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 36, 126.

målbolagsstyrelsen och den uppfattning angående budet som de ger uttryck för en viktig roll.³⁰

Ett offentligt bud kan ske antingen som, ett av köparen *frivilligt erlagt bud* till aktieägarna i ett bolag eller, till följd av reglering i lag³¹, som ett *budpliktsbud*³². Ytterligare uppdelning kan ske i *förhandlade* respektive *fientliga bud*. Ett förhandlat bud innebär att förvärvaren (köparen), innan dess att denne riktar ett offentligt uppköpserbjudande till målbolagets aktieägare, inleder förhandling med målbolagets styrelse eller i vissa fall även med huvudaktieägare i målbolaget. Ett fientligt riktat bud skiljer sig på så sätt att det inte föregås av förhandlingar utan istället riktas direkt till aktieägarna i målbolaget. Det kan även handla om ett bud där målbolagets styrelse rekommenderar sina aktieägare att inte anta erbjudandet.³³

³⁰ Nyström och Sjöman (2009) s. 11 f.

³¹ 3 kap. 1 § 1 st. LUA.

³² För budplikt se närmare kapitel 3.2.1.1.

³³ Sevenius (2011) s. 156.

3 Rättskällor

3.1 Självregleringens legitimitet

Självreglering är en alternativ styrform till lagstiftning, men dock inte en skild form. Lagstiftning och självreglering ses som samverkande element i rättsbildningen.³⁴ Den, enligt Munck, mest träffande definitionen av självreglering är den som formulerats av Riksdagens utredningstjänst, enligt vilken med självreglering avses åtgärder

”/.../ som i systematiserad form vidtas av ett företag, en bransch, eller hela näringslivet och som syftar till att förebygga eller lösa problem i förhållande till konsumenter eller andra”³⁵.

Självreglering uppträder på många olika sätt inom olika rättsområden. För att lättare förstå självreglering som fenomen bör det ges en grundläggande redogörelse för vilka principer en demokratiskt författat rättsbildning vilar på. Den demokratiska rättsstaten vilar på principer om fria och lika medborgare som med rätten som medel styr över sig själva i demokratiska former. Vid närmare granskning av begreppet självreglering framgår det att normbildning, inom ett visst område, kan vinna genomslagskraft och lagstiftaren kan då välja att avstå från vidare reglering eftersom självregleringen bedöms vara tillräcklig. En annan form är lagreglerad självreglering med syfte att hjälpa och stimulera en fri normbildning inom ett givet område. Takeover-regleringen är, efter införandet av takeover-direktivet, ett exempel på lagreglerad självreglering. Självregleringen är ett viktigt led i rättsbildningsprocessen och kan ibland även utgöra själva kärnan.³⁶

Rättsbildningens legitimitet är beroende av den fria normbildning som kommer från de aktörer som berörs, det vill säga just det faktum att normerna härrör från de aktörer som reglerna avser, ger rättsbildningen legitimitet och incitament till efterlevande. Men det står även klart att en fri normbildning inte alltid kan omformas eller vara substitut till rättsregler. Relationen mellan självreglering och

³⁴ Josefsson (2001) s. 206.

³⁵ Munck (2006) s. 553.

³⁶ Josefsson (2001) s. 213.

lagstiftning är komplex och det framgår att det vid självreglering är särskilt viktigt med en ännu närmare granskning av rättsbildningens legitimitet.³⁷

De övergripande argumenten som ofta anges såväl för som emot självreglering handlar om effektivitet, flexibilitet och legitimitet.³⁸ Bland de vanligaste sakargumenten som talar för självreglering kan nämnas att de personer som står bakom självregleringen ofta är experter på området. Vidare är det kostnadseffektivt på så sätt att marknaden själv bär sina kostnader för regleringen. Andra fördelar är att regleringen lätt kan ändras och att tillämpningen präglas av snabbhet och flexibilitet. Som nackdelar med självreglering anges bland annat att självreglerande organ dömer i egen sak och att sanktionerna antingen är för hårda eller för milda.³⁹

Munck anför att det i Sverige, som har en lång historia av självreglering som rättsbildningsform⁴⁰, inte skulle gå att

”/.../ tänka sig en ordning där självregleringen helt upphörde och all reglering skulle ankomma på statsmakterna. Båda delarna behövs, om man vill behålla ett levande regelverk med praktisk genomslagskraft”.⁴¹

3.2 Aktiemarknadsrätt

3.2.1 Tillämplig lag

3.2.1.1 Implementering av takeover-direktivet genom lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Offentliga uppköpserbjudanden är vanligt förekommande i Sverige och är en del av en större marknad för företagsförvärv. Signifikant för ett offentligt uppköpserbjudande är att det riktar sig till en mer spridd ägandekrets och budgivaren har ett mer omfattande regelverk att följa än vid andra former av företagsförvärv.⁴²

³⁷ Josefsson (2001) s. 213.

³⁸ Josefsson (2001) s. 206.

³⁹ Munck (2006) s. 564.

⁴⁰ Josefsson (2001) s. 212.

⁴¹ Munck (2006) s. 565.

⁴² Broneus och Stattin (2010) s. 17.

Offentliga uppköpserbudanden regleras i LUA och kompletteras av takeover-reglerna, som finns på de svenska reglerade marknaderna.⁴³ LUA föranleddes av takeover-direktivet som i sin tur till stor del bygger på den brittiska regleringen av uppköpserbudanden; The City Code on Takeovers and Mergers (Takeover Code). I direktivet stadgas, enligt brittisk förebild, vissa allmänna principer som medlemsstaterna ska följa. Den första av principerna behandlas i artikel 3.1 a i takeover-direktivet och uttrycker en likabehandlingsprincip, enligt vilken "[a]lla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika /.../". En annan av principerna, i artikel 3.1 c, stadgar att "[m]ålbolagets styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna att ta ställning till erbjudandet". De här två principerna, tillsammans med övriga principer som kommer till uttryck i artikel 3.1 takeover-direktivet, ska ge ledning för hur tillämpningen av direktivet ska ske och tjänar även som vägledning till hur LUA bör tillämpas.⁴⁴

På de, vid tidpunkten innan implementeringen av direktivet, berörda marknadsplatserna; Stockholmsbörsen, NGM och Aktietorget⁴⁵, existerade redan ett motsvarande regelverk för offentliga uppköpserbudanden. Reglerna utgavs av NBK och var genom bestämmelser i noteringsavtalet avtalsmässigt bindande för de emittenter som var noterade på respektive marknadsplats. Utgångspunkten, enligt förarbeten till LUA, var att i så stor utsträckning som möjligt bevara NBK-reglernas innehåll i den framtida regleringen och att näringslivet fortsatt skulle ha ett inflytande över reglernas utformning. Ett EU-direktiv ska dock, enligt en allmän princip⁴⁶, implementeras genom bindande regler i nationell lag eller genom hänvisning till rättspraxis i högsta instans. Det som skilde takeover-direktivet från andra direktiv var att det i direktivet stadgades, efter önskemål från framförallt Storbritannien, att den redan existerande självregleringen skulle kunna bestå och användas vid implementeringen av takeover-direktivet. Under

⁴³ Broneus och Stattin (2010) s. 18.

⁴⁴ Broneus och Stattin (2010) s. 21.

⁴⁵ AktieTorget driver idag en MTF men var fram till och med 1 november 2007 en auktoriserad marknadsplats.

⁴⁶ Principen fastslogs i Mål C-144/99 Europeiska Kommissionen mot Konungariket Nederländerna, REG 2001 s. I-3541, punkt 17.

förutsättning att direktivet hade förankring i nationell lag kunde genomförandet därför ske i form av kod eller annan självreglering i näringslivet.⁴⁷

Implementeringen av takeover-direktivet skedde således i Sverige dels genom tillkomsten av en ny lag, LUA, dels genom självreglering i form av takeover-regler. LUA trädde i kraft den 1 juli 2006 och samtidigt antogs, av NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB, en omarbetad och anpassad version av takeover-regler med ikraftträdande den 1 januari 2006.⁴⁸

Ett bud kan ske såsom ett frivilligt lämnat offentligt uppköpserbjudande eller på grund av att budpliktsreglerna i LUA förpliktigar budgivaren att lämna ett erbjudande. Av 3 kap. 1 § 1 st. LUA, följer att budplikt utlöses vid förvärv som innebär att förvärvaren, ensam eller tillsammans med någon som är närstående, i och med förvärvet uppnår ett aktieinnehav som överstiger 30 % av det totala röstetalet i bolaget. Gränsen är 30 % just därför att en aktieägare vid den nivån anses inneha en kontrollpost, vilket medför att han eller hon kan styra eller påverka bolagets förvaltning.⁴⁹

Med budplikten följer, enligt 3 kap. 1 § 1 st. LUA, två skyldigheter för förvärvaren. Dels ska förvärvaren omedelbart offentliggöra hur stort hans eller hennes aktieinnehav i bolaget är, dels inom fyra veckor lägga ett budpliktsbud⁵⁰, det vill säga lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget.

Punkten II.21 takeover-reglerna kompletterar utformningen av, och villkoren vid ett budpliktsbud utöver det som anges i LUA⁵¹. Punkten stadgar att "[r]eglerna rörande frivilliga erbjudanden gäller, om inte annat anges, i tillämpliga delar även vid ett erbjudande till följd av budplikt". Därmed aktualiseras takeover-reglerna i tillämpliga delar även vid ett budpliktsbud. Dock gäller de speciella villkoren som ställs upp i punkten II.21 takeover-reglerna vid ett budpliktsbud. I punkten anges att ett erbjudande ska avse samtliga aktier i målbolaget och innehålla ett kontant vederlagsalternativ. En rätt, för budgivaren, att villkora ett erbjudande tillåts endast när denne är beroende av att erhålla nödvändiga myndighetstillstånd. För

⁴⁷ Prop. 2005/06:140 s. 42 f.

⁴⁸ Nyström och Sjöman (2011) s. 82.

⁴⁹ Sevenius (2011) s. 431.

⁵⁰ Broneus och Stattin (2010) s. 44.

⁵¹ I LUA anges i stort sett endast att ett budpliktsbud ska avse samtliga aktier i målbolaget.

att budgivaren ska tillåtas en förlängning av acceptfristen för kontanterbudandet förutsätts att en utbetalning av vederlag till dem som redan accepterat erbjudandet inte fördröjs.

3.2.1.2 Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

VpmL är ett resultat av MiFID vilket implementerades i Sverige främst genom VpmL, Kommissionens förordning 1287/2006/EG och FI:s föreskrifter om värdepappersrörelse, FFFS 2007:16 samt FFFS 2007:17. Lagen trädde i kraft den 1 november 2007 och ersatte då lagen (1991:981) om värdepappersrörelse (VRL) och lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC). VpmL är relevant för offentliga uppköpserbjudanden eftersom börser numera, enligt 13 kap. 8 § VpmL, är skyldiga att ha takeover-regler vilka ska uppfylla takeover-direktivets krav.⁵²

3.2.1.3 Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

LHF, vilken trädde i kraft den 1 augusti 1991, var del i en stor reformering av regleringen på värdepappersmarknaden tillsammans med VRL och LBC⁵³. Utredningsarbetet leddes utav värdepappersmarknadskommittén som, i syfte att åstadkomma en modern ramlagstiftning på området, genomförde en omfattande revidering av förhållandena på värdepappersmarknaden. Revideringen mynnade ut i betänkandet SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden*.⁵⁴

Relevanta lagrum för offentliga uppköpserbjudanden återfinns i 2a kap. LHF där regler kring upprättande av en erbjudandehandling återfinns. En erbjudandehandling är en form av prospekt och ska enligt 2a kap. 2 § 1 st. LHF ”/.../ innehålla den information som behövs för att aktieägarna i målbolaget ska kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet”. Enligt 2 kap. 3 § 1 st. LUA är det budgivaren som ska upprätta och även ansöka om godkännande av erbjudandehandlingen hos FI.⁵⁵

⁵² Nyström och Sjöman (2011) s. 84.

⁵³ VRL och LBC upphävdes och ersattes, som tidigare nämnts, av VpmL.

⁵⁴ Beckman m.fl. (2002) s. 98.

⁵⁵ Sevenius (2011) s. 164 f.

3.2.2 Regler kring offentliga uppköpserbudanden

3.2.2.1 Takeover-reglerna

Takeover-reglerna kompletterar regleringen i LUA, som är den första svenska lagregleringen på området, och bildar stommen i den svenska takeover-regleringen. Att det innan LUA tillkom inte fanns någon lagreglering av takeover-erbjudanden innebär inte att svensk rätt var regellös på området.⁵⁶

År 1971 utfärdade NBK de första reglerna, då i form av rekommendationer⁵⁷, om offentliga uppköpserbudanden som byggde på grunddragen i den brittiska Takeover Code. Rekommendationen var kortfattad och innehöll inga regler alls om målbolagsstyrelsens roll. 1971 års takeover-rekommendation genomgick ett antal omarbetningar som resulterade i reviderade versioner av rekommendationen. 1988 togs rekommendationen in som en bilaga till börsens noteringsavtal och målbolagsstyrelsens roll kom att nämnas, men endast såtillvida att det vore *lämpligt* om målbolagsstyrelsen uttalade sig om budet. I 1991 års version stadgades det att målbolagsstyrelsen *ska* uttala sig om budet och samtidigt som rekommendationerna övergick till att benämnas regler år 2003 kom målbolagsstyrelsens roll ytterligare att regleras. Det handlade då om målbolagsstyrelsens medverkan i due diligence-undersökningar⁵⁸. Den 1 januari 2006 antogs en ny reviderad version som anpassades dels till den nya aktiebolagslagen, dels till det kommande nya regelverk som föranleddes av takeover-direktivet. I samband med att LUA trädde i kraft den 1 juli 2006 antogs en anpassad version av takeover-regler av NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB. 2009 ombesörjde NBK en ny reviderad version av reglerna som utmynnade i nya takeover-regler som antogs av börserna och trädde i kraft den 1 oktober 2009. I maj 2010 lades NBK ned och dess arbetsuppgifter införlivades istället i Kollegiet.⁵⁹ Målbolagsstyrelsens roll kommer framförallt till uttryck i punkterna II.17, II.19 och II.20 i 2009 års takeover-regler, vilket även gäller för 2012 års reviderade version.

⁵⁶ Stattin (2009) s. 101.

⁵⁷ Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag.

⁵⁸ Den engelska termen *due diligence* översätts ofta som *vederbörlig omsorg* och undersökningen används för att inhämta och analysera information om negativa avvikelser i målbolaget genom bland annat legal, finansiell och kommersiell besiktning, Sevenius (2011) s. 248-265. Uppsatsen kommer fortsättningsvis inte att behandla det praktiska i hur en *due diligence* genomförs.

⁵⁹ Nyström och Sjöman (2011) s. 81 f.

Budprocesser vid offentliga uppköpserbjudanden skiljer sig från varandra och därför är bestämmelserna i takeover-reglerna förhållandevis generellt utformade. AMN kan ge besked om hur reglerna ska tolkas och tillämpas men tolkningen ska inte göras endast utifrån den direkta ordalydelsen utan även bestämmelsernas syften och ändamål ska vägas in i bedömningen. Till det ska de bakomliggande principerna⁶⁰ tjäna som vägledning. De i takeover-reglerna medföljande kommentarerna ska, enligt uttalande⁶¹ från AMN, räknas som en integrerad del av regelverket.⁶²

Takeover-reglerna får effekt genom att de som ska följa reglerna frivilligt påtar sig en sådan skyldighet, vilket görs genom att ett aktiebolag godtar noteringskraven på börsen. Ett sådant förfarande kan kallas en avtalsreglerad självreglering.⁶³ Det innebär att takeover-reglerna antas genom avtal och därmed blir en del av avtalsobjektet. Vad som är betydelsefullt, framförallt vid tolkning av reglerna, är om takeover-reglerna ska ses som avtalsinnehåll eller som att reglerna i sig, genom avtalet, blir tillämpliga. Av NJA 1985 s 343 framgår att takeover-reglerna torde uppfattas som en i avtal vald reglering som ska tillämpas på avtalsförhållandet.⁶⁴

3.2.2.2 *De nya takeover-reglerna*

I syfte att harmonisera med den brittiska utvecklingen på området för takeover påbörjades i maj 2011 en översyn av takeover-reglerna. Översynen genomfördes av Kollegiet och ansvarig var adj. professorn Rolf Skog, direktör för AMN, tillsammans med advokaten Erik Sjöman och Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson.⁶⁵ Vidare anlätades en referensgrupp om 22 personer, bestående av bland annat affärsjurister, investmentbankirer, institutionella placerare och representanter från Stockholmsbörsen.⁶⁶ Översynen slutfördes i februari 2012 varpå förslaget till nya takeover-regler på Stockholmsbörsen och NGM överlämnades till NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth

⁶⁰ Se kapitel 3.2.1.1.

⁶¹ AMN 2004:21.

⁶² Nyström m.fl. (2012) s. 80.

⁶³ Stattin (2009) s. 105.

⁶⁴ Stattin (2009) s. 109.

⁶⁵ Pressmeddelande (2012-02-20) s. 1.

⁶⁶ Nachemson-Ekwall (2012).

Market NGM AB. Börserna förväntas anta de nya reglerna utan förändringar varpå de kommer träda i kraft den 1 juli 2012.⁶⁷

I och med revideringen har flertalet förändringar gjorts. Ändringar relevanta för målbolagsstyrelsen roll kommer att behandlas i kapitel 4. Bland övriga förändringar kan nämnas att den övergripande kopplingen mellan takeover-reglerna och LUA har tydliggjorts i och med att reglernas tillämpningsområde, i punkten I.1 de nya takeover-reglerna, kopplas till definitionen av ett offentligt uppköpserbjudande enligt 2 kap. 1 § 2 st. LUA.⁶⁸ Liksom i tidigare revideringar, har en kodifiering av uttalanden från AMN samt mindre ändringar av språklig och teknisk karaktär skett.⁶⁹

3.2.3 Övriga rättskällor

3.2.3.1 Aktiemarknadsnämnden

AMN startade sin verksamhet 1986 med brittiska The Panel on Takeover and Mergers (Takeover Panel) som förebild. Syftet var att stärka aktiemarknadens självsanering och, i mångt och mycket, undvika lagstiftning på börsetikens område.⁷⁰ AMN är, sedan 2006, en del av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden⁷¹ och är inte att betrakta som en självständig juridisk enhet.⁷²

AMN får sin rättsliga kompetens genom delegation från FI och de reglerade marknaderna Stockholmsbörsen och NGM. FI har, genom 14 kap. 1 § FFFS 2007:17, delegerat de uppgifter som föreskrivs i 7 kap. 10 § LUA⁷³ gällande offentliga uppköpserbjudanden, medan de reglerade marknaderna har delegerat beslutanderätt kring undantag från, och tolkning av, deras takeover-regler.⁷⁴ AMN har, förutom ovan nämnda kompetensdelegering, en egen kompetens, genom § 14 stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, att pröva frågor

⁶⁷ Pressmeddelande – Bilaga (2012-02-20) s. 1.

⁶⁸ Pressmeddelande – Bilaga (2012-02-20) s. 1.

⁶⁹ Pressmeddelande – Bilaga (2012-02-20) s. 2.

⁷⁰ SOU 2003:22 s. 64.

⁷¹ Övriga sakorgan inom föreningen är Kollegiet för svensk bolagsstyrning (Kollegiet) och Rådet för finansiell rapportering (Rådet).

⁷² Stattin (2009) s. 88.

⁷³ Uppgifterna omfattar bland annat förlängning av tidsfristen för upprättande och ansökan om godkännande av erbjudandehandling (2 kap. 3 § 2 st. LUA), besked om huruvida budplikt gäller (7 kap. 4 § LUA), undantag från bestämmelserna om budplikt (7 kap. 5 § LUA) och undantag från bestämmelserna om försvarsåtgärder (7 kap. 5 § LUA).

⁷⁴ Stattin (2009) s. 90.

om vad som är god sed på aktiemarknaden.⁷⁵ God sed-begrepp används inom många rättsområden och har ofta olika rättslig innebörd. Inom aktiemarknadsrätten, då främst i AMN:s praxis, bestäms hur nämnden uppfattar god sed genom att uttalandena delas in i fyra typfall. Typfallen överlappar varandra och någon distinktion mellan dem är inte alltid nödvändig, eller möjlig, utan nämnden måste göra en samlad bedömning. Typfallen behandlar (1) överträdelse av gällande rätt, såsom ABL eller LUA, (2) kringgående av gällande rätt så att ändamålen med regelverken inte uppfylls, (3) utfyllnad på oreglerade områden för att uppnå regelsystemets ändamål och (4) normativ reglering av tidigare oreglerade förhållanden.⁷⁶ I fall (1) och (2) bedöms alltså eventuella överträdelser av god sed utifrån gällande rätt vilken består av tillämplig lag, praxis och etablerade principer. Principerna kan till exempel ha arbetats fram i avgöranden från AMN. Fall (3) och (4) tar sikte på oreglerade förhållanden och eventuell överträdelse av god sed bedöms således utifrån om en åtgärd strider mot regelsystemets ändamål.⁷⁷

AMN har även behörighet att uttala sig om tillämpningen av Bolagskoden, vilket konstateras i AMN 2006:31. I uttalandet anfördes att det i koden inte anges

”/.../ vilken institution som har till uppgift att tolka bestämmelserna. Aktiemarknadsnämnden anser sig ha behörighet att uttala sig om tillämpningen av dessa regler i enskilda fall på grundval av sitt allmänna uppdrag att verka för god sed på aktiemarknaden”.

3.2.3.2 *Finansinspektionen*

Även om FI har delegerat viss del av sin kompetens rörande offentliga uppköpserbudanden till AMN har FI fortfarande kvar en egen kompetens att utreda och besluta i delegerade frågor och fungerar som överklagandeinstans för AMN:s uttalanden. FI:s beslut kan även överklagas till förvaltningsdomstolarna, vilket dock är mycket ovanligt.⁷⁸ En annan funktion som FI har vid offentliga uppköpserbudanden är att godkänna den erbjudandehandling⁷⁹ som budgivaren

⁷⁵ Stattin (2009) s. 92.

⁷⁶ Stattin (2009) s. 123, 130, 137.

⁷⁷ Stattin (2009) s. 130, 141.

⁷⁸ Stattin (2009) s. 96.

⁷⁹ Erbjudandehandlingens innehåll regleras, som tidigare nämnts, i 2a kap. LHF.

enligt 2 kap 3 § LUA är skyldig att inlämna till FI inom fyra veckor från erbjudandets lämnande.⁸⁰

3.2.3.3 Svensk kod för bolagsstyrning

Regleringen av bolagsstyrning⁸¹ inleddes 2002, i efterdyningarna av ett antal företagsskandaler⁸², när utredningen Förtroendekommissionen (FK) tillsattes i syfte att granska förtroendskadliga företeelser inom näringslivet. FK skapade, tillsammans med olika organ i näringslivet⁸³, Kodgruppen som var en arbetsgrupp vars syfte var att skapa ett nytt regelverk för bolagsstyrning.⁸⁴ Arbetet mynnade ut i en offentlig utredning, SOU 2004:46 *Svensk kod för bolagsstyrning*, samt ett av FK författat betänkande, SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet*, vilka låg till grund för 2004 års bolagskod.⁸⁵ Bolagskoden, vilken förvaltas av Kollegiet, har sedan dess reviderats vid ett flertal tillfällen och den senaste trädde i kraft den 1 februari 2010.

Bolagskoden gäller för svenska aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad och utgör en del av självregleringen på området, där Kollegiets roll är att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag.⁸⁶ Bolagskoden reglerar alltså beslutsprocesser vid sidan av vad som följer av aktiebolagslagstiftningen och är konstruerad enligt principen *följ eller förklara*⁸⁷ vilken innebär att bolag kan avvika från Bolagskoden under förutsättning att bolaget redovisar avvikelsen.⁸⁸ Tolkning av Bolagskoden kan, som tidigare nämnts, vid begäran ske av AMN medan övervakningen av Bolagskodens korrekta tillämpande ska ske av den marknadsplats där bolagens aktier är upptagna till handel.⁸⁹ Bolagskoden blir aktuell vid offentliga uppköpserbjudanden, främst i dess reglering av styrelsens uppgifter. Eftersom

⁸⁰ Stattin (2009) s. 315.

⁸¹ Svensk översättning av engelskans *corporate governance*.

⁸² Bland annat i Skandia och Systembolaget.

⁸³ Bland annat FAR SRS, NBK, Stockholmsbörsen och Svenskt Näringsliv.

⁸⁴ Sevenius (2010) s. 27 f.

⁸⁵ Sevenius (2010) s. 28.

⁸⁶ Bolagskoden s. 3 f.

⁸⁷ Svensk översättning av engelskans *comply or explain*.

⁸⁸ Munck (2006) s. 561.

⁸⁹ Bolagskoden s. 4.

Bolagskoden kan tillämpas på en målbolagsstyrelsens agerande uppstår här en potentiell konflikt med annan reglering.⁹⁰

3.3 Kapitlet i sammanfattning

Eftersom ett offentligt uppköpserbjudande riktar sig till en spridd ägarkrets krävs det en aktiv målbolagsstyrelse för att förhandla med budgivare och vara en enhetlig mottagare, för aktieägarna i målbolaget, gentemot budgivaren. På området för offentliga uppköpserbjudanden är självreglering och lagstiftning samverkande element. I 13 kap. 8 § VpmL stadgas att en börs ska ha regler om offentliga uppköpserbjudanden. Målbolagsstyrelsens roll har till största del kommit att reglerats i takeover-reglerna, som är en komplettering till LUA.

Målbolagsstyrelsens roll har kommit att förändrats markant sedan den första regleringen, som vid den tiden var takeover-rekommendationer, till dagens reviderade form, de nya takeover-reglerna. Från att överhuvudtaget inte ha nämnts i den första rekommendationen till att 1985 innehålla en skrivelse om att det vore lämpligt om målbolagsstyrelsen uttalade sig om budet, innehåller 2012 års revidering en väl stadgad roll för målbolagsstyrelsen. Styrelsens roll kommer framförallt till uttryck i punkterna II.17, II.19 och II.20.

Reglerna är generellt utformade och vid tveksamhet angående tillämpning kan AMN, genom uttalanden, ge besked om hur reglerna ska tolkas. Överklaganden handläggs av FI. Kollegiet, som numera ger ut takeover-reglerna, är även ansvarig för Bolagskoden och verkar därigenom för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag.

⁹⁰ se kapitel 4.1 för närmare beskrivning av problematiken.

4 Målbolagsstyrelsens roll

4.1 Förhållandet mellan bolagets och aktieägarnas intresse

Det krävs för en vidare framställning, angående målbolagsstyrelsens roll, en genomgång som berör begreppen *bolagets* respektive *aktieägarnas intresse* och huruvida dessa sammanfaller eller inte.

Vid jämförelse mellan de två intressena, bolagets respektive aktieägarnas, i den aktiebolagsrättsliga regleringen finns risk för förvirring. Ett särskilt bolagsintresse, undantaget samtliga aktieägares intresse, har diskuterats i aktiebolagsrättslig doktrin. Begreppet har bland annat definierats av Taxell såsom något annat än ett aktieägar- eller vinstintresse och som ”/.../ närmast innefattar ekonomisk stabilitet och utvecklingsmöjligheter för bolaget”.⁹¹ Han menar att det är till fördel för ett bolags intresser om bolaget i sig fungerar bra vilket kan leda till att styrelsen i sitt beslutsfattande måste välja vissa intressen⁹² framför andra och således måste operera med ett särskilt bolagsintresse. Dock tillstår han att huruvida detta ska beaktas gentemot andra intressen får bestämmas i det enskilda fallet.⁹³ Stattin menar dock att om bolagets intresse ges en sådan allmän innebörd uppstår risken att styrelsen fattar beslut, mot bakgrund av bolagets intresse, som istället gynnar den ”/.../ egna positionen, karriären eller möjligheten till imperiumbyggande”.⁹⁴ Munck har, i den så kallade Perstorpsutredningen⁹⁵, resonerat ur samma utgångspunkt som Taxell och menar att ett målbolag i sig kan, i vissa speciella fall, ha ett eget intresse i en uppköpsituation. I utredningen behandlades AMN 2000:20 som gällde ett återtaget bud från Industri Kapital AB på Perstorp AB. I fallet ansågs målbolaget lida skada av att budet återtogs eftersom målbolaget bland annat gick miste om det kapitaltillskott som

⁹¹ Stattin (2008) s. 104.

⁹² Till exempel aktieägares, borgenärers eller samhällets intressen.

⁹³ Stattin (2008) s. 215 f.

⁹⁴ Stattin (2008) s. 219.

⁹⁵ *Vissa frågor om informationsgivning m m i anslutning till offentligt erbjudande*, 27 maj 2001 (promemoria över granskning utförd på uppdrag av styrelsen för Perstorp AB).

uppköpserbudandet hade inneburit. Även uteblivna synergieffekter som förväntades uppstå vid ett uppköp ansågs skada målbolaget.⁹⁶

Nyström och Sjöman menar dock att ingen distinktion kan, rent aktiebolagsrättsligt, göras mellan bolagets och samtliga aktieägares intresse eftersom bolaget är att se som en legal fiktion som inte kan ha några självständiga intressen.⁹⁷ Stattin delar denna uppfattning med tillägget att bolagets intresse i aktiebolagsrättslig mening bör hållas isär från styrelseledamots och verkställande direktörs skyldighet, i egenskap av en sysslomannaliknande ställning till bolaget, att iaktta bolagets intresse vilket då syftar till huvudmannens intresse.⁹⁸ I och med styrelsens sysslomannaliknande ställning till bolaget följer en lojalitetsplikt för målbolagsstyrelsen. Lojalitetsplikten emanerar ur ansvaret för syssloman i 18 kap. handelsbalken (HB) eftersom det saknas definition och konkretion av lojalitetsplikten i aktiebolagsrätten. En syssloman ska agera uteslutande i huvudmannens intresse, vilket i aktiebolagsrätten anses vara bolaget, varför styrelsens beslutsfattande ska ske i bolagets intresse.⁹⁹ Huruvida bolagets intresse i detta fall är ett särskilt bolagsintresse eller konstituerar samtliga aktieägares gemensamma intresse, vars innebörd diskuteras nedan, råder det delade meningar om. Enligt Dotevall är det traditionella sysslomannabegreppet inte fullt tillämpligt vid bestämmande av en styrelseledamots skyldigheter. Som argument för detta anförs att en styrelseledamots ställning är friare än en syssloman eftersom han eller hon inte behöver rådfråga huvudmannen, i grunden aktieägarna, vid osäkerhet om dennes vilja i en viss fråga. Dotevall anför vidare att bolagsledningen, vari styrelsen ingår, driver en spekulativ affärsverksamhet och måste därmed ta vissa risker för att uppnå vinst vilket en syssloman inte ska.¹⁰⁰ Ett aktiebolags styrelse har även att beakta andra skyddsvärda intressen, utöver aktieägarnas, såsom borgenärsintresset.¹⁰¹ Grundläggande element i lojalitetsplikten är att styrelseledamöter ska avhålla sig från åtgärder som skadar bolaget samt, inom ramen för uppdraget, verka för bolagets intresse. Utifrån detta kan det diskuteras hur lojalitetsplikten kan ses i ljuset av både bolagets respektive

⁹⁶ Nyström och Sjöman (2009) s. 17.

⁹⁷ Nyström och Sjöman (2009).

⁹⁸ Stattin (2008) s. 213.

⁹⁹ Bergström och Samuelsson (2009) s. 96.

¹⁰⁰ Dotevall (2008) s. 159 f.

¹⁰¹ Johansson (2011) s. 145.

aktieägarnas intresse. Inledningsvis kan anföras att tanken blir relativt oproblematiske om bolagets intresse, i linje med bland annat Nyström och Sjöman, likställs med samtliga aktieägares gemensamma intresse. Vid ett offentligt uppköpserbjudande aktualiseras dock inte bara aktiebolagsrättsliga utan även aktiemarknadsrättsliga regler. Med utgångspunkt i takeover-reglerna framgår att aktieägarnas, inte bolagets, intresse ska läggas till grund för målbolagsstyrelsens beslut. Enligt Ydén kan därför en aktiemarknadsrättslig lojalitetsplikt¹⁰² för målbolagsstyrelsen, som skiljer sig från den aktiebolagsrättsliga, göras gällande.¹⁰³ Munck har tidigare, i Perstorpsutredningen, anført att en aktiebolagsrättslig lojalitetsplikt även kan göras gällande gentemot aktieägarna, istället för bolaget. Syslomanansvaret skulle i så fall även gälla mot aktieägarna direkt på grund av den speciella situation som uppstår vid ett offentligt uppköpserbjudande.¹⁰⁴

Lindskog har anført ytterligare ett synsätt gällande hur målbolagsstyrelsen bör betraktas vid en uppköpsituation. Han menar att styrelsen är ett beslutande organ för målbolaget men eftersom bolaget, enligt bland annat Nyström och Sjöman, inte har något egenintresse i budfrågan så är målbolagsstyrelsen att ses som en kollektiv *gestor*, en uppdragstagare utan uppdrag, för aktieägarna och ska agera i deras intresse som en representant för målbolaget.¹⁰⁵ Frågan blir framförallt aktuell vid en diskussion kring styrelsens skadeståndsansvar vid lämnad rekommendation om ett offentligt uppköpserbjudande och vid tillåtelse av due diligence-undersökningar, vilket utvecklas i kapitel 4.3.1 respektive kapitel 4.4.1.

Det mest grundläggande aktieägarintresset är vinstmaximering, vilket kommer till uttryck i 3 kap. 3 § ABL som stadgar en presumtion om att ett aktiebolag har som syfte att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna. Ett avsteg från detta ska anges i bolagsordningen. Vinsten ska alltså ske via bolaget och dess verksamhet, vilket bör sättas i relation till den vinst som en aktieägare kan göra vid försäljning av aktier i bolaget som anses vara något annat. Bestämmelsen i 3 kap. 3 § ABL föreskriver således en plikt för styrelsen att agera vinstmaximerande för aktieägarnas räkning men innebär inte att styrelsen till varje pris bör eftersträva

¹⁰² Aktiemarknadsrättslig lojalitetsplikt är inte ett vedertaget begrepp och dess användningsområde är således begränsat.

¹⁰³ Ydén (2008) s. 346.

¹⁰⁴ Ydén (2008) s. 346.

¹⁰⁵ Lindskog (2008) s. 67.

detta. Frånträdande från vinstsyftet kan accepteras under vissa förutsättningar och det har anförts att det annars skulle kunna suboptimera, alltså ett optimerande som i ett helhetsperspektiv blir icke-optimalt, ett mer allmänt formulerat hypotetiskt aktieägarintresse där ekonomisk tillväxt på lång sikt för bolaget sätts i fokus.¹⁰⁶

När aktieägarnas intresse åsyftas menas oftast samtliga aktieägares gemensamma intresse. Det finns svårigheter att definiera detta. Aktieägarna i ett bolag får anses vara en heterogen grupp av individer som kan antas ha olika syften med sina investeringar i bolaget. Det kan handla om en ren kapitalplacering där syftet är hög avkastning alternativt hög utdelning på investerat kapital. Syftet kan även vara att bibehålla kontrollen över bolaget eller att som både aktieägare och anställd i bolaget behålla sin anställning. För att identifiera aktieägarnas gemensamma intresse krävs då att målbolagsstyrelsen försöker fastställa en minsta gemensam nämnare för alla aktieägare. Det kan här utgå ifrån ett övergripande gemensamt intresse som förutsätts vara maximering av värdet på varje aktieägares investering.¹⁰⁷ Denna beslutsregel är dock inte fulländad. Marknadsvärde och bokfört värde sammanfaller oftast inte eftersom börskurser kan bestämmas på ett ofta oberäkneligt sätt. Styrelsen måste även besluta om vilket tidsperspektiv som ska anläggas på själva vinstmaximeringen eftersom något sådant perspektiv inte finns reglerat i ABL.¹⁰⁸

Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen bör även vägas in vid försök att definiera samtliga aktieägares gemensamma intresse. Principen, vilken kommer till uttryck i 8 kap. 41 § ABL, innebär att målbolagsstyrelsen inte får fatta beslut som är ägnade att ge en otillbörlig fördel till viss aktieägare eller annan, till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.¹⁰⁹ Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen är inte att förväxlas med grundprincipen om likabehandling av aktieägare i punkten a) i de nya takeover-reglernas inledning. Den ska också skiljas från den princip som kommer till uttryck i kommentaren till punkten II.20 om att behandla konkurrerande budgivare lika. Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen fokuserar således på målbolagsstyrelsens agerande mot aktieägare eller annan medan grundprincipen om likabehandling i de nya

¹⁰⁶ Stattin (2008) s. 55, Nyström och Sjöman (2009) s. 15.

¹⁰⁷ Ydén (2008) s. 347.

¹⁰⁸ Dotevall (2008) s. 153.

¹⁰⁹ Skog (2011) s. 248.

takeover-reglernas inledning fokuserar på en budgivares behandling av aktieägarna i målbolaget. Principen om likabehandling av konkurrerande bud fokuserar i sin tur på målbolagsstyrelsens behandling av konkurrerande budgivare. Det krävs därmed en avvägning när de olika principerna ska tillämpas. Stattin menar att tillämpningsområdena blir parallella och att den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen ska tillämpas inom det strikt aktiebolagsrättsliga området. Vid till exempel emissioner och informationsgivning, som ligger närmare aktiemarknadsrätten, bör den likabehandlingsprincip som anges i takeover-reglerna tillämpas.¹¹⁰

Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen är knuten till krav på förutsebarhet och formell rättsäkerhet och frågan uppkommer då vad som konstituerar en avvikelse och om sådana förändringar kan vara tillåtna.¹¹¹ Mot likhetsprincipen har anförts att åtgärder som är i bolagets intresse och är företagsekonomiskt riktiga och försvarliga får avvika från principen. Mot denna uppfattning har bland annat Rodhe anført att bolagets intresse är detsamma som samtliga aktieägares gemensamma intresse och därmed inte kan användas för att lösa en eventuell konflikt om likabehandling mellan aktieägare.¹¹² Stattin har tillagt att bolagsintresset, sett som samtliga aktieägares gemensamma intresse, inte är synonymt med enskilda aktieägares egenintressen, som till exempel hög avkastning. Eftersom aktieägares egenintressen inte, på ett ändamålsenligt sätt, kan fastställas använder aktiebolagsrätten istället ett hypotetiskt och gemensamt aktieägarintresse.¹¹³ Bergström och Samuelsson uppställer argument i linje med Stattin. De anför att ett aktiebolag, vilket tar hänsyn till många olika mål, är ytterst svårt att kontrollera. Företagsledningen kan då, inom ramen för flerdimensionella mål, göra gällande att olika ekonomiska utfall enbart är konsekvenser av hur de olika målen har prioriterats.¹¹⁴ Hur likhetsprincipen påverkar möjligheten att tillåta en potentiell budgivare att genomföra en due diligence-undersökning diskuteras i kapitel 4.4.1.

¹¹⁰ Stattin (2009) s. 39.

¹¹¹ Bergström och Samuelsson (2009) s. 55 f.

¹¹² Skog (2011) s. 346.

¹¹³ Stattin (2009) s. 63 f.

¹¹⁴ Bergström och Samuelsson (2009) s. 45.

Ytterligare aspekter av intressebegreppen finns i aktiemarknadsrätten, både i takeover-reglerna och i Bolagskoden. Punkt 3 i Bolagskoden reglerar styrelsens uppgifter och stadgar att "[s]tyrelsen ska förvalta bolagets angelägenheter i bolagets och samtliga aktieägares intresse". Här uppstår ett potentiellt problem eftersom det redogörs för bolagets intresse men även för samtliga aktieägares intresse vilket föranleder att tro att dessa intressen kan skilja sig åt.¹¹⁵ Enligt Stattin är uppdelningen olämplig eftersom det, i doktrin på området för bolagsstyrning, brukar uttalas att bolagets intresse är samtliga aktieägares hypotetiska intresse, alltså ett intresse av att erhålla potentiell avkastning på investerat kapital.

Hur detta får relevans vid takeover-erbjudanden har också diskuterats i den aktiemarknadsrättsliga doktrinen. En redogörelse för detta kommer att ske i samband med diskussionen nedan, kring respektive punkt i takeover-reglerna.

4.2 Punkten II.17 – Målbolagsstyrelsens roll

II.17

Takeover-reglerna

Styrelsen i målbolaget ska i frågor relaterade till erbjudandet agera i aktieägarnas intresse.

De nya takeover-reglerna

Styrelsen i målbolaget ska i frågor relaterade till erbjudandet agera i aktieägarnas intresse.

4.2.1 Innebörd

Någon ändring i punkten II.17 har, i och med revideringen, inte skett. Ändringar och tillägg har däremot skett i kommentaren. Nedan följer först en redogörelse för intressebegreppet i punkten II.17 varefter ändringarna och tilläggen beskrivs utifrån hur de påverkar målbolagsstyrelsens roll.

Det bör återigen påpekas att ett uppköpserbjudande är en transaktion mellan budgivare och målbolagets aktieägare men att målbolagsstyrelsen har en central roll i sammanhanget och ska, under hela processen, agera i samtliga aktieägares intresse¹¹⁶. Regeln ska tolkas utifrån en av de grundläggande principerna i takeover-reglernas inledning, punkten c), som stadgar att målbolagets styrelse inte får ".../ förvägra värdepappersinnehavarna att ta ställning till erbjudandet".

¹¹⁵ Stattin (2008) s. 103.

¹¹⁶ Se kapitel 4.1. för inledande kommentar kring begreppen bolagets respektive aktieägarnas intresse.

Här väcks den i kapitel 4.1 diskuterade frågan om ett målbolags styrelse kan vidta åtgärder som står i strid med aktieägarnas intresse om vinstmaximering eller vidta åtgärder som inte är föreskrivna i bolagsordningen. Märk att målbolaget vid ett uppköpserbjudande enbart är *objekt* för ett ägarskifte och det är inte helt klart att aktieägarnas intresse av att få ta ställning till erbjudandet är ett intresse som faller under styrelsens förvaltning. En förvaltningsåtgärd som inte ingår i verksamhetsföremålet eller som strider mot vinstsyftet kräver samtliga aktieägares samtycke¹¹⁷, vilket begränsar styrelsens manöverutrymme och ger upphov till en tvekan om vad styrelsen får och kan göra ur aktiebolagsrättslig synpunkt.¹¹⁸ Stattin anför att det kan accepteras att styrelsen vidtar åtgärder utanför vinstsyftet under vissa förutsättningar. Nyström med flera anger följande

”Enligt vår mening ger dock aktiebolagsrätten i normalfallet målbolagsstyrelsen utrymme, inom vissa ramar, att i aktieägarnas intresse verka för ett så attraktivt uppköpserbjudande som möjligt, även om erbjudandet sett enbart ur bolagets egen synvinkel bedöms vara bolaget ovidkommande.”¹¹⁹

Ett exempel som anförs om när ett uppköp är av betydelse för målbolaget som sådant är när en sammanslagning av budgivarens och målbolagets verksamheter kan ge upphov till synergieffekter. Det kan medföra positiva effekter för målbolaget och därmed borde även målbolagets styrelse vara aktiebolagsrättsligt berättigad att agera för att så sker.¹²⁰ Här åsyftas den, av bland annat Taxell framförda, tanken att det finns ett bolagsintresse som är skiljt från aktieägarnas intresse.

Takeover-reglerna anger regler som förpliktigar målbolaget, exempelvis i punkten II.17 som stadgar att målbolagsstyrelsen vid frågor relaterade till erbjudandet ska agera i aktieägarnas intresse. En sådan regel kan i sin tur ha betydelse för och ligga till grund vid bedömningen av vad som är aktiebolagsrättsligt tillåtet. Genom ett bolags börsnotering följer en kontraktuell förpliktelse att följa de regler, till exempel takeover-reglerna, som är uppställda av börsen. Enligt Nyström med flera får och ska därför målbolagsstyrelsen, även från aktiebolagsrättslig synpunkt, agera och vidta de åtgärder som åligger dem och får

¹¹⁷ Samtliga aktieägares samtycke kan i realiteten inte inhämtas i ett bolag med spridd ägarkrets.

¹¹⁸ Nyström m.fl. (2012) s. 192.

¹¹⁹ Nyström m.fl. (2012) s. 192.

¹²⁰ Nyström och Sjöman (2009) s. 16.

även belasta bolaget med de kostnader som det medför.¹²¹ Här åsyftas alltså aktieägarnas intresseperspektiv. Just det faktum att en kontraktuell förpliktelse föreligger så förbinds målbolagsstyrelsen att agera i aktieägarnas intresse, även om det aktiebolagsrättsliga bolagsintresset skulle vara skiljt från aktieägarintresset.

Målbolagsstyrelsen får inte särbehandla eller styras av endast en eller vissa aktieägares egenintressen. Här aktualiseras resonemanget om att finna en minsta gemensam nämnare för samtliga aktieägares intresse. Här bör även den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen vägas in när aktieägarnas gemensamma intresse ska försöka definieras.¹²² Det är alltså inte fråga om att särbehandla vissa aktieägare utan snarare, genom att se alla aktieägare som en grupp, att fastställa ett hypotetiskt gemensamt intresse, vilket krävs för att avgöra frågor rörande erbjudandet utifrån aktieägarnas intresse. Styrelsen får inte heller utan saklig grund främja en viss budgivare framför en annan vid konkurrerande bud¹²³, vilket är ett uttryck för likabehandling av budgivare. Likabehandling av budgivare kommer även till uttryck i punkten II.20 och är ett utflöde av förpliktelsen för målbolaget att agera i aktieägarnas intresse, eftersom det får antas ligga i aktieägarnas intresse att budkonkurrens sker på lika villkor.¹²⁴ Målbolagets styrelse får inte utan beslut av bolagsstämman försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande, enligt reglerna om förbjudna försvarsåtgärder i 5 kap. 1 § LUA. Det hindrar däremot inte att målbolagets styrelse aktivt kan och får söka efter alternativa erbjudanden, enligt 5 kap. 1 § 2 st. LUA. Enligt AMN 2007:10 hindrar inte reglerna om försvarsåtgärder i LUA att

”/.../ ett målbolag vidtar åtgärder för att undersöka och utvärdera erbjudandet eller alternativ till erbjudandet som kan vara bättre för aktieägarna, häri inbegripet att målbolaget fortsätter som självständigt bolag, och sprider information till aktieägarna om sådana alternativ”.

¹²¹ Nyström m.fl. (2012) s. 192 f.

¹²² Se kapitel 4.1.

¹²³ Kommentaren till punkten II.17 de nya takeover-reglerna.

¹²⁴ Nyström m.fl. (2012) s. 194.

Dock ska kostnaderna för detta vara skäliga, vilket enligt AMN 2006:55 innebär att de ska vara sakligt motiverade, marknadsmässiga och att de inte vidtagits endast för att störa budprocessen.

4.2.2 Ändringar

Ett tillägg, i form av ett förtydligande, har gjorts i kommentarens andra stycke, angående att målbolagets allmänna informationsförpliktelser som börsbolag även gäller i en uppköpssituation. Informationsförpliktelserna regleras bland annat i generalklausulen i punkten 3.1.1 Regelverk för emittenter, som stadgar att bolaget ska offentliggöra information om beslut eller andra händelser och omständigheter som är av *kurspåverkande natur*. Om sådan ny information offentliggörs av målbolaget i en uppköpssituation kan tillägg till erbjudandehandlingen behöva göras. Även om det är information som målbolaget inte omedelbart är skyldigt att offentliggöra men som kan påverka bedömningen av erbjudandet så bör målbolaget, om beslut tas att offentliggöra informationen, sträva efter att göra så vid en tidpunkt inte senare än två veckor före acceptfristens utgång. Tidsfristen kan jämföras med den tidsfrist som anges i punkten II.19, om styrelsens skyldighet att två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet.

Ett ytterligare tillägg i kommentaren från tidigare lydelse är att målbolagsstyrelsen, med utgångspunkt i aktieägarnas intresse, ska ”/.../ ta ställning till exempelvis önskemål från en budgivare om biträde vid upprättande av ansökningar om erforderliga myndighetstillstånd”. Målbolagsstyrelsen ska härvid, vid beslut om biträde, använda samma tillvägagångssätt som vid beslut om att medge eller inte medge en due diligence-undersökning enligt punkten II.20.

Bonusarrangemang förekommer vid offentliga uppköpserbjudanden men var tidigare inte reglerat i takeover-reglerna. Det kan till exempel handla om att de anställda erhåller kontant ersättning om de stannar kvar i bolaget under viss tid efter erbjudandets genomförande. Enligt nya lydelsen framgår det uttryckligen i kommentaren, att ett bonusarrangemang från budgivarens sida först måste godkännas av målbolagets styrelse och återigen är det aktieägarnas intresse som ska vara utgångspunkten vid ett sådant beslut. AMN har vid tidigare uttalanden¹²⁵

¹²⁵ AMN 2007:15, AMN 2007:25.

fastslagit att det inte strider mot god sed på aktiemarknaden och att det inte finns några principiella invändningar mot ett sådant arrangemang, om målbolagsstyrelsen godkänner det och aktieägarna upplyses om arrangemanget. Uttalandet gäller när ett bonusarrangemang riktas till de anställda i deras egenskap av just anställda och inte i egenskap av aktieägare. Därmed frångås varken principen, i punkten a) i de nya takeover-reglernas inledning, om att alla aktieägare ska behandlas lika eller principen, i punkten II.10, att budgivaren ska erbjuda identiskt vederlag till alla innehavare av aktier med identiska villkor.

Det har i de nya takeover-reglerna intagits en mer restriktiv syn på så kallade *deal protection*-arrangemang, vilket innefattar såväl exklusivitetsavtal som avtal om *break fees*. Exklusivitetsavtal innebär avtal som begränsar målbolagsstyrelsens möjligheter att förhandla med andra budgivare medan *break fees* innebär att målbolaget under vissa omständigheter förpliktigar sig att utge ersättning till budgivaren, om affären inte fullföljs. Sådana avtal får i kommentarens nya lydelse endast ingås om det föreligger *särskilda skäl* och, som tidigare lydelse, endast om det ligger i aktieägarnas intresse.¹²⁶ Det är i sig en anpassning till det förbud angående *deal protection*-arrangemang som infördes i Rule 21.2 Takeover Code¹²⁷.

Exklusivitetsavtal kan ingås i olika former och i doktrin talas om *no shop*-klausuler och *no talk*-klausuler. En *no shop*-klausul torde vara vanligt förekommande vid exklusivitetsavtal. En sådan innebär att målbolaget förbinder sig till att inte initiera förhandlingar med andra budgivare än den avtalet ingåtts med och avstå från att aktivt söka efter andra budgivare. Dock innebär en sådan klausul inte att målbolaget behöver eller ska avstå från förhandlingar initierade av en potentiell budgivare. Det skulle i sådana fall snarare röra sig om en så kallad *no talk*-klausul.¹²⁸

Det kan diskuteras om målbolagsstyrelsen brister i sin *vårdplikt* vid ingående av en *no shop*-klausul. Klargjort sedan tidigare är att målbolagsstyrelsen ska agera i aktieägarnas gemensamma intresse i samband med ett takeover-erbjudande, vilket innebär att ett avtal som innefattar en *no shop*-klausul endast är acceptabel om det

¹²⁶ Kommentaren till punkten II.17 de nya takeover-reglerna.

¹²⁷ Nyström m.fl. (2012) s. 195.

¹²⁸ Stattin (2009) s. 257.

ligger i samtliga aktieägares gemensamma intresse.¹²⁹ De två tänkbara argumenten för att det ska anses göra det är att kunna avsluta transaktionen skyndsamt och få ett högre vederlag för aktieägarna. I övrigt bör det endast ske i undantagsfall.¹³⁰

På grund av att målbolagsstyrelsen har till uppgift att utvärdera samtliga aktuella erbjudanden för att tillvarata samtliga aktieägares gemensamma intresse förekommer inte rena *no talk*-klausuler i svensk aktiemarknadsrätt och torde heller inte vara tillåtna, just av den anledningen.¹³¹

4.2.3 Analys

4.2.3.1 Målbolagets allmänna informationsförpliktelser

Tillägget av andra stycket i kommentaren angående att målbolagets allmänna informationsförpliktelser som börsbolag gäller även i en uppköpssituation bör, enligt vår mening, inte påverka målbolagsstyrelsens roll överhuvudtaget. Det faktum att bolaget är börsnoterat innebär, genom Regelverk för emittenter¹³², en kontraktuell bundenhet gentemot börsen och därmed en förpliktelse att följa de regelverk som är uppställda av börsen. Informationsreglerna i punkten 3 Regelverk för emittenter är en sådan regel som målbolaget, på samma sätt som med takeover-reglerna, är bunden till att följa. Båda regelverken är bindande för målbolaget och tillägget i kommentaren får ses som ett förtydligande.

Generalklausulen i punkten 3.1.1 Regelverk för emittenter föreskriver att bolaget så snart som möjligt ska offentliggöra information som är kurspåverkande, därmed uppstår en *skyldighet* att offentliggöra sådan information. I andra stycket i kommentaren till punkten II.17 de nya takeover-reglerna har tillägg gjorts att om det finns information som kan påverka bedömningen av erbjudandet men som målbolaget inte är skyldigt att omedelbart offentliggöra, bör målbolaget sträva efter att förlägga ett eventuellt offentliggörande till en tidpunkt inte senare än två veckor före acceptfristens utgång. Tillägget stadgar därmed *inte* att målbolaget är skyldigt att offentliggöra sådan information som inte är kurspåverkande men som kan påverka bedömningen av erbjudandet, men *om* målbolagsstyrelsen väljer att

¹²⁹ Stattin (2009) s. 257.

¹³⁰ Stattin (2009) s. 258.

¹³¹ Stattin (2009) s. 259.

¹³² Regelverk för emittenter ersatte den 1 juli 2008 det tidigare gällande noteringsavtalet.

göra detta så ska den sträva efter att göra det senast två veckor före acceptfristens utgång. Det fanns tidigare inget förbud mot att offentliggöra sådan information och att ett offentliggörande i en sådan situation bör förläggas till en tidpunkt inte senare än två veckor före acceptfristens utgång torde också innan varit relativt klart. Styrelsen har, enligt punkten II.20, en skyldighet att offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet senast två veckor före acceptfristens utgång, vilket därmed även borde anses omfatta sådan information som nu nämnts.

Tillägget innebär egentligen ingen skillnad mot tidigare men kan sägas öppna upp för att målbolaget *borde* offentliggöra information som inte är kurspåverkande men som kan påverka bedömningen av erbjudandet. Att en sådan skrivelse tas in i kommentaren, om information som målbolaget inte är skyldig att offentliggöra men ändå väljer att offentliggöra, innebär det att regeln lämnar incitament till att sådan typ av informationsgivning bör ske. Ett sådant incitament kan ha till syfte att sudda ut delar av den gränsdragningsproblematik som begreppet kurspåverkande natur ger upphov till. Även fast definition finns i VpmL och FFFS 2007:17 och att det ges en vägledning i Regelverk för emittenter av vad som avses med information av kurspåverkande natur, lämnas ändå den sista avvägningen till målbolaget självt¹³³. Att på förhand veta hur marknaden kommer att reagera på viss information är en svår gränsdragningsproblematik. Förespråkas offentliggörande även av information som inte är kurspåverkande men som kan påverka bedömningen av erbjudandet förenklas gränsdragningen eftersom målbolagsstyrelsen då bör offentliggöra information även om det råder osäkerhet kring huruvida den är att se som kurspåverkande eller inte.

4.2.3.2 *Biträde vid sökande av myndighetstillstånd*

Att målbolagsstyrelsen ska ta ställning till exempelvis önskemål från budgivare om biträde vid upprättande av ansökningar om erforderliga myndighetstillstånd får sägas utvidga målbolagsstyrelsens uppgifter. Hur långt ett eventuellt biträdande ska sträcka sig framgår inte. Avvägningen för ett sådant beslut ska ske på samma sätt som den avvägning som görs när målbolagsstyrelsen, enligt punkten II.20, beslutar om att tillåta en potentiell budgivare att göra en due diligence-undersökning. Se kapitel 4.4.1 för närmare beskrivning av förfarandet.

¹³³ Framgår av 15 kap. 6 § 1 st. 3 p. VpmL. Ytterligare vägledning ges i 10 kap. 3 § FFFS 2007:17.

Tidigare stod det styrelsen fritt huruvida de ansåg sig behöva vara budgivaren behjälplig vid upprättande av myndighetstillstånd eller inte, och även hur den bedömningen skulle ske. Ändringen innebär att målbolagsstyrelsen inte lättvindigt varken kan avfärda eller utföra biträdande utan att en avvägning har gjorts om huruvida detta ligger i samtliga aktieägares intresse eller inte. Det är alltså att se som både en ytterligare förpliktelse för målbolaget gentemot budgivaren och samtidigt en restriktivare inställning av hur ett sådant avgörande om biträde bör ske.

4.2.3.3 Godkännande av bonusarrangemang och kodifiering av AMN:s uttalanden

Att målbolagsstyrelsens godkännande krävs för eventuella bonusarrangemang från budgivaren får anses vara en kodifiering av sedan tidigare gällande praxis på området. Att det nu istället tas in i kommentaren till punkten II.17 torde inte innebära någon förändring från tidigare tillämpning av praxis. Så länge bonusarrangemanget är riktat till aktieägare, i egenskap av anställda och inte aktieägare, påverkar inte det likabehandlingsprincipen och detsamma gäller i det fall en eller flera aktieägare även är grundare av bolaget. Vad som här är intressant är den kodifiering av AMN:s uttalande som skett. AMN har som uppgift att tolka den självreglering som takeover-reglerna utgör. Är det så att de uttalanden som görs kodifieras i senare revideringar och anpassas och förs in i regelverket är det av vikt att bedöma vilket perspektiv AMN gör sina uttalanden utifrån. Finns det ett partsintresse eller gör de sina bedömningar utifrån ett allmänt perspektiv? Vid skapandet av regler finns ett värde av att ta in så många perspektiv som möjligt för att få en hållbar, effektiv och rättssäker självreglering. Är det så att AMN har uttalat sig utifrån ett visst givet partsintresse och det uttalandet senare kodifieras att gälla som regel kan det leda till att andra perspektiv, till exempel ett arbetstagarperspektiv, inte ges fullgott utrymme. AMN:s avgöranden har ingen prejudikatverkan men har däremot i praktiken en form av konstitutiv verkan för hur takeover-reglerna ska tolkas¹³⁴. Det beror på att AMN åtnjuter ett starkt förtroende från aktörer på området för offentliga uppköpserbjudanden och att nämnden består av erfarna jurister och

¹³⁴ Stattin (2009) s. 120.

branschföreträdare¹³⁵. Vid en närmare granskning är det alltså snarare de personer som står bakom AMN än AMN som myndighet som ges ett högt förtroende och acceptans av aktörerna. Det innebär att en bedömning av om en kodifiering av uttalanden ska anses godtagbar och få en rättsskapande verkan får bedömas av den konstituerande verkan som AMN:s uttalanden har. Den verkan beror i sin tur på förtroendet från aktörerna vilket är avhängigt de personer som ingår i AMN. Det talar, enligt vår mening, för att de uttalanden som görs av AMN idag är väl underbyggda och med tanke på det starka förtroendet som nämnden har från aktörerna på marknaden ter sig en kodifiering av uttalanden inte som en främmande väg att gå. En av självregleringens styrkor är just effektivitet och flexibilitet, vilket ovanstående kodifiering är ett exempel på, men det är viktigt ha i åtanke om vissa partsintressen ges företräde framför andra samhällsintressen.

4.2.3.4 Förbud mot *deal protection*-arrangemang

Takeover-reglerna har sin förebild i brittiska Takeover Code och bygger i mångt och mycket på regleringen däri. Revideringen av Takeover Code har, som tidigare nämnts, lett till ett förbud mot *deal protection*-arrangemang, förutom i vissa undantagsfall, på grund av upplevda problem kring sådana arrangemang. I Sverige upplevs, enligt Kollegiet, inte sådana avtal ännu som ett stort problem. Kollegiet anger ändå att avtal om *deal protection*-arrangemang förekommer i större utsträckning än tidigare även på den svenska marknaden, speciellt vid utländska bud på svenska företag. Därför intar regelnmakaren en restriktivare ställning i den nya regleringen av punkten II.17, dock inte genom att införa ett uttryckligt förbud. Det stadgas istället att *särskilda skäl* måste ligga till grund för ett sådant avtal, till skillnad mot tidigare reglering som inte innehåller ett krav om särskilda skäl utan enbart att det skulle ligga i samtliga aktieägares intresse. Det är högst troligt med en framtida ytterligare ökning av avtal om *deal protection*-arrangemang, framförallt vid utländska bud. Globala transaktioner ökar i världen, vilket även påverkar Sverige och de svenska företag som agerar på den svenska marknaden¹³⁶. Den intensifiering av den globala ekonomin som pågår leder troligen även till en intensifiering av utländska bud på svenska företag. Det öppnar i sin tur upp för att problem, av liknande karaktär som föranledde förbudet

¹³⁵ Stattin (2009) s. 120.

¹³⁶ *Vad är globalisering?*, Regeringens webbplats – hämtad 2012-05-14
<http://www.regeringen.se/sb/d/8616/a/94988>.

i Storbritannien, även kommer drabba Sverige.¹³⁷ Problemen i Storbritannien handlade om att avtal om *deal protection*-arrangemang på senare år blivit allt mer vanligt förekommande. Arrangemangen presenterades av budgivaren som standardklausuler i buden och lämnade målbolaget med ett väldigt litet förhandlingsutrymme. Vidare kunde det leda till att andra budgivare blev avskräckta från att lägga ett konkurrerande bud eller att lägga ett, för aktieägarna, mindre fördelaktigt bud än vad de annars skulle ha gjort.¹³⁸ Det kan därför diskuteras varför Kollegiet väljer en restriktiv väg, genom införandet av formuleringen särskilda skäl, istället för att, likt Storbritannien, införa ett förbud. Är syftet med ändringen att undvika de problem som upplevts i Storbritannien och som kan komma att bli ett problem i Sverige skulle ett förbud, med vissa stadgade undantag, ligga närmare till hands för att förhindra, alternativt stoppa, förekomsten av sådana arrangemang. Det vill säga ett ännu större närmande av den brittiska regleringen på området. Ett övergripande ändamål med aktiemarknadsrätten är att ”/.../ möjliggöra en effektiv handel med såväl enskilda aktier som större aktieposter”¹³⁹. Ett förbud skulle på ett tydligare sätt bidra med effektivitet på marknaden. Ett förbud, med vissa stadgade undantag, lämnar mindre osäkerhet kring hur tillämpning bör ske och det skulle stå klart för målbolag och budgivare vad som är förbjudet respektive vad som, under vissa givna förhållanden, är godtagbart vid avtal om *deal protection*-arrangemang.

En ytterligare fråga är vad som menas med formuleringen särskilda skäl eftersom ingen definition anges, vare sig i regeln eller i kommentaren. Det innebär att det är en fråga som måste avgöras genom uttalanden från AMN, vilket innebär att det kan ta tid innan klara riktlinjer finns för hur formuleringen särskilda skäl ska tolkas.

¹³⁷ *Vad är globalisering?*, Regeringens webbplats – hämtad 2012-05-14
<http://www.regeringen.se/sb/d/8616/a/94988>.

¹³⁸ PCP 2011/1 s. 37 f.

¹³⁹ Stattin (2009) s. 48.

4.3 Punkten II.19 – Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet

II.19

Takeover-reglerna

Målbolagets styrelse ska senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen till denna uppfattning.

Styrelsen ska med utgångspunkt i vad budgivaren uttalat i pressmeddelandet eller erbjudandehandlingen redovisa sin uppfattning om den inverkan som genomförandet av erbjudandet kommer att ha på bolaget, särskilt sysselsättningen, och dess uppfattning om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver sin verksamhet. Om styrelsen inom skälig tid erhåller ett separat yttrande från företrädare för de anställda som innehåller en avvikande uppfattning om erbjudandets effekter på sysselsättningen ska detta yttrande bifogas styrelsens uttalande.

I uttalandet ska redovisas om någon styrelseledamot på grund av intressekonflikt eller av annat skäl inte deltagit i behandlingen av ärendet eller om någon reserverat sig mot styrelsens beslut. Om styrelsen inte är beslutför, föreligger inte någon skyldighet men en rätt för övriga ledamöter att offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet. Ett värderingsutlåtande enligt punkten III.3 ska då inhämtas och offentliggöras.

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden finns bestämmelser som begränsar styrelsens och verkställande direktörens rätt att vidta åtgärder som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.

Ändrar budgivaren villkor i ett framlagt erbjudande ska målbolagets styrelse så snart som möjligt och senast en vecka före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om det ändrade erbjudandet och skälen till denna uppfattning.

De nya takeover-reglerna

Målbolagets styrelse ska senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen till denna uppfattning.

Styrelsen ska med utgångspunkt i vad budgivaren uttalat i pressmeddelandet eller erbjudandehandlingen redovisa sin uppfattning om den inverkan som genomförandet av erbjudandet kommer att ha på bolaget, särskilt sysselsättningen, och dess uppfattning om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver sin verksamhet. Om styrelsen inom skälig tid erhåller ett separat yttrande från företrädare för de anställda som innehåller en avvikande uppfattning om erbjudandets effekter på sysselsättningen ska detta yttrande bifogas styrelsens uttalande.

I uttalandet ska redovisas om någon styrelseledamot på grund av intressekonflikt eller av annat skäl inte deltagit i behandlingen av ärendet eller om någon reserverat sig mot styrelsens beslut. Om styrelsen inte är beslutför, föreligger inte någon skyldighet men en rätt för övriga ledamöter att offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet. Ett värderingsutlåtande enligt punkten III.3 ska då inhämtas och offentliggöras *oavsett om de övriga ledamöterna väljer att uttala sig om erbjudandet eller inte.*

Ändrar budgivaren villkor i ett framlagt erbjudande ska målbolagets styrelse så snart som möjligt och senast en vecka före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om det ändrade erbjudandet och skälen till denna uppfattning.

4.3.1 Innebörd

I punkten II.19 fastställs en mer konkret uppgift för målbolagets styrelse. Uppgiften består i att utvärdera och sedan uttala sig om ett lämnat takeover-erbjudande. Bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad har en relativt stor ägarspridning, varför målbolagsstyrelsens uttalande ofta är av stort intresse för aktieägarna som har begränsad insyn i bolaget. Målbolagsstyrelsens arbete består inledningsvis i att skapa en grupp som är lämpade för utvärderingsarbetet vilken ofta är en sammansättning av intern och extern kompetens. Målbolagsstyrelsen har sällan tillräcklig kompetens för att genomföra utvärderingen på egen hand varför styrelsen ofta tar hjälp av dels företagsledning, dels inom bolaget anställda experter samt utomstående experter.¹⁴⁰ Nämnas bör att det finns situationer i punkten III.3 när målbolaget, utöver styrelsens uttalande om erbjudandet, behöver inhämta så kallade värderingsutlåtanden¹⁴¹ eller *fairness opinions*. Ett sådant utlåtande ska även inhämtas om målbolagsstyrelsen inte är beslutför enligt punkten II.19. Målbolaget begär då in ett utlåtande från oberoende expertis på området som i ett utförligt dokument ger sin syn på målbolagets värde och erbjudandets finansiella korrekthet.¹⁴²

Målbolagsstyrelsens utvärdering resulterar sedan i ett yttrande, ofta kombinerat med en rekommendation till aktieägarna i målbolaget om att acceptera eller avvisa erbjudandet. Det bör dock påpekas att styrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet inte innebär att de måste ta ställning för eller mot erbjudandet. De kan därmed välja att inte lämna någon sådan rekommendation men då under förutsättning att styrelsen redogör varför erbjudandet varken tillstyrks eller avstyrks.¹⁴³ Uttalandet ska offentliggöras senast två veckor före acceptfristens utgång.

I och med en eventuell rekommendation från målbolagsstyrelsen finns anledning att kommentera det potentiella skadeståndsansvar som uppkommer. Om styrelsen rekommenderar ett bud som borde avstyrkts alternativt avstyrker ett bud som borde ha rekommenderats kan en aktiebolagsrättslig skadeståndsskyldighet

¹⁴⁰ Stattin (2009) s. 332 f.

¹⁴¹ Värderingsutlåtanden aktualiseras främst i så kallade *management buy-outs* (MBO) vilket är en takeover där budgivaren bland annat innefattar styrelseledamöter eller ledande befattningshavare i målbolaget. Denna typ av transaktion kommer inte att behandlas vidare i uppsatsen.

¹⁴² Stattin (2009) s. 334.

¹⁴³ Nyström m.fl. (2012).

uppkomma, på grund av överträdelse av styrelsens lojalitetsplikt, enligt 29 kap. 1 § ABL. Denna skadeståndsskyldighet måste då sättas i relation till de båda begreppen bolagets respektive aktieägarnas intresse. Lindskog menar dock, eftersom styrelsen inte är att se som ett bolagsorgan utan som en kollektiv *gestor*, att någon sådan skadeståndsskyldighet inte kan uppkomma. En felaktig rekommendation avseende ett offentligt uppköpserbjudande innefattas således inte av skadeståndsreglerna i ABL. Lindskog fortsätter och anför att en skadeståndsskyldighet likväl kan uppkomma, på grund av den så kallade normskyddsläran, om skadan anses falla inom skadeståndsregelns skyddsändamål. Eftersom det är en etablerad och god ordning att målbolagsstyrelsen uttalar sig om erbjudandet ”/.../ bör styrelsen omfattas av ett oaktsamhetsansvar på samma sätt som om ett avtalsförhållande hade förelegat”.¹⁴⁴

Punkten II.19 sätter upp minimikrav för målbolagsstyrelsens uttalande vilket bland annat ska bestå av styrelsens uppfattning om vederlaget, om erbjudandet är rimligt utifrån en samgåendesynpunkt och vilken effekt erbjudandet kan antas få för sysselsättningen i bolaget. Sistnämnda krav begränsas dock på så sätt att bedömningen endast ska ske utifrån den information som finns tillgänglig i pressmeddelandet eller erbjudandehandlingen.¹⁴⁵ Någon sådan begränsning, alltså till information enbart från budgivaren, sker inte i takeover-direktivet som i artikel 9.5 stipulerar att målbolagsstyrelsen skall uttala sig om

”/.../ den inverkan som genomförandet av erbjudandet har på bolagets samtliga intressen, särskilt sysselsättningen, och dess åsikter om budgivarens strategiska planer för målbolaget och de effekter som dessa kan förväntas ha på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver verksamhet /.../”

Stattin menar att vad som stadgas om yttrande kring sysselsättningsfrågorna i takeover-direktivet även borde kunna tillämpas i Sverige och således bör samma omsorg läggas på sådana frågor även vid tillämpning av takeover-reglerna.¹⁴⁶

¹⁴⁴ Lindskog (2008) s. 68.

¹⁴⁵ Stattin (2009) s. 334 f.

¹⁴⁶ Stattin (2009) s. 336.

4.3.2 Ändringar

Tillägg har, i och med revideringen, bland annat skett i punktens tredje stycke angående ovan nämnda värderingsutlåtande. Ett sådant värderingsutlåtande ska inhämtas dels om styrelsen inte är beslutför enligt punkten II.19, dels om det föreligger en intressekonflikt enligt punkten III.3. Övriga styrelseledamöter har då en rätt, dock inte en skyldighet, att ändå offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet. Tillägget ”[s]kyldigheten att inhämta värderingsutlåtande gäller oavsett om de övriga ledamöterna väljer att uttala sig om erbjudandet eller inte” ändrar inte tolkningen av regeln utan är mer att se som ett förtydligande av redan rådande uppfattning i doktrin på området.¹⁴⁷

Tillägg har även skett i kommentaren till punkten angående hur utförligt målbolagsstyrelsen bör motivera sin uppfattning om erbjudandet. Tillägget stipulerar att detta får avgöras med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och att motiveringens utförlighet beror på om styrelsens ställningstagande är enkelt eller om det rör sig om mer svårbedömda situationer av gränsfallskaraktär.

En tredje ändring har skett i och med att det fjärde stycket i punkten, och motsvarande del i kommentaren, har tagits bort i sin helhet.

4.3.3 Analys

4.3.3.1 Kodifiering av doktrin och skyldighet att inhämta värderingsutlåtande

I och med tillägget, att en skyldighet finns att inhämta ett värderingsutlåtande oavsett om oberoende styrelseledamöter ur en icke beslutför styrelse väljer att uttala sig om erbjudandet eller inte, har det skett en kodifiering av doktrin på området. Nyström med flera har anfört denna ståndpunkt i kommentarer till takeover-reglerna och det torde därmed vara klart att införandet av tillägget är att se som en direkt tillämpning av denna doktrin. Legitimiteten till en sådan kodifiering kan förklaras med att författarna¹⁴⁸ är involverade i olika sakorgan, till exempel AMN, eller har speciell kompetens inom området för offentliga uppköpserbjudanden. Häri finns dock även en risk eftersom mycket av den doktrin, de regelverk och den praxis som finns på området är skriven av en sluten krets vilket kan leda till att utvecklingen på området stagneras något och nya

¹⁴⁷ Se till exempel not [11] i Nyström m.fl. (2012) s. 204.

¹⁴⁸ Nyström, G, Ohlsson, R, Sjöman, E och Skog, R.

åsikter har svårt att vinna mark. Självregering är, enligt Riksdagens utredningstjänst, åtgärder som vidtas i systematiserad form av till exempel en bransch. Vi menar dock att det, på förevarande rättsområde, erfordras andra perspektiv eftersom en effektiv och flexibel självreglering också måste vara anpassad till olika intressenter. Därför bör regelnmakaren, vid utvärdering av regelverken, även se reglerna ur olika perspektiv såsom ett arbetstagarperspektiv, ett samhällsekonomiskt perspektiv eller ett borgenärsperspektiv. Som Josefsson anför är självreglering en normbildning som vunnit genomslagskraft bland aktörerna varför lagstiftaren kan avstå från ytterligare reglering. Aktörer vid offentliga uppköpserbjudanden är främst större företag, varav åtminstone målbolaget är noterat på en reglerad marknad eller MTF. Således är det bland dessa aktörer som självregleringen ska få genomslagskraft för att anses accepterad. Ett företagsförvärv leder ofta till synergieffekter som medför att till exempel personalstyrkan kan reduceras eftersom bolagen kan fusionera centrala funktioner såsom ekonomi- och personalavdelning. En sådan åtgärd påverkar definitivt arbetstagarna varför argumentation kan föras för att ett sådant perspektiv, i högre grad, bör anläggas vid revidering av takeover-reglerna. Sverige har förvisso en extensiv arbetsrättslig lagstiftning, innefattande bland annat en långtgående förhandlingsskyldighet i 11-14 §§ i lagen (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet (MBL). 4 kap. LUA föreskriver även en informationsskyldighet gentemot anställda. Stattin har anför att reglerna i aktiemarknadsrätten och arbetsrätten inte är fullt kompatibla och att aktiemarknadsrätten här skulle betraktas som *lex specialis* i förhållande till arbetsrätten och därmed ha företräde.¹⁴⁹ Det finns därför anledning för regelnmakaren att, ur ett arbetstagarperspektiv, reglera arbetstagsituationer mer omfattande i takeover-reglerna.

4.3.3.2 Styrelseledamöters initiativskyldighet

Det finns anledning att diskutera huruvida denna rättighet, men inte skyldighet, för styrelseledamöter i en icke beslutför styrelse att uttala sig om erbjudandet bör ses. Stattin hävdar att det aktiebolagsrättsligt, på grund av en sysslomans så kallade *initiativskyldighet*, trots allt finns en skyldighet för de styrelseledamöter

¹⁴⁹ Stattin (2009) s. 462 f.

som har möjlighet, att uttala sig om budet.¹⁵⁰ Initiativskyldigheten, som anses vara en del av en styrelseledamots *vårdplikt*, innebär att en styrelseledamot i målbolaget inte kan förhålla sig passiv för att frita sig från ansvar eftersom styrelseledamoten har en sysslomannaliknande ställning gentemot bolaget.¹⁵¹ Initiativskyldigheten skulle därmed innebära att passivitet, i form av att styrelseledamot inte uttalar sig om erbjudandet, är att se som en överträdelse av vårdplikten. Här uppstår, återigen, en konflikt mellan aktiebolagsrättslig och aktiemarknadsrättslig reglering och således mellan lagstiftning och självreglering. Mer konkret handlar det om rättsprinciper¹⁵² i förhållande till lagreglerad självreglering. Konflikten kan närmast på liknande sätt som Stattin förespråkar vid jämförelse av den aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga likhetsprincipen. Han menar då att tillämpningsområdena blir parallella och att normerna bör tillämpas strikt inom det rättsområde de framträder i. Frågan om styrelsens uttalande vid ett offentligt uppköpserbjudande är i hög grad en aktiemarknadsrättslig fråga varför initiativskyldigheten inte bör ges företräde. Ett resonemang kan även föras, likt det Stattin för i frågan om aktiemarknadsrättens förhållande till arbetsrätten, kring huruvida takeover-reglerna är att se såsom *lex specialis* i förhållande till rättsprincipen om initiativskyldighet och därmed bör ges företräde.

Eftersom bolag som är noterade på en reglerad marknad ofta har en stor ägarkrets som, i deras egenskap av rena kapitalinvestorer, inte har en tillräcklig insyn i och kunskap om bolaget för att kunna bilda sig en uppfattning om ett offentligt uppköpserbjudande torde alla åsikter och uttalanden vara av intresse. Om erbjudandet ligger i aktieägarnas gemensamma intresse kan det argumenteras för en att en initiativskyldighet föreligger, för styrelseledamöter som inte befinner sig i en intressekonflikt eller av annat skäl inte deltagit i behandlingen av ärendet, att offentliggöra sin uppfattning eftersom det bidrar till att aktieägarna kan fatta ett mer välgrundat beslut. De enskilda uppfattningarna från styrelseledamöterna kan vägas mot det inhämtade värderingsutlåtandet som är framtaget av utomstående expertis. Styrelseledamöterna har bättre insyn i bolaget och kan uttala sig om erbjudandet mot bakgrund av deras kännedom om bolaget och dess inre förhållanden, medan värderingsutlåtanden baseras på en analys av finansiella data

¹⁵⁰ Stattin (2009) s. 337.

¹⁵¹ Stattin (2008) s. 373 f.

¹⁵² Rättsprinciper får anses vara ett fundament till rättsregler och således även till lagstiftning.

från bolaget. Analysen resulterar i ett företagsvärde som jämförs med det erbjudna vederlaget för att på så sätt avgöra om erbjudandet är skäligt.

Att det numera föreligger en skyldighet, enligt takeover-reglerna, att inhämta ett värderingsutlåtande oavsett om oberoende styrelseledamöter uttalar sig om erbjudandet eller inte gör målbolagsstyrelsens roll mer tydlig gällande när värderingsutlåtanden, utöver vid MBO:s, ska inhämtas.

4.3.3.3 Omfattningen av målbolagsstyrelsens uttalande i relation till intressebegreppet

Tillägget om hur utförligt målbolagsstyrelsen ska motivera sin uppfattning om ett erbjudande torde vara en produkt av att viss oklarhet funnits gällande omfattningen av uttalandet. Det finns ingen uttalad praxis från AMN och vi anser att det inte heller kan finnas någon standardiserad mall för ett sådant uttalande. Eftersom inget företagsförvärv är det andra likt är det rimligt att omfattningen på styrelsens uttalande i olika budsituationer borde kunna göras beroende av förvärvets omständigheter. Hur omfattande målbolagsstyrelsens uttalande ska göras bör också sättas i rätt sammanhang i förhållande till vilket intresse de skall främja. Aktiemarknadsrättsligt föreligger, enligt punkten II.17, en skyldighet att agera i aktieägarnas intresse. Aktiebolagsrättsligt följer, av lojalitetsplikten, att styrelsen skall agera i bolagets intresse vilket anförts vara detsamma som aktieägarnas gemensamma intresse. Att agera i bolagets intresse borde härmed innebära att inte belasta bolaget med onödiga kostnader. Detta intresse bör dock sättas i relation till aktieägarnas intresse av att få ta del av ett uppköpserbjudande. Enligt vår uppfattning lämnar dock tillägget mycket av bedömningen av vad som till exempel citeras som ”svårbedömda situationer” och ”beaktansvärda omständigheter” till målbolagsstyrelsen eftersom terminologin är väldigt vag. Detta innebär troligtvis att tillägget inte kommer skapa någon egentlig klarhet i frågan förrän tilläggets innebörd har definierats och preciserats av AMN.

4.3.3.4 Takeover-reglernas koppling till LUA

Hänvisningen till 5 kap. 1 § LUA om förbjudna försvarsåtgärder har tagits bort ur kommentaren till punkten II.19 de nya takeover-reglerna. Det kan bero på att takeover-reglerna, i och med revideringen, numera är direkt kopplade till LUA genom punkten I.1 de nya takeover-reglerna och den tillhörande kommentaren. I

och med den mer övergripande kopplingen till LUA finns risk att hänvisningar, i de olika punkterna, till enskilda lagrum i LUA enbart skapar mer förvirring varför en sådan hänvisning i punkten II.19 blir överflödigt. Det torde vara klart att både LUA och takeover-reglerna är tillämpliga vid offentliga uppköpserbjudanden. Ändringen stärker snarare takeover-reglernas position som lagreglerad självreglering.

4.4 Punkten II.20 – Målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning

II.20

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.

De nya 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 ska 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.

4.4.1 Innebörd

Punkten II.20 reglerar huruvida målbolagsstyrelsen kan och ska medverka i en due diligence-undersökning av målbolaget. Här åsyftas alltså huruvida målbolagsstyrelsen har en *möjlighet* respektive *skyldighet* att medverka i undersökningen. Frågorna måste ses i ljuset av olika rättsområden, främst aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, och tolkas utifrån, det kapitel 4.1 diskuterade, intressebegreppet.

Ur en aktiebolagsrättslig utgångspunkt uppkommer problematiken med due diligence-undersökningar i den i ABL skadeståndssanktionerade

lojalitetsplikten.¹⁵³ Lojalitetsplikten används främst för att bedöma en styrelses skadeståndsansvar, vilken regleras i 29 kap. 1 § ABL, som stadgar att "[e]n stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som vid fullgörande av sitt uppdrag skadar bolaget ska ersätta skadan". Lojalitetsplikten är alltså tillämplig när styrelsen fullgör sitt uppdrag, varför frågan uppkommer om styrelsens medverkande i en due diligence-undersökning är att se som ett fullgörande av deras uppdrag.¹⁵⁴ Att medge en due diligence-undersökning skapar risker för att bolaget kan skadas genom att den lämnade informationen kan innehålla affärshemligheter och därmed vara skadlig för bolaget i sin karaktär. Förfarandet ger också upphov till kostnader som belastas målbolaget till nackdel för aktieägarna. Mot bakgrund av lojalitetsplikten och det skadeståndsansvar som följer den menar därför Nyström och Sjöman att en styrelse bör, rent aktiebolagsrättsligt, neka due diligence-undersökningar eftersom takeover-erbjudandet är ovidkommande för bolaget i sig.¹⁵⁵ Ett takeover-erbjudande behandlar inte bolagets verksamhet i sig utan rör snarare ägarförhållandena i bolaget. Ydén menar därför att målbolagsstyrelsens roll huvudsakligen ska bedömas utifrån aktiemarknadsrättsliga, inte aktiebolagsrättsliga, regler. Bedömningen ska ske oaktat en eventuell lojalitetsplikt gentemot aktieägarna.¹⁵⁶ Stattin menar däremot att de allmänna associationsrättsliga principerna, med viss modifikation, har genomslagskraft även i aktiemarknadsrätten. De allmänna associationsrättsliga principerna måste därför tas i beaktning och vägas mot dels specialreglering, dels principer inom aktiemarknadsrätten.¹⁵⁷

Här bör även utredas om medgivande av en due diligence-undersökning kan strida mot den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Vid en due diligence-undersökning får budgivaren ett informationsövertag gentemot aktieägarna eftersom målbolaget, genom selektiv informationsgivning, givit budgivaren information i syfte att kunna bestämma ett rimligt vederlag. Ydén hävdar dock att sådan informationsgivning inte kan utgöra en överträdelse av likhetsprincipen eftersom informationen, enligt punkten II.20, ändå måste offentliggöras, och därmed bli tillgänglig för aktieägarna, före acceptfristens utgång. Budgivarens

¹⁵³ Stattin (2009) s. 212.

¹⁵⁴ Stattin (2009) s. 205.

¹⁵⁵ Nyström och Sjöman (2009) s. 15.

¹⁵⁶ Ydén (2008) s. 346.

¹⁵⁷ Stattin (2009) s. 39.

informationsövertag blir därmed endast tillfälligt varför en due diligence-undersökning inte torde innebära att en budgivare ges en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller annan aktieägare varför likhetsprincipen inte får anses överträdd.¹⁵⁸

Som anförts i kapitel 4.1 har målbolagsstyrelsen en sysslomannaliknande ställning till bolaget och ska därmed agera i huvudmannens, alltså bolagets, intresse. De aktiebolagsrättsliga skadestandsreglerna bygger på denna grund varvid en skyldighet att medge en due diligence-undersökning kan uppstå, förutsatt att bolagets intresse är att likställa med aktieägarnas gemensamma intresse.¹⁵⁹ Om styrelsen är, vilket Lindskog yttrat och som behandlats i kapitel 4.1, att betrakta som en kollektiv *gestor* för aktieägarna finns inga förpliktelser mot bolaget varför styrelsen enbart ska tillgodose aktieägarnas grundläggande intresse om vinstmaximering. Om ett potentiellt uppköpserbudande ligger i detta intresse bör därmed en skyldighet för målbolagsstyrelsen att medge en due diligence-undersökning uppstå.

Av de aktiemarknadsrättsliga reglerna, främst punkten II.20 takeover-reglerna, kan utläsas att styrelsen ska, i sitt ställningstagande om att medge en due diligence-undersökning, ta i beaktning de risker som en sådan undersökning medför och därför begränsa denna till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas.¹⁶⁰ I kommentaren till punkten stadgas även att styrelsen endast får medge en due diligence-undersökning om erbjudandet anses vara av intresse för aktieägarna att få ta ställning till.¹⁶¹ Enligt denna skrivelse sätts aktieägarnas intresse av ett så förmånligt erbjudande som möjligt i förgrunden och därmed borde en skyldighet för målbolagsstyrelsen att medge en due diligence-undersökning för att främja detta intresse kunna utrönas. AMN har dock i uttalandena 2005:47 och 2006:55 uttalat att takeover-reglerna inte ska ”/.../ tolkas så att målbolagets styrelse eller ledning har skyldighet att vidta några aktiva åtgärder till underlättande av budgivarens ansvar /.../” samt att målbolaget inte heller är ”/.../ skyldigt att medverka i upprättande av prospekt eller tillåta due diligence”. I och med de två uttalandena fastslog AMN att nekande av en due

¹⁵⁸ Ydén (2008) s. 349.

¹⁵⁹ Stattin (2009) s. 224 f.

¹⁶⁰ Nyström och Sjöman (2009) s. 18.

¹⁶¹ Kommentaren till punkten II.20 de nya takeover-reglerna.

diligence-undersökning inte är en, enligt 5 kap. 1 § LUA, förbjuden försvarsåtgärd.¹⁶² Dock ska målbolagets styrelse, enligt punkten II.17, agera i aktieägarnas intresse under budprocessen varför det fortfarande kan finnas en aktiemarknadsrättslig skyldighet, gentemot aktieägarna, att i vissa fall medge en due diligence-undersökning.¹⁶³

Aktiebolagsrättsligt är, vilket konstaterats ovan, frågan om skyldighet kontra möjlighet att medge en due diligence-undersökning mer svårbedömd. Den allmänna åsikten i doktrinen tycks dock vara att det *kan* föreligga en skyldighet om det ligger i aktieägarnas intresse, samt att målbolagsstyrelsen åtminstone har möjlighet att (*får*) medge en due diligence-undersökning utan att anses bryta mot lojalitetsplikten. Beslutet bör dock fattas efter det att fördelar och nackdelar vägts mot varandra.¹⁶⁴

Ovanstående resonemang kring huruvida det föreligger en möjlighet eller skyldighet att medge en due diligence-undersökning har sin grund i aktiebolagsrätt, aktiemarknadsrätt och allmänna principer. Nedan följer en sammanfattning över förda resonemang.

Aktiebolagsrättsligt kan *skyldighet* uppstå, i fall när styrelsen anses vara i syssломannaställning till bolaget, om huvudmannens, här bolagets, intresse är att likställa med aktieägarnas gemensamma intresse att få ta del av uppköpserbudandets. Skyldigheten grundar sig i styrelsens lojalitetsplikt gentemot bolaget vilken, om bolaget kan anses ha ett egenintresse, kan ålägga en skyldighet för styrelsen att neka due diligence-undersökningar. En skyldighet att medge en due diligence-undersökning kan även uppstå om styrelsen är att se som en kollektiv *gestor* för aktieägarna. Det är dock svårt att avgöra om någon skadeståndssanktionerad skyldighet att medge due diligence-undersökningar förekommer i aktiebolagsrätten. Däremot torde det finnas en *möjlighet* att medge due diligence-undersökningar utan att styrelsen blir skadeståndsskyldig om för- och nackdelar har vägts mot varandra varefter det framkommit att en due diligence-undersökning kan och bör medges.

¹⁶² Nyström och Sjöman (2009) s. 18.

¹⁶³ Stattin (2009) s. 223.

¹⁶⁴ Stattin (2009) s. 227 och Nyström och Sjöman (2009) s. 24.

Att det finns en aktiemarknadsrättslig *möjlighet* att medge en due diligence-undersökning får anses vara klart. En aktiemarknadsrättslig *skyldighet* att medge en due diligence-undersökning kan även utrönas i takeover-reglerna som sätter aktieägarnas intresse av ett förmånligt bud i förgrunden. Uttalanden från AMN slog dock fast att någon generell aktiemarknadsrättslig skyldighet inte kan föreligga. Således måste ett beslut att medge en due diligence-undersökning fattas mot bakgrund att styrelsen, enligt punkten II.17, ska agera i aktieägarnas intresse. Ligger det i aktieägarnas intresse att medge en due diligence-undersökning kan en aktiemarknadsrättslig skyldighet därmed uppkomma för målbolagsstyrelsen.

4.4.2 Ändringar

Ett par mindre ändringar har skett i punkten II.20 samt kommentaren till denna. I punktens första stycke har lydelsen ”[s]tyrelsen *bör sträva efter att* begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt /.../” ersatts med formuleringen ”[s]tyrelsen *ska* begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt /.../”. Även om avsikten är att ge målbolagsstyrelsen beslutanderätt om vilken information som lämnas ut anförde Ydén, med utgångspunkt i den äldre lydelsen, att det samtidigt innebär ett stort ansvar eftersom en svår avvägning av vad som är nödvändig information för budgivaren måste göras. Det föreligger ingen motsvarande skyldighet för budgivaren att begränsa vilken information som efterfrågas varför den så kallade frågelista som en potentiell budgivare inlämnar måste granskas kritiskt av målbolagsstyrelsen.¹⁶⁵ Argumentationen får anses vara aktuell även efter revideringen.

I kommentaren har lydelsen ”[s]tyrelsen *bör* medge att målbolaget medverkar i en due diligence-undersökning endast om styrelsen bedömer det tilltänkta erbjudandet vara av intresse för aktieägarna att få ta ställning till /.../” ändrats till ”[s]tyrelsen *får* medge att målbolaget medverkar i en due diligence-undersökning endast om styrelsen bedömer det tilltänkta erbjudandet vara av intresse för aktieägarna att få ta ställning till /.../”.

Ett tillägg har även skett i kommentaren som föreskriver att målbolagsstyrelsen, vid upprättande av loggbok¹⁶⁶, bör, utöver att jämföra innehållet i avtalet med

¹⁶⁵ Ydén (2008) s. 352.

¹⁶⁶ Loggboken är en förteckning över personer som har fått tillgång till selektiv information, eller insiderinformation, som rör bolaget. Dessa personer blir, genom mottagande av informationen,

bestämmelserna i 10 a § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (AnmL), även jämföra med ”/.../ vad som i Börsens regelverk föreskrivs om selektiv informationsgivning¹⁶⁷”. Kravet på att föra loggbok över personer med insiderinformation i AnmL omfattar endast interna mottagare, alltså bolagets anställda och uppdragstagare. Regelverk för emittenter utvidgar skyldigheten att föra loggbok även för externa mottagare, exempelvis till en tilltänt budgivare vid förhandling inför ett uppköpserbjudande.¹⁶⁸ Tillägget har medfört att även externa insider omfattas av kravet om att föra loggbok.

En ändring har skett i kommentarens tredje stycke angående hur icke offentliggjord information ska offentliggöras. Det är sådan information som målbolaget vid en due diligence-undersökning lämnar endast till budgivaren, det vill säga selektiv information, och som ”/.../ rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets aktier /.../”¹⁶⁹. Målbolaget ska då så snart som möjligt rätta till den obalans i informationsläget som uppkommit gentemot aktieägare och andra intressenter. Ett offentliggörande ska då ske och informationen ska även tas in i erbjudandehandlingen. Ändring har skett från lydelsen ”/.../ i sammanfattning, lämnas genom ett pressmeddelande /.../” till ”/.../ sammanfattad i relevanta delar, offentliggörs /.../”. Ändringen är subtil och berörs närmare i analyskapitlet nedan.

4.4.3 Analys

4.4.3.1 Due diligence-undersökningens omfattning i relation till intressebegreppet

Ändringen i punkten II.20 att styrelsen *ska*, mot tidigare lydelse att styrelsen *bör sträva efter att*, begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas innebär en restriktivare reglering. Det åläggs ett hårdare bedömningskrav på målbolagsstyrelsen att mer grundligt värdera vilken information som ska lämnas ut vid en due diligence-undersökning. Det innebär att målbolagsstyrelsen måste vara mer noggrann i sin bedömning av den lista som är brukligt att budgivaren inlämnar om vilken information denne önskar/kräver

insider och är därmed enligt lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MmL) förbjuden att använda sådan information för egen eller annans vinning.

¹⁶⁷ Selektiv informationsgivning regleras i punkten 3.1.1 Regelverk för emittenter.

¹⁶⁸ Nyström m.fl. (2012) s. 209.

¹⁶⁹ Kommentaren till punkten II.20.

tillgång till. Listan bör av målbolagsstyrelsen ses som ett önskemål snarare än krav, framställda av budgivaren. Hur styrelsen, efter beslut om medgivande, väljer att begränsa en due diligence-undersökning bör göras i ljuset av begreppen bolagets respektive aktieägarnas intresse. Om bolaget anses ha ett särskilt intresse, skiljt från aktieägarnas, som, i linje med Taxell, inbegriper ekonomisk stabilitet och utvecklingsmöjligheter för bolaget ska målbolagsstyrelsen begränsa undersökningen så långt det går. Som tidigare nämnts skapar en due diligence-undersökning risker för bolaget på grund av att känslig information lämnas ut. Att sammanställa informationen ger upphov till kostnader vilka får anses stiga i proportion till hur pass omfattande due diligence-undersökningen är. Dessa effekter ligger i detta fall inte i bolagets intresse varför de alltså bör begränsas. Om bolagets intresse, å andra sidan, anses vara aktieägarnas gemensamma intresse om vinstmaximering bör en due diligence-undersökning enbart begränsas till efter vad en potentiell budgivare efterfrågar. Om en budgivare erhåller all den information som efterfrågas ökar chansen till ett så förmånligt erbjudande som möjligt vilket tillgodoser aktieägarnas intresse. Tilläggas bör att det då avses ett kortsiktigt aktieägarintresse om vinstmaximering. Om det gemensamma aktieägarintresset bedöms ha en annan minsta gemensam nämnare alternativt om ett annat tidsperspektiv anläggs på aktieägarintresset kan bedömningen av omfattningen på en due diligence-undersökning behöva omvärderas. Lämnandet av information till en potentiell budgivare bör dock föregås av en noggrann avvägning av om informationen kommer aktieägarna till nytta, genom att det leder till ett förmånligare bud, eller om det istället riskerar att skada aktieägarna. Skada kan uppkomma om information har lämnats men budgivaren, som ofta är en konkurrent till målbolaget, väljer att inte lämna ett bud. Informationen riskeras då att användas av konkurrenten på ett, för aktieägarna, skadligt sätt.

I kommentaren till punkten II.20 har alltså ”/.../ bör medge /.../ endast om /.../” ersatts av ”/.../ får medge /.../ endast om /.../”. Ändringen är att se som en komplettering till den första ändringen i punkten och stärker den striktare roll som uppkommit för målbolagsstyrelsen. Meningen stipulerar två rekvisit, dels att det tilltänkta erbjudandet ska vara av intresse för aktieägarna, dels att budgivaren skriftligt krävt att få genomföra undersökningen i fråga. Det innebär att ändringen av *bör* till *får* ställer ett högre krav på målbolagets styrelse att avgöra vad som

ligger i aktieägarnas intresse eller inte. Att som en första utgångspunkt se bolagets intresse såsom samtliga aktieägares gemensamma intresse är rimligt. Ett bolagsintresse som är skilt från aktieägarnas gemensamma intresse torde endast föreligga vid enstaka fall, som till exempel i Perstorpsfallet¹⁷⁰. Dock torde något som anses ligga i bolagets intresse och som anses verka i positiv riktning för bolaget i ett längre tidsperspektiv innebära detsamma för aktieägarna i form av ytterligare avkastning eller en påverkan på aktiens värde. Det innebär att i förlängningen återstår endast aktieägarnas intresse. Som tidigare framgått kan olika aktieägare ha olika mål och intressen med sitt aktieinnehav. För att avgöra samtliga aktieägares hypotetiska gemensamma intresse krävs att målbolagsstyrelsen utkristalliserar en minsta gemensam nämnare för alla aktieägare, vilket ofta torde vara en maximering av värdet på varje aktieägares investering. Att definiera ett gemensamt aktieägarintresse som ett bolagsintresse innebär att vissa aktieägare eventuellt får ge avkall på sitt egenintresse till fördel för det gemensamma, vilket dock får anses vara accepterat av aktieägarna. Vid definition av intresset bör målbolagsstyrelsen även väga in den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen. Att frångå en aktieägares intresse till fördel för någon annan aktieägares intresse, eller för den delen bolagets intresse, är att bryta mot likhetsprincipen. Dock behandlas alla aktieägare lika vid avvägningen av ett gemensamt intresse, eftersom de ses som en gemensam grupp och inte som enskilda aktieägare med enskilda intressen. Det får därmed anses som att det vid definition av ett hypotetiskt gemensamt aktieägarintresse inte innebär ett avsteg från likhetsprincipen.

4.4.3.2 Lojalitetsplikten

Om utgångspunkten är att de aktiemarknadsrättsliga och aktiebolagsrättsliga reglerna samverkar och tillämpas parallellt påverkar en ändring av det ena regelverket, bedömningen av det andra. Det vill säga att en ändring i punkten II.20 kan påverka bedömningen av när en styrelseledamot gjort sig skadeståndsskyldig enligt 29 kap. 1 § ABL. Den tydligare gräns som ändringen innebär, från *bör sträva efter* till *ska*, kan därmed påverka bedömningen av om styrelsen brustit i sin aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikt gentemot bolaget.

¹⁷⁰ AMN 2000:20.

4.4.3.3 Offentliggörande av selektiv information

Ändringen, i kommentarens tredje stycke, angående offentliggörande av information är av subtil karaktär men innebär en viss förändring. Begreppet offentliggöra innebär ett visst större åtagande för målbolagsstyrelsen när sådan information som avses i II.20 andra stycket ska göras tillgänglig för allmänheten. Det är att se som en anpassning till vad som föreskrivs i Regelverket för emittenter angående offentliggörande av selektiv information. Där anges att

”[o]m information lämnas selektivt bör den i normalfallet kunna offentliggöras i ett senare skede för att upphäva “insiderpositionen” för dem som mottagit informationen”¹⁷¹

Detta leder i sin tur till att informationen ska offentliggöras på det vis som anges i Regelverk för emittenter, som i sin tur hänvisar till vad VpmL stadgar om offentliggörande. Därmed är ändringen en anpassning till både Regelverk för emittenter och VpmL och får sägas utvidga målbolagsstyrelsens åtagande angående offentliggörande av selektiv information i ett senare skede, till skillnad mot tidigare lydelse.

¹⁷¹ Regelverk för emittenter punkten 3.1 angående selektiv information.

5 Slutsats

Ett offentligt uppköpserbjudande är en transaktion mellan budgivare och bolagets aktieägare. Målbolaget är inte en part i mellanhavandet och berörs rättsligt sett inte av erbjudandet men har en central roll vid förfarandet. Den övergripande uppgiften för målbolagsstyrelsen, vid ett offentligt uppköpserbjudande, är att vara en representant för aktieägarna i bolaget gentemot en potentiell budgivare.

Stor betydelse för avgörandet av målbolagsstyrelsens roll och av hur reglerna ska tillämpas är dess förhållande till dels aktiemarknadsrätt, dels aktiebolagsrätt och dels allmänna rättsprinciper.

Hur bolagets respektive aktieägarnas intresse förhåller sig till varandra såväl aktiemarknadsrättsligt som aktiebolagsrättsligt får bedömas från fall till fall, eftersom det är beroende av hur varje enskild situation ser ut. Någon slutsats kring vilka situationer som olika intressebegrepp bör tillämpas vid kan således inte dras. Hur avvägningen mellan bolagets respektive aktieägarnas intresse sker får relevans för målbolaget vid bedömning av dess roll enligt takeover-reglerna. Framförallt är det tydligt vid beslut om huruvida det föreligger en skyldighet eller möjlighet att medge budgivare att genomföra en due diligence-undersökning enligt punkten II.20 och vid styrelsens uttalande om erbjudandet enligt punkten II.19.

Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden regleras, aktiemarknadsrättsligt, främst i takeover-reglernas punkt II.17, II.19 och II.20. De reviderade reglerna innebär en betydande utvidgning av målbolagsstyrelsens roll genom ålägganden av ytterligare förpliktelser, såväl striktare reglering som förtydliganden och nya tillägg. Takeover-reglerna har, genom revideringen, anpassats till ändringar i den brittiska Takeover Code där framförallt förbud mot *deal protection*-arrangemang varit i fokus. Den svenska takeover-regleringen tycks, på ett övergripande plan, följa den brittiska utvecklingen i detta avseende men på grund av att inget renodlat förbud införts föreligger det ett avstånd, länderna emellan, till en likvärdig reglering. En restriktivare ställning istället för ett stadgat förbud mot *deal protection*-arrangemang innebär att aktörerna på marknaden, målbolag och budgivare, får tolka vad *särskilda skäl* innebär och var gränsen ska dras för när sådana arrangemang kan vara tillåtna eller inte. Till sist är

det AMN:s uppgift, som regeltolkare, att uttala sig om och definiera vad *särskilda skäl* innebär.

I och med revideringen av takeover-reglerna har det skett en kodifiering dels av uttalanden från AMN, dels av doktrin på området för offentliga uppköpserbjudanden. Legitimiteten bakom ett sådant förfarande beror på det höga förtroendet som nämnden och författarna åtnjuter från marknadens aktörer. AMN:s konstituerande verkan är en effekt av det förtroende som byggts upp tack vare personerna som ingår i nämnden. Kodifieringen är en produkt av självregleringens effektivitet och flexibilitet även om det finns risker med att regelverken, doktrinen och uttalandena från AMN är skapade av en sluten krets inom området för offentliga uppköpserbjudanden. Att en regelmakare är delaktig i den nämnd som tolkar reglerna och även författar doktrin om hur reglerna ska tolkas medför en risk att utvecklingen på rättsområdet stagnerar. På grund av självregleringen flexibilitet finns därför utrymme, och även ett behov av, att anpassa regelverken till olika intressen och perspektiv.

I många fall är det för tidigt att säga vad den konkreta konsekvensen av regeländringarna blir eftersom det krävs uttalanden från AMN eller kompletterande doktrin på området för att avgöra tillämpningen. Däremot kan den förväntade konsekvensen av vissa förändringar skönjas genom att studera tidigare uttalanden och tidigare skriven doktrin. Klart är att målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden har blivit än mer omfattande samtidigt som dess position, gentemot budgivaren, har klarlagts genom tydligare reglering för hur styrelsen ska agera.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Gemenskapsrättsligt offentligt tryck

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

Svenskt offentligt tryck

Prop. 2005/06:140 – Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

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

SOU 2003:22 – Framtida finansiell tillsyn

FI Dnr 10-4670 – Tillstånd att som börs driva en reglerad marknad samt en handelsplattform

Självregleringsinstrument

Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm, 1 oktober 2009 [takeover-reglerna]

Förslag till reviderade regler rörande offentliga uppköpserbudanden på NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 9 februari 2012 [de nya takeover-reglerna]

Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, 1 februari 2012 [Regelverk för emittenter]

Svensk kod för bolagsstyrning, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 1 februari 2010 [Bolagskoden]

Litteratur

Beckman, M, Jansson, G, Wallin-Norman, K och Wendleby, B, *Lagarna på värdepappersområdet – En kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar*, Norstedts Juridik, 1 uppl., 2002 [Beckman m.fl. (2002)]

Bergström, C, Samuelsson, P, *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts Juridik, 3 uppl., 2009 [Bergström och Samuelsson (2009)]

Broneus, S och Stattin, D, *Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden: kommentar och referenser*, Thomson Reuters Professional, 2010 [Broneus och Stattin (2010)]

Dotevall, R, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik, 2 uppl., 2008 [Dotevall (2008)]

Hermansson, K, *Värdepappersinstitut*, i af Sandeberg, C och Sevenius, R (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2008 [Hermansson (2008)]

Johansson, S, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, Norstedts Juridik, 10 uppl., 2011 [Johansson (2011)]

Lindskog, S, *I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt*, i af Sandeberg, C och Sevenius, R (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2008 [Lindskog (2008)]

Nyström, G och Sjöman, E, *Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelmakaren och Aktiemarknadsnämnden*, i Munck, J och Skog, R (red) *Aktiemarknadsnämnden 25 år: en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, 2011 [Nyström och Sjöman (2011)]

Nyström, G och Sjöman, E, *Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?*, i Svernlöv, C (red), *Stockholm Centre for Commercial Law*, Nr 10, 2009 [Nyström och Sjöman (2009)]

Nyström, G, Ohlsson, R, Sjöman, E och Skog, R, *Takeover-reglerna – En kommentar*, Norstedts Juridik, 2 uppl., 2012 [Nyström m.fl. (2012)]

af Sandeberg, C och Sevenius, R, *Introduktion*, i af Sandeberg, C och Sevenius, R (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2008 [af Sandeberg och Sevenius (2008)]

Sevenius, R, *Praktisk bolagsstyrning – roller, uppgifter och ansvar*, Bonnier utbildning, 2010 [Sevenius (2010)]

Sevenius, R, *Företagsförvärv*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2011 [Sevenius (2011)]

Skog, R, *Rodhes aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, 23 uppl., 2011 [Skog (2011)]

Stattin, D, *Företagsstyrning: en studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*, Uppsala universitet, 2 uppl., 2008 [Stattin (2008)]

Stattin, D, *Takeover – Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, Thomson Reuters Professional, 2 uppl., 2009 [Stattin (2009)]

Artiklar

Munck, J, *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, JT 2006/07 s. 553 [Munck (2006)]

Nachemson-Ekwall, S, *Sverige går i otakt med omvärlden*, Dagens Industri den 28 februari 2012 [Nachemson-Ekwall (2012)]

Ydén, K, *Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbudanden – med fokus på due diligence-frågor*, JT 2008/09 s. 340 [Ydén (2008)]

Josefsson, C, *Lagstiftning eller självreglering? Olika aspekter på frågan om när och hur lagstiftningsinstrumentet bör användas*, SvJT 2001 s. 206 [Josefsson (2001)]

Elektroniska databaser

Andersson, Johansson och Skog, kommentar till 8 kap. 4 § ABL, databasen Zeteo:
<http://zeteo.nj.se/lt.ltag.bibl.liu.se/ppd/template.htm;jsessionid=D93C847C34E4FA7310C075A09A8F87BA?view=main> [Andersson, Johansson och Skog, 8 kap. 4 § ABL, databasen Zeteo]

Elektroniska källor

Pressmeddelande från Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Reviderade takeoverregler*, publicerat 2012-02-20

<http://www.bolagsstyrning.se/media/57858/pressmeddelande%20takeoverregler%202012-02-20.pdf> [Pressmeddelande (2012-02-20)]

Pressmeddelande från Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Reviderade takeoverregler – Bilaga*, publicerat 2012-02-20

<http://www.bolagsstyrning.se/media/57861/pressmeddelande%20takeoverregler%202012-02-20%20appendix.pdf> [Pressmeddelande – Bilaga (2012-02-20)]

Börser och aktiehandel, Finansinspektionens webbplats – hämtad 2012-05-04

<http://www.fi.se/Konsument/Fragor-och-svar/Borser-och-aktiehandel/>

Vad är globalisering?, Regeringens webbplats – hämtad 2012-05-14

<http://www.regeringen.se/sb/d/8616/a/94988>

The Takeover Panel, Consultation Paper Issued by The Code Committee of The Panel, Review of Certain Aspects of The Regulation of Takeover Bids, Proposed Amendments to The Takeover Code, PCP 2011/1, publicerat 2011-03-21

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201101.pdf>
[PCP 2011/1]

Rättsfallsförteckning

Aktiemarknadsnämnden

AMN 2005:47 (Old Mutual–Skandia)

AMN 2006:31 (Cevian–Volvo)

AMN 2006:55 (MAN–Scania)

AMN 2007:10 (Scania)

AMN 2007:15 (IBM–Telelogic)

AMN 2007:25 (Anonymt)

AMN 2000:20 (Industri Kapital–Perstorp)