



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Mikael Ekdahl

Due Diligence-undersökning vid
offentligt uppköpserbjudande -
särskilt om styrelsens ställning och
ansvar

Examensarbete
30 högskolepoäng

Torsten Sandström

Associationsrätt/Börsrätt/Allmän förmögenhetsrätt

Höstterminen 2008

Innehåll

FÖRKORTNINGAR	1
SUMMARY	3
SAMMANFATTNING	4
FÖRORD	5
1 INLEDNING	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och problemställning	6
1.3 Metod och Material	7
1.4 Disposition och avgränsning	8
2 EKONOMISK TEORI	9
2.1 Bakgrund	9
2.2 Principal agent-teorin	9
2.2.1 Adverse selection	10
2.2.2 Moral hazard	10
2.3 Intressekonflikten vid offentligt uppköpserbudande	11
3 AKTIEBOLAGSRÄTT OCH BÖRSRÄTT	12
3.1 Det aktiebolagsrättsliga regelverket	12
3.2 Det aktiemarknadsrättsliga regelverket	12
3.2.1 Offentliga erbjudanden	12
3.2.1.1 Allmänt	13
3.2.1.2 Lagstiftning och självreglering	13
3.2.2 Förvärvserbudandets parter	15
3.3 Aktiemarknadsrättsliga principer	16
3.3.1 Förtroende	16
3.3.2 Information	16
3.3.3 Prissättning	17
4 DUE DILIGENCE	18
4.1 Begrepp och historik	18

4.2	Problematiken kring selektiv information	18
4.2.1	Takeover-reglernas punkt II.2	19
4.2.2	Takeover-reglernas punkt II.15	19
4.3	Aktiebolagsrättsliga begränsningar	21
4.4	Styrelsens ställningstagande	23
4.5	Sekretessavtal	24
5	STYRELSENS STÄLLNING	25
5.1	Allmänt	25
5.2	Syssломannaliknande ställning	25
5.3	Gestor, uppdragstagare utan uppdrag	26
6	STYRELSENS ANSVAR	28
6.1	Bakgrund	28
6.2	Ansvar gentemot bolaget	28
6.3	Ansvar gentemot aktieägarna	29
6.4	Ansvar gentemot den reglerade marknadsplatsen	31
7	AVSLUTANDE KOMMENTARER	32
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	35

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Insiderlagen	Lag om straff (2005:377) för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
LBC	Lag (1992:534) om börs- och clearingverksamhet
LHF	lag (1990:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
LVPM	Lag (2007:568) om värdepappersmarknaden
MiFID-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID)
MmL	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets Börskommitté
Noteringsavtalet	OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s noteringsavtal (2007-07-01) samt dess bilaga
Stockholmsbörsen	OMX Nordic Exchange Stockholm AB
Takeover-lagen	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
Takeover-reglerna	OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

Takeover-direktivet

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

ÅRL

Årsredovisningslag (1995:1554)

Summary

This thesis addresses the situation where a bidder makes an acquisition offer to a company listed at the Swedish stock exchange. This procedure raises questions and concerns regarding the corporate legal problems that arise. In particular this thesis investigates the problems concerning the disclosure of selective information which is occurring during the due-diligence investigation to the bidder. This problem is developed through the varying regulation that becomes relevant in terms of the listing agreement, take-over rules, the Swedish Company Act and other legislation which is applicable in the context of a public takeover offer. This information disclosure raises questions about the legal status and responsibility for the board of the target company when this board is acting in connection with an acquisition offer.

A public takeover offer is directed to the shareholders of the target company and it is these that will take a position on the bid, the common premium of the shares and that the conditions in general are otherwise reasonable. Although the acquisition bid parties are clarified, in practice it is the board of the target company that manages the acquisition offer. A judicial is performed showing that the board in this situation can take on a position as trustee but also as *negotiorum gestio* when it acts in connection with an acquisition offer. The position of trustee also brings a duty of loyalty towards the company, which also includes confidentiality regarding the affairs of the company.

Following the board's potential legal position on liability it is in the thesis developed which responsibility the board of the target company may be liable for concerning any damage suffered by shareholders, the company or the regulated marketplace. Above all the Swedish Company Act 29 Chapter 1 § constitutes the basis for the argument on this responsibility. The board of the target company apparently in some cases may be imposed internal liability towards the company in case of careless information extradition. The thesis also shows that towards the company's shareholders there exists a clear difference in the board's responsibility in terms of direct and indirect damages in connection with the information disclosure in the due-diligence investigation.

Sammanfattning

Detta examensarbete behandlar situationen då en budgivare framställer ett förvärvserbjudande på ett aktiebolag noterat på börsen. Förfarandet innebär att flera börs- och aktiebolagsrättsliga problem aktualiseras. För uppsatsens vidkommande utreds framför allt problematiken kring den selektiva informationsutlämning som sker till budgivaren genom due diligence-undersökning. Detta utvecklas genom den skiftande reglering som blir relevant i form av noteringsavtal, take-over regler, aktiebolagslagen och annan lagstiftning som blir tillämplig i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Denna informationsutlämning väcker frågor kring rättslig ställning och ansvar för målbolagets styrelse när denna rättshandlar i samband med ett förvärvserbjudande.

Ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till målbolagets aktieägare och det är dessa som ska ta ställning till om budet, den vanligt förekommande premien samt villkor i övrigt är rimliga. Trots att förvärvserbjudandets parter är klarlagda är det i praktiken målbolagets styrelse som hanterar förvärvserbjudandet. En rättsutredning utförs som visar på att styrelsen i denna situation kan inta en sysslomannalik ställning men också som negotiorum gestio när denna agerar i samband med ett förvärvserbjudande. Den sysslomannaliknande ställningen för med sig en lojalitetsplikt gentemot bolaget som även innefattar en tystnadsplikt rörande bolagets förhållanden.

Med anledning av styrelsens möjliga rättsliga ställning utvecklas vilket ansvar styrelsen i målbolaget kan åläggas för eventuella skador som drabbar aktieägare, bolaget eller den reglerade marknadsplatsen. Framförallt utgör aktiebolagslagens 29 kap 1 § grunden för de resonemang som förs kring detta ansvar. Målbolagets styrelse synes i vissa fall kunna åläggas internt skadeståndsansvar gentemot bolaget i fall av vårdslös informationsutlämning. Uppsatsen visar även på att det gentemot bolagets aktieägare finns en klar skillnad i styrelsens ansvar vad gäller direkt och indirekt skada i samband med informationsutlämning i due diligence-undersökning.

Förord

En juristutbildning tillryggalagd... Jag minns redan åren på Juridicum med glädje. Det har varit ansträngande under perioder men studentlivets frihet har med råge kompenserat för de tyngre perioderna. Med risk för att låta nostalgisk går jag så långt som att påstå att även de mest intensiva, stressiga och påfrestande terminerna varit roliga. Åtminstone nu, i backspeglarna...

Med detta avslutande examensarbete vill jag ta tillfället i akt att rikta ett stort tack till min sambo Elin som ihärdigt och med stort engagemang korrekturläst åtskilliga uppsatser på dygnets alla timmar. Dina synpunkter och uppmuntrande ord har varit väldigt värdefulla! Till mina kursare vill jag också rikta ett tack för alla trevliga stunder genom åren. Jag är övertygad om att vi får än trevligare under åren som kommer. Till min familj och vänner utanför juridicum vill jag även tacka för den förståelse och det tålamod ni visat. Det kan inte vara lätt att förstå, utanför Juridicums väggar, att man isolerar sig under perioder för att därefter försöka ta igen allt det roliga man missat. Jag säger därför tack till er med ett löfte om bot och bättring.

Avslutningsvis vill jag även rikta ett stort tack till Torsten Sandström som gett mig fria händer i ämnesval men också värdefulla tillrättavisningar kring utformningen av detta examensarbete.

Malmö 2008-11-07

Mikael Ekdahl

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Under de senaste årtiondena har ca 10 % av de svenska börsbolagen varje år köpts upp av ett annat svenskt eller utländskt bolag.¹ Vid företagsförvärv i allmänhet görs numera regelmässigt en företagsundersökning, en så kallad due diligence-undersökning, av det tilltänkta målbolaget för att identifiera risker med förvärvet. När detta bolag är noterat på en börs gör sig en rad börsrättsliga regler gällande. Dessa regler komplicerar undersökningen genom krav på bland annat offentliggörande av kurspåverkande information och förbud mot att utge selektiv information. När beslut ska tas av målbolagets styrelse huruvida informationsutlämning ska ske förekommer även begränsningar i aktiebolagsrätten vilket kommer utvecklas i den fortsatta framställningen.

Informationsutlämning genom due diligence-undersökning innebär att målbolaget lämnar ut information till en för detta bolag utomstående part. När styrelsen i det tilltänkta målbolaget ska ta ställning till ett framställt krav på due diligence-undersökning uppkommer vidare frågan vilken roll målbolagets styrelse ska spela och vilken ställning denna intar i förvärvsprocessen. Eller rättare sagt, vilken roll styrelsen ska tillåtas spela, med tanke på att ett förvärvserbjudande är riktat till målbolagets aktieägare. Den enda skyldighet målbolagets styrelses har är att uttala sig över det framställda erbjudandet men ska utöver detta agera neutralt och inte vidta åtgärder som kan försvåra förvärvserbjudandets genomförande.

För att avgöra tillåtligheten i styrelsens beslut att efterkomma budgivares krav om due diligence måste således även styrelsens roll i en sådan situation beaktas. Regler kring styrelsens ställning och tillåtligheten av informationsutlämning vid offentliga erbjudanden återfinns i skilda rättsvetenskapliga ämnesområden vilkas samspel gör anspråk på att tillsammans reglera detta område. Svaret på ovanstående frågor återfinns främst i aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten men har även inslag av allmänna civilrättsliga principer.

1.2 Syfte och problemställning

Uppsatsen avser utreda, mot bakgrund av ovanstående, i vilken mån ett målbolags styrelse kan tillåta att due diligence-undersökning utförs av en budgivare i samband med ett offentligt erbjudande. Frågan är vilken hänsyn som måste tas inte bara till bolagets och aktieägarnas intressen utan även till aktiemarknaden, offentlig reglering i form av ABL och LUA samt självreglering i form av noteringsavtal och takeover-regler.

¹ Nyström, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 9.

För att kunna utreda vilka skyldigheter ett börsbolags styrelse har i dessa situationer i förhållande till dess aktieägare, budgivare och den övriga aktiemarknaden, krävs vidare att styrelsens ställning när denna agerar i en budsituation är klarlagd. Frågan uppkommer i detta sammanhang mot vem styrelsens plikter riktar sig, dvs. är det bolagets intressen som står i förgrunden eller är det aktieägarnas. Uppsatsen avser även att undersöka tillåtligheten i ett målbolags styrelsebeslut att medge tilltänkt budgivares krav på due diligence-undersökning. Denna informationsutlämning från börsnoterade bolag väcker flera aktiemarknadsrättsliga frågor i vilket även de aktiebolagsrättsliga begränsningarna av informationsutlämning behöver beaktas. För att kunna avgöra tillåtligheten i denna informationsutlämning krävs det att styrelsens ställning är klarlagd. Frågeställningen tar därför delvis sin utgångspunkt i den ställning styrelsen kan tänkas inta i samband med förvärvserbjudanden. Den sista frågeställningen rör målbolagets styrelses skadeståndsansvar. Mot bakgrund av utredningen kring tillåtligheten av informationsutlämning samt styrelsens rättsliga ställning gör uppsatsen anspråk på att försöka utreda vilket skadeståndsansvar som kan åläggas styrelsen i målbolaget. Om skada drabbar målbolaget som ett resultat av due diligence-undersökningen finns en rad tänkbara skadelidande vilka kan tänkas väcka talan mot målbolagets styrelse.

Uppsatsens problemformulering har både aktiemarknadsrättsliga och aktiebolagsrättsliga förgreningar. För att ytterligare komplicera förhållandet blir även allmänna civilrättsliga principer tillämpliga. Utgångspunkten vad gäller möjlighet till due diligence-undersökning tas i takeover-reglernas punkt II.15. Det är mot denna bakgrund styrelsen måste beakta det utrymme övrig lagstiftning, främst i form av noteringsavtalet och aktiebolagslagen, lämnar för en sådan undersökning. Slutsatser redovisas dels löpande i texten, dels i de avslutande kommentarerna. dominera

1.3 Metod och Material

Som underlag till uppsatsen har jag använt mig av traditionell rättsdogmatisk metod i betydelsen att svensk och EG-rättslig lagstiftning, förarbeten och juridisk doktrin använts som grund och källa för framställningen. Även aktiemarknadsrättslig självreglering har använts i form av börsens noteringsavtal och takeover-regler. Dessa utgör i formell mening inte rättskällor av hög rang men deras existens förutsätts genom krav i lagstiftning som exempelvis LUA, vilket ger denna självreglering viss rättslig legitimitet.² I viss mån har även aktiemarknadsnämndens uttalanden använts. Jag är medveten om att dessa uttalanden inte har status av prejudikat. Däremot anses aktiemarknadsnämndens uttalanden vara en god tolkning av gällande rätt och dess avgöranden respekteras av marknadens

² I viss doktrin används istället för LUA förkortningen LOE för att tydliggöra anknytningen till den numera upphävda självregleringen NBK:OE. I denna uppsats används emellertid LUA pga. att denna förkortning synes vara den mest framträdande i litteraturen men även i övrigt är ändamålsenlig.

aktörer. Av denna anledning är dess avgöranden av intresse för frågeställningen. Vad gäller de engelska uttryck som due diligence m.fl. som framkommer i uppsatsen har jag valt att behålla dessa i sin ursprungliga form eftersom de måste anses utgöra inarbetade begrepp även i vår svenska rätt.

1.4 Disposition och avgränsning

Uppsatsen inleds med ett kapitel kring de konflikter som kan uppstå i och runt ett aktiebolag. Här framförs en förklaringsmodell i principal agent-teorin vilken till viss del utgör grund för den lagstiftning och regler som finns vid offentliga uppköpserbjudanden. Därefter presenteras det aktiebolagsrättsliga och det börsrättsliga regelverken i kapitel tre, vilka blir relevanta för målbolagets styrelse att ta hänsyn till när budgivaren framställer krav på att utföra en due diligence-undersökning. Kapitel fyra behandlar begreppet due diligence utifrån takeover-reglerna samt visar på de begränsningar i informationsutlämningen som kan bli aktuella. Det femte kapitlet utgör en rättsutredning kring målbolagets styrelses ställning när denna förmedlar, förhandlar och uttalar sig om ett förvärvserbjudande. Examensarbetets sjätte kapitel behandlar det eventuella skadeståndsanspråk som kan riktas mot målbolagets styrelse från olika berörda aktörer. Avslutningsvis sammanfattas examensarbetets frågeställningar och slutsatser presenteras i kapitel sju.

Uppsatsen tar sin utgångspunkt i att målbolaget är noterat på en reglerad marknadsplats, dvs. en börs eller en handelsplattform, och att det rör sig om ett offentligt uppköpserbjudande enligt reglerna i LUA och takeover-reglerna. Uppköpssituationer i andra sammanhang, dvs. privata förvärv eller inkråmsförvärv behandlas inte. För att avgränsa uppsatsens frågeställning ytterligare läggs tyngdpunkten på målbolagets överväganden och agerande före förvärvserbjudandets lämnande. Vidare utgår uppsatsen från målbolaget och dess informationsutlämnande. Mottagandet och användningen av due diligence-information gäller i huvudsak budgivaren och kommer endast att behandlas i den mån det illustrerar skillnader eller i övrigt är motiverat av sammanhanget. Regler gällande målbolaget återfinns i huvudsak i aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten. Budgivarens användning av den utgivna informationen aktualiserar ytterligare lagstiftning genom t.ex. insiderlagstiftning, konkurrensrätten men även takeover-regler i form av t.ex. budplikt. Eftersom fokus för uppsatsen gäller målbolagets agerande, ställning och ansvar berörs för budgivaren relevant lagstiftning i huvudsak inte. Vad gäller lojalitetsplikt är jag medveten om dess mer utvecklade former i amerikansk och engelsk rätt men väljer att endast ytligt beröra detta komparativa avsnitt kring fiduciary duties.

2 Ekonomisk teori

2.1 Bakgrund

De intressekonflikter som kan uppstå i aktiebolag är av olika slag. Grunden för dessa motsättningar handlar om att aktieägarna överlåter förvaltning av ett aktiebolag till en representant, dvs. styrelsen.³ Det kan även uppstå konflikter mellan bolaget och externa personer likt borgenärer. Problematiken ligger då främst i till vilken grad styrelsen kan ingå bindande avtal med dessa för bolagets och därmed aktieägarnas räkning.⁴ Dessa konflikter mellan främst ägare och företagsledning är av grundläggande betydelse för aktiebolagsrätten, vilken försöker hantera dessa konflikter genom reglering i olika former.

Beslutsfattande i bolagsledningar ska, om inte annat särskilt anges i bolagsordningen, styras av vinstintresset. Detta är ett försök av lagstiftaren att stävja de intressekonflikter som kan uppstå mellan det för uppsatsens vidkommande viktigaste förhållandet, nämligen det mellan ägare och företagsledning. Denna skyldighet att låta vinstintresset vägleda beslut kallas även styrelsens lojalitetsplikt.⁵ I svensk rätt är denna skyldighet mindre utvecklad än dess motsvarighet i engelsk och amerikansk rätt.⁶ Anledningen till detta är att juridiska personer med spritt ägande är en företeelse som länge existerat i dessa rättstraditioner och utgör en relativt nyare företeelse i svensk rätt. I svensk rätt är däremot lojalitetsplikten en mer diffus rättsfigur.⁷ Vad gäller lojalitetsplikten behandlas denna mer ingående i kapitel 4.3.

2.2 Principal agent-teorin⁸

Separationen av ägandet och kontrollen över ett bolag gör sig särskilt påminna i de för denna uppsats aktuella stora noterade bolagen. En börsintroduktion av ett bolag möjliggör nämligen att bolagets aktier kan förvärfvas av en stor grupp individer och aktiebolagets styrelse utgörs inte sällan av professionella företagsledare utan eget aktieäggande. Agentproblematiken som därmed kan uppstå genom separationen av ägande och kontroll associeras därför i första hand till de noterade bolagen.⁹

Principalen utgörs i agentteorin av en uppdragsgivare som uppdrar åt en uppdragstagare att utföra vissa arbetsuppgifter för dennes räkning. I detta

³ Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 119.

⁴ Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 119 f.

⁵ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 30.

⁶ Lojalitetsbegreppet återfinns i amerikansk rätt dels som fiduciary duty of loyalty dels som fiduciary duty of care.

⁷ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 30.

⁸ Fortsättningsvis benämnd agentteorin.

⁹ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 28.

uppdrag delegerar även principalen beslutsfattande. Genom delegation får alltså agenten utföra arbetsuppgifter för principalens räkning. Detta innebär också att denne även får ett informationsövertag om verksamheten.¹⁰ Den ideala situationen vore om agenten i använder denna information lojalt mot sin uppdragsgivare men möjligheten finns även att agenten drar nytta av informationsövertaget för sin egen räkning. Problemet med assymetrin kring information om verksamheten är indelat i två delar, dels adverse selection dels moral hazard.

2.2.1 Adverse selection

En aspekt av informationsassymetrin mellan principal och agent är adverse selection. Detta problem avser oklarheter i vilka förhållanden som gäller tiden före ingåendet av avtalet. Detta begrepp härstammar ursprungligen från försäkringsrätten där typfallet är försäkringstagaren som har en större inblick i sina egna förhållanden än det försäkringsbolag denne tecknar försäkring hos.¹¹ En person som räknar med en skada är mer benägen att teckna en försäkring än den person som inte räknar med samma höga sannolikhet att drabbas av en skada. Detta resulterar således i höga premier för personer med liten sannolikhet att drabbas av skada då premien baseras på den genomsnittliga risken. På motsvarande sätt blir premien för låg för personer med hög benägenhet att drabbas av skada. I praktiken regleras detta med villkor i försäkringsavtalen och genom individuella premier.¹² I ett aktiebolagsrättsligt perspektiv är principen densamma och situationen vid ett förestående förvärv har flera inslag av adverse selection. En utomstående som står i begrepp att investera har sannolikt inte tillgång till samma information som bolaget självt om de risker och möjligheter som är förenade med investeringen. Styrelsen i målbolaget är mottagare av förvärvserbudet och ställer även villkoren och möjligheterna till due diligence-undersökning. Om budgivaren inte tillåts genomföra due diligence-undersökning eller om målbolaget i alltför stor utsträckning begränsar denna blir informationsassymetrin och adverse selection-problemet påtagligt.

2.2.2 Moral hazard

En ytterligare aspekt av informationsassymetrin är problematiken kring uppdragsgivarens övervakning av agenten i tiden efter ingåendet av avtalet. När väl principalen delegerat beslutanderätt för dennes räkning uppstår en ovisshet kring om agenten tar de rätta besluten för dennes räkning. Detta problem med asymmetrisk information under uppdragsförhållandet är benämnt moral hazard.¹³ På samma sätt som adverse selection härstammar detta begrepp från försäkringsrätten men går även att tillämpa på aktiebolagsrätten. Typexemplet är då aktieägarna utser en styrelse och VD att sköta den löpande förvaltningen. Aktieägarna har i denna situation

¹⁰ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 23.

¹¹ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 23.

¹² Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 25.

¹³ Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 25.

bristande möjligheter till övervakning av styrelse och VD i bemärkelsen att de beslut som fattas är i överensstämmelse med beslut aktieägarna själva skulle ha tagit i det fall dessa själva var ansvariga för den löpande förvaltningen.¹⁴ Asymmetri i tillgången till information kan leda till att företagsledningen agerar opportunistiskt för sin egen vinning.¹⁵ För att anknyta till uppsatsens frågeställning är det tänkbart att målbolagets styrelse nekar eller begränsar budgivarens möjlighet till due diligence-undersökning i avsikt att försvåra genomförandet av förvärvserbjudandet.

2.3 Intressekonflikten vid offentligt uppköpserbjudande

Teorierna kring intressekonflikterna mellan principalen och agenten är inte enbart teoretiska resonemang. I praktiken är situationen då ett offentligt uppköpserbjudande framställs ett bra exempel på hur intressekonflikten mellan aktieägare och företagsledning kan yttra sig. Ett offentligt uppköpserbjudande är inte sällan förenat med en premie av varierande storlek. Aktieägarna har alltså ett eventuellt intresse av ett uppköp eftersom dessa kommer att bli ekonomiskt kompenserade för sina aktier. Företagsledningen däremot saknar detta incitament men kan istället ha intresse av att försvara sin position.¹⁶ Målbolagets styrelse kan bli ersatt av personer från det budgivande bolaget.¹⁷ Ett förvärv kan alltså eventuellt utgöra ett hot mot företagsledningens välbetalda anställningar. En uppenbar konflikt i förvärvssituationen är således på vilket sätt aktieägarna ska få företagsledningen att agera i deras intresse.

¹⁴ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 25.

¹⁵ Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 25.

¹⁶ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 117.

¹⁷ Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 26.

3 Aktiebolagsrätt och börsrätt

3.1 Det aktiebolagsrättsliga regelverket

Styrelse och bolagsstämmas beslutskompetens överlappar varandra till viss del. För att kunna utreda tillåtligheten styrelsens beslut att lämna ut information i due diligence-undersökning krävs en redogörelse för hur beslutskompetensen ser ut i ett aktiebolag.

Bolagsstämman kallas ibland omnipotent, vilket innebär att stämman har kompetens att besluta i alla frågor där överhuvudtaget ett giltigt beslut kan tas. Bolagsstämmans beslutsrätt inkräktar därmed på styrelsens löpande förvaltning varför det anses vara så att bolagsstämman inte helt får urholka styrelsens funktion.¹⁸ Frågor av konstitutionell natur är däremot förbehållna bolagsstämman. Av denna anledning ska beslut som rör bolagets fortlevnad fattas genom beslut i bolagsstämman.¹⁹ Stefan Lindskog menar att konflikt kan uppstå mellan de aktiebolagsrättsliga och de börsrättsliga reglerna när styrelsen agerar i gränslandet dem emellan.²⁰ Styrelsen har exempelvis vad gäller offentliga uppköpserbjudanden en begränsad kompetens att agera aktiebolagsrättsligt eftersom ett sådant uppköpserbjudande typiskt sett kräver ett beslut av stämman på grund av dess konstitutionella natur. Trots detta är det möjligt att styrelsen avviker från de aktiebolagsrättsliga ramarna. Aktiebolagsrätten behandlar främst bolagets bildande och fortlevnad men i mindre utsträckning dess förhållande till aktiemarknaden. Dessa regler återfinns istället i de olika börsrättsliga regelverken. Lindskog är av uppfattningen att i de fall ett styrelsebeslut är börsrättsligt giltigt men inte aktiebolagsrättsligt får aktiebolagsrätten sannolikt ge vika för börsrättslig praxis.²¹

3.2 Det aktiemarknadsrättsliga regelverket

3.2.1 Offentliga erbjudanden

Definitionen av ett offentligt uppköpserbjudande är ett förvärvserbjudande riktat till innehavare av massinstrument.²² Enligt LUA 1 kap 2 § ska ett offentligt uppköpserbjudande förstås enligt följande;

”offentligt uppköpserbjudande: 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”²³

¹⁸ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 56.

¹⁹ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 57.

²⁰ A.a.

²¹ A.a.

²² Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 65.

²³ LUA 1 kap, 2 §, 1 p.

För att ytterligare specificera begreppet offentligt uppköpserbjudande och LUA:s tillämpningsområde anges indirekt att endast bolag noterade på en reglerad marknad omfattas.²⁴ D.v.s. reglerna kring offentliga uppköpserbjudanden ska inte tillämpas om målbolaget utgörs av bolag som inte är noterade på en reglerad marknad, vare sig dessa är privata eller publika.²⁵

I det följande avser jag redogöra för hur regleringen ser ut för aktiemarknaden men också hur infrastrukturen ser ut kring handel med värdepapper och hur samspelet mellan regelverken binder marknadens aktörer.

3.2.1.1 Allmänt

Ett förestående företagsförvärv aktualiserar reglering av skilda slag. Sedan lång tid tillbaka har näringslivet valt att tillämpa egna regler kring offentliga uppköpserbjudanden. Dessa har med tiden kompletterats med näringslivsorgan likt aktiemarknadsnämnden, fortsättningsvis benämnt AMN, vars uppgift varit att uttala sig om god sed på aktiemarknaden.²⁶ Dessa självpåtagna regler har med tiden följts av EG-rättsliga direktiv samt svensk lagstiftning. Idag utgör även rent civilrättsliga avtal mellan budgivare, målbolag och börsen en viktig del av det aktiemarknadsrättsliga regelverket. I det följande avser jag att redogöra för hur detta juridiskt spridda regelverk hör samman och på olika sätt binder aktiemarknadens aktörer. Detta regelverk utgör även grunden för den fortsatta framställningen och uppsatsens frågeställning, nämligen vilka möjligheter och skyldigheter styrelsen har att efterkomma budgivares begäran om att få utföra due diligence-undersökning.

3.2.1.2 Lagstiftning och självreglering

Offentliga uppköpserbjudanden har i svensk rätt, på aktiemarknadens eget initiativ, sedan 1971 reglerats av Näringslivets börskommitté (NBK). Alltsedan NBK:s tillkomst har dess uppgift varit att utfärda rekommendationer om offentliga erbjudanden. När det EG-rättsliga takeover-direktivet²⁷ implementerades i svensk rätt krävdes förankring i nationell rätt. För att implementeringen skulle bli korrekt genomförd i svensk rätt krävdes enligt regeringsformen att regleringen fick formen av lag.²⁸ Detta genomfördes med en ny lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, LUA²⁹. I samband med instiftandet av LUA infördes även en bestämmelse i lagen om börs- och clearingverksamhet (LBC) vilken ålade de reglerade marknaderna att ha regler om offentliga

²⁴ LUA 2 kap, 1 § 2 st.

²⁵ Stattin, *Take-over*, s. 36.

²⁶ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 68f.

²⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

²⁸ Stattin, *Takeover*, s. 19.

²⁹ Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

uppköpserbudanden. Börserna antog som ett svar på detta takeover-regler som byggde på NBK:s sedan lång tid etablerade regler.³⁰ I sak förändrades inte mycket i jämförelse med den ursprungliga självreglering men lagstiftningen gav den tidigare självregleringen en form av rättsligt förankrad legitimitet.³¹ Nyheterna innehöll bland annat regler om budplikt och försvarsåtgärder. Erfarenheten och fördelarna med den tidigare självregleringen bibehölls genom att beslutanderätt kring dessa frågor genom Finansinspektionen delegerades till AMN.³²

Den 21 april 2004 antog Europaparlamentet och rådet även MiFID-direktivet.³³ Detta skulle implementeras i svensk rätt senast den 31 januari 2007 och börja tillämpas senast den 1 november samma år.³⁴ Nya begrepp infördes och för denna uppsats vidkommande tillhör dessa nya begrepp de väsentliga förändringarna. Implementeringen genomfördes genom att upphäva LBC till förmån för en ny lag om värdepappersmarknaden, LVPM, där motsvarande bestämmelser numera i huvudsak återfinns. MiFID behandlar två typer av marknadsplatser, reglerad marknad och multilateralt handelssystem, en så kallad MTF.³⁵ En MTF är alltså en marknadsplats som drivs av antingen en börs eller ett värdepappersinstitut men som inte har samma omfattande krav som en reglerad marknadsplats.³⁶

Enligt de senaste uppgifterna har endast ett värdepappersinstitut tillstånd att driva en handelsplattform, nämligen Aktietorget AB. Utöver Aktietorget bedriver Stockholmsbörsen handelsplattformen First North.³⁷ Även Nordic Growth Market, NGM, driver handelsplattform genom Nordic MTF men har av Finansinspektionen fått detta tillstånd att bedriva börs upphävt.³⁸

För att vid offentliga uppköpserbudanden även binda budgivare som inte är bundna av börsens noteringsavtal genom att själva vara noterade, har i LUA tagits in en regel som säger att ett offentligt uppköpserbudande endast får lämnas av den som åtagit sig att följa börsens eller handelsplattformens regler.³⁹ Således blir aktiemarknadens alla aktörer bundna av de svenska reglerna kring offentliga uppköpserbudande oavsett vem en budgivare kan tänkas vara på det i Sverige noterade aktiebolaget.

Det för uppsatsens vidkommande viktigaste regelverket är den självreglering i form av Takeover-regler⁴⁰ som Stockholmsbörsen och NGM

³⁰ Stattin, *Take-over*, s. 20f.

³¹ A.a. s. 20.

³² Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 242.

³³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID)

³⁴ SOU 2006:50 En ny lag på värdepappersmarknaden.

³⁵ Multilateral Trading Facility MTF, se även SOU 2006:50, s. 86.

³⁶ Wendleby, *Ny Juridik*, s. 48

³⁷ Wendleby, *Ny Juridik*, s. 48

³⁸ http://www.fi.se/Templates/Page_10703.aspx?mode=print, senast besökt 2008-10-08.

³⁹ LUA 2 kap 1 §.

⁴⁰ OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.

antagit. Denna självreglering har sedan lång tid även garanterats genom lagstiftning. Ursprungligen ålades börsen genom LBC att ha regler om offentliga erbjudanden som uppfyllde direktivets krav.⁴¹ Numera återfinns denna reglering i LVPM 13 kap 8 §. Denna ålägger en börs att ha reglering om uppköpserbjudanden som uppfyller take-over direktivets krav. Stockholmsbörsens noteringsavtal anger vidare att bolag som önskar bli noterade på densamma åläggs att följa de takeover-regler börsen har om offentliga uppköpserbjudanden.⁴²

Vad gäller informationsutlämning i börsbolag regleras detta i noteringsavtalets bilaga där det anges att all ny information som kan vara kurspåverkande måste göras tillgänglig genom ett offentliggörande för alla marknadens aktörer. Undantag görs i samma bestämmelse för selektiv information till potentiell budgivare inför förhandlingar om ett uppköpserbjudande. Detta öppnar således för en möjlighet att tillåta due diligence-undersökning. Detta undantag är dock avsett att användas med stor restriktivitet och undersökningen bör inte göras mer omfattande än nödvändigt med tanke på att den selektivt utgivna informationen också senare måste kunna offentliggöras i samband med förvärvserbjudandet.⁴³

3.2.2 Förvärvserbjudandets parter

Ett offentligt uppköpserbjudande enligt LUA innebär *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*⁴⁴. Begreppet offentligt erbjudande syftar alltså på ett anbud riktat till ett målbolags alla aktieägare. Denna krets kan vara stor men är likväl avgränsad, vilket torde innebära att förvärvserbjudandet är att betrakta som ett civilrättsligt bindande anbud från budgivaren. Till följd av detta är budgivaren bunden och kan inte dra sig ur under acceptfristen, med undantag för eventuella villkor som kan vara förenade med förvärvserbjudandet. Mottagarna av anbudet, dvs. målbolagets aktieägare, har således att ta ställning till om de ska acceptera budet eller ej.⁴⁵ Eftersom förvärvserbjudandet är riktat till målbolagets aktieägare uppkommer vissa frågor gällande styrelsens roll. Styrelsen är nämligen inte part i transaktionen vilken istället består endast av budgivaren och målbolagets aktieägare. Vilken ställning målbolagets styrelse intar i samband med ett förvärvserbjudande kommer utvecklas i den fortsatta framställningen.

⁴¹ Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, 4 kap 2 a §.

⁴² Stockholmsbörsens noteringsavtal, punkt 1 c.

⁴³ Handledningstext till Stockholmsbörsens noteringsavtal, bilaga 1, punkt 1.

⁴⁴ LUA 1 kap 2 §.

⁴⁵ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 161.

3.3 Aktiemarknadsrättsliga principer

3.3.1 Förtroende

Att allmänheten hyser förtroende till aktiemarknaden är en av de viktigaste grundvalarna för dess existens. Om ett starkt förtroende finns innebär detta att riskvilligt kapital söker sig till aktiemarknaden vilken därmed ges möjlighet att utvecklas. En stark tilltro till marknaden innebär att kostnaderna för investering hålls på en låg nivå och därmed attraherar riskvilligt kapital. Skulle detta förtroende för aktiemarknaden urholkas skulle medborgarna och andra finansiella aktörer söka andra investeringsmöjligheter och därmed skulle aktiemarknadens stabilitet försvinna och samhällets ekonomi påverkas genom sämre tillväxt.⁴⁶ Att upprätthålla förtroendet för marknaden är således en av lagstiftningens viktigaste motiv.

Noteringsavtalet sammanfattar kravet på offentliggörande av kurspåverkande information genom att poängtera avtalets grundtanke, nämligen att åstadkomma en *sund, rättvis och tillförlitlig aktiemarknad*⁴⁷. Motivet till existensen av takeover-regler är aktiemarknadsrättens grundläggande tanke, nämligen att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden. Detta förtroende är viktigt och anses vara en förutsättning för att aktiemarknaden överhuvudtaget ska kunna fungera.⁴⁸

3.3.2 Information

Vidare förutsätts att marknaden aktörer får tillgång till samma information vid samma tid. Att tillåta en budgivare att genomföra en due diligence-undersökning innebär således ett avsteg från denna likabehandling. Budgivaren får i detta läge tillgång till selektiv information, vilket enligt huvudregeln i den aktiemarknadsrättsliga regleringen är förbjudet.⁴⁹ De aktiemarknadsrättsliga reglernas främsta syfte är att upprätthålla det så viktiga förtroendet för marknaden och dess sätt att fungera. Skulle informationsutgivningen inte reglerats hade detta sannolikt riskerat att urholka förtroendet för aktiemarknaden. Vid privata förvärv, dvs. förvärv av aktier som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad, uppstår inte samma problem eftersom någon bundenhet till börsens krav på offentlighet inte finns. Due diligence-undersökning kan således genomföras utan att tvingas offentliggöra den eventuellt känsliga information som framkommer i en sådan undersökning.

⁴⁶ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 30.

⁴⁷ Handledningstext, Stockholmsbörsens noteringsavtal, bilaga 1, punkt 1 2 st.

⁴⁸ Stattin, *Takeover*, s. 22.

⁴⁹ Nyström, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 40.

3.3.3 Prissättning

Det förtroende som allmänheten ger aktiemarknaden förutsätter att prissättningen på ett värdepapper är korrekt. För att återkoppla till föregående kapitel handlar detta även om att informationsutlämning är samtidig och likadan för alla aktörer.⁵⁰ Prissättningen på en aktie och huruvida denna är korrekt är i allra högsta grad beroende av den information som företaget lämnar ut och som finns tillgänglig för allmänheten att värdera. Ett korrekt värde på en aktie utgör till stor del en återspeglning av all den information som finns tillgänglig om ett noterat företag.⁵¹ I praktiken samverkar dock även andra faktorer i prissättningen av aktier likt girighet och rädsla.⁵² Det börsrättsliga regelverket syftar därför till att på olika sätt försöka åstadkomma en så korrekt prissättning på värdepappren som möjligt, vilket också är en av de reglerade marknadsplatsernas främsta uppgifter.⁵³

⁵⁰ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 212.

⁵¹ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 31.

⁵² Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 32.

⁵³ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 31 f.

4 Due diligence

4.1 Begrepp och historik

Due diligence som begrepp härstammar från romersk rätt och används framförallt i angloamerikansk rätt.⁵⁴ Den engelska termen översätts ofta till *vederbörlig omsorg* eller *lagom försiktigt*.⁵⁵ Dessa översättningar ger dock ingen ledning i den praktiska innebörden. Däremot framkommer en typ av handlingsnorm eller ett förväntat beteende. Från 1930-talet kom due diligence-begreppet att användas i den amerikanska värdepappersrätten, främst i *Securities Act* och *Securities Exchange Act*. Detta innebar att bolagsledningar fick ett ansvar för informationsgivning i samband med börsintroduktioner. Om bolagsledningen kunde visa att de vidtagit vederbörlig omsorg i hanteringen av denna information kunde man undgå skadeståndsansvar.⁵⁶ Numera används due diligence som ett köparverktyg främst för att fördela risk men också för att befria från ansvar genom överföring av information.⁵⁷ Due diligence-undersökningar är numera ett normalt inslag i en förvärvsprocess. Beroende på vilket område som undersökt delas dessa in i främst kommersiella, legala och finansiella due diligence-undersökningar men många fler områden än dessa kan komma att undersökas. Syftet med undersökningen är att få reda på vilka risker som är förknippade med det aktuella bolaget. Resultatet av företagsundersökningen används sedan som underlag för förhandlingar kring prissättning, villkor och garantier.⁵⁸

4.2 Problematiken kring selektiv information

Som tidigare behandlats är en grundläggande princip i aktiemarknadsrätten att alla aktörer samtidigt får tillgång till kurspåverkande information vid samma tid. Därför uppstår problem när krav på due diligence-undersökning framställs i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Due diligence-undersökning innebär informationsöverföring till budgivaren.⁵⁹ Sådan information ska lämnas till aktiemarknaden endast genom ett speciellt offentliggörande.

⁵⁴ Sevenius, *SvJT*, 2007, s. 500.

⁵⁵ Sevenius, *Företagsförvärv*, s. 100.

⁵⁶ A.a.

⁵⁷ Sevenius, *Företagsförvärv*, s. 101.

⁵⁸ Sevenius, *Företagsförvärv*, s. 99.

⁵⁹ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 324.

För ett målbolag noterat på en reglerad marknad⁶⁰ innebär utlämnandet av sådan information ett avsteg från nämnda princip, genom att selektivt lämna ut eventuellt kurspåverkande information till en budgivare. För att komma till rätta med detta avsteg finns situationen reglerad, förutom i noteringsavtalet även i takeover-reglerna.⁶¹

4.2.1 Takeover-reglernas punkt II.2

Takeover-reglernas punkt II.2 berör främst budgivaren genom att uppställa hinder mot handel i målbolagets aktier efter att due diligence-undersökning påbörjats. Förbudet syftar till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknadens funktionssätt i en situation då budgivaren fått tillgång till selektiv information.⁶² Denna icke offentliggjorda information utgör sannolikt även insiderinformation i insiderlagens⁶³ bemärkelse eftersom bestämmelsen i takeover-reglerna har ett mer långtgående tillämpningsområde än dess motsvarighet i insiderlagen.⁶⁴ Handelsförbudet som återfinns i takeover-reglernas punkt II.2 gäller nämligen så fort *informationen som är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka en värdering av bolagets aktier.*⁶⁵ Om budgivaren förvärvat en mindre aktiepost innan due diligence-undersökningen och det sedan framkommer information som ger budgivaren anledning att inte fullfölja sitt förvärvserbjudande kvarstår dennes skyldighet att offentliggöra informationen. Budgivarens handelsförbud gäller och han kan inte avyttra sitt innehav.⁶⁶ Detta är snarare ett problem för budgivaren men betydelsen av detta handelsförbud får även konsekvenser för målbolaget.

4.2.2 Takeover-reglernas punkt II.15

*Framställer budgivaren önskemål om att genomföra en s.k. due diligence-undersökning i målbolaget skall målbolagets styrelse ta ställning till om bolaget kan och skall medverka till en sådan undersökning och i sådant fall på vilka villkor och i vilken utsträckning detta skall ske. Styrelsen bör sträva efter att begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet skall kunna lämnas och genomföras.*⁶⁷

⁶⁰ De reglerade marknaderna i Sverige utgörs av Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market, vilka är börser. (dock har NGM numera fått sitt tillstånd indraget av Finansinspektionen varför dess framtid är osäker.) Aktietorget har tidigare utgjort en auktoriserad marknadsplats men har efter begäran hos finansinspektionen blivit omklassificerade till en värdepappersrörelse driven som en handelsplattform sedan den 1 november 2007.

⁶¹ Främst genom punkterna II.2 samt II.15 i takeover-reglerna.

⁶² Handledningstext till takeover-reglerna punkt II.2.

⁶³ Lag om straff (2005:377) för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

⁶⁴ Jämförelse mellan takeover-reglernas punkt II.2 och insiderlagens 1 §.

⁶⁵ Takeover-reglerna punkt II.2

⁶⁶ Stattin, *Take-over*, s. 64.

⁶⁷ Takeover-reglernas punkt II.15 första stycket.

Denna punkt i takeover-reglerna är det mest centrala stadgandet för denna uppsats frågeställning. Punkt II.15 behandlar specifikt målbolagets möjligheter att delta i due diligence-undersökning. Styrelsen i målbolaget skall således ta ställning till budgivarens önskemål om due diligence med hänsyn taget till omständigheterna i det särskilda fallet. Denna bedömning ska framförallt göras med hänsyn till det utrymme aktiebolagslagen och noteringsavtalet i övrigt lämnar för målbolagets deltagande.⁶⁸ Uttalandet syftar dels på noteringsavtalets informationsbestämmelser men framförallt uppställs aktiebolagsrätten som ram för att avgöra vilken informationsutlämning som är tillåten. Betydelsen av att aktiebolagsrätten uppställs som ram för tillåtligheten i informationslämningen är omdiskuterad och osäker. Detta kommer att utvecklas i det följande.

Vidare framhålls i kommentaren att styrelsen ska ta ställning till det eventuella budet och göra en bedömning huruvida detta är av intresse för aktieägarna. Om styrelsen inte anser så vara fallet bör inte heller en due diligence-undersökning inledas.⁶⁹ Att styrelsen på detta sätt åläggs att ta ställning till ett eventuellt förvärvserbjudande riktat till aktieägarna är intressant både ur aktiemarknads- och aktiebolagsrättslig synpunkt. Redogörelse av detta förhållande återkommer i den fortsatta framställningen.

Inför beslutet att efterkomma begäran om due diligence-undersökning måste styrelsen även ta i beaktan att eventuella företagshemligheter kan lämnas ut och på så vis skada bolaget. Företagsundersökningen bör därför begränsas till ett minimum på grund av det informationskrav börsens noteringsavtal ställer upp. När målbolaget lämnar ut information som kan vara kurspåverkande innebär detta ett undantag från huvudregeln. Denna assymetri i informationsutgivningen tillåts under en period fram till förvärvserbjudandets lämnande. Därefter måste även den övriga marknaden få tillgång till den information som framkommit i due diligence-undersökningen. Materialet i sin helhet måste inte offentliggöras men dess essens måste finnas med.⁷⁰ Detta innebär att den information som lämnas ut selektivt till budgivaren också senast i samband med förvärvserbjudandet måste vara möjlig att offentliggöra. Att företagshemligheter eller annan känslig information förekommer i due diligence är således inte lämpligt med tanke på noteringsavtalets krav på offentlighet. Av denna anledning bör styrelsen begränsa undersökningen endast till det som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna fullföljas. För att ytterligare försäkra sig om att information från due diligence-undersökningen inte förs vidare eller används felaktigt bör även ett sekretessavtal upprättas.⁷¹

För det fall ett förvärvserbjudande inte fullföljs bortfaller målbolagets skyldighet att offentliggöra innehållet i due diligence-undersökningen. Detta kan t.ex. bero på att det i undersökningen framkommer information som gör

⁶⁸ Handledningstext till takeover-reglerna punkt II.15.

⁶⁹ Handledningstext till takeover-reglerna, punkt II.15.

⁷⁰ A.a.

⁷¹ A.a.

att förvärvet blir oattraktivt för budgivaren. Något offentliggörande av den selektivt utgivna informationen är alltså enligt takeover-reglerna eller noteringsavtalet inte nödvändigt. För att återknyta till punkt II.2 i takeover-reglerna kan dock problem uppstå om budgivaren kvarstår i insiderposition och samtidigt har ett mindre aktieinnehav. Handelsförbudet i punkt II.2 är i denna situation alltså gällande.⁷² Det kan således likväl vara nödvändigt för målbolaget att offentliggöra den selektivt utgivna informationen för att på så sätt upphäva budgivarens status som insider med tillhörande handelsförbud.

4.3 Aktiebolagsrättsliga begränsningar

Ovan har redogjorts för takeover-reglernas punkt II.15 vilken lämnar åt styrelsen att avgöra om och i vilken utsträckning informationsutlämning ska ske till budgivaren. Denna bedömning ska enligt kommentaren främst utgå ifrån aktiebolagsrätten men även noteringsavtalet i övrigt. Vilka dessa begränsningar är kommer i det följande att utredas.

En förutsättning för att kunna dra slutsatser kring styrelsens möjligheter att tillåta due diligence-undersökning är alltså att utrymmet för informationsutlämning enligt aktiebolagslagen är utrett. Enligt takeover-reglerna ska styrelsen beakta, förutom noteringsavtalet, det utrymme aktiebolagslagen lämnar för informationsutlämning genom due diligence.⁷³ Någon ytterligare ledning till vilka dessa begränsningar skulle vara lämnas inte. Den aktiebolagsrättsliga regleringen kring informationsutlämning från bolaget avser främst associationsmedlemmars rättigheter.⁷⁴ Ett aktiebolags skyldigheter gentemot utomstående är enligt aktiebolagslagen till stor del begränsat till tillhandahållande av aktiebok, ekonomisk information i samband med de periodiska rapporterna samt naturligtvis de bolagsrättsliga dokument som måste offentliggöras.⁷⁵ Någon uttrycklig regel vilken begränsar målbolagets informationsutgivning till utomstående står således inte att finna i ABL. För att kunna begränsa informationsutgivningen får aktiebolagsrättsliga principer om lojalitetsplikt, vårdplikt och tystnadsplikt användas.⁷⁶

Företagsledningens allmänna lojalitets- och vårdplikt innebär även en tystnadsplikt. Styrelsen är genom denna förhindrad att lämna ut information som kan skada bolaget och ska i varje läge överväga om informationsutlämning kan innebära en sådan skada.⁷⁷ Tystnadsplikten skulle därmed kunna utgöra en begränsning i målbolagets möjligheter att lämna ut känslig information. Detta framgår inte uttryckligen av ABL men

⁷² Noteringsavtalet, bilaga 1, punkt 1.

⁷³ Handledningstext till takeover-reglernas punkt II.15.

⁷⁴ Johansson, *Nials Svensk Associationsrätt*, s. 167, jmf. ABL 7:32.

⁷⁵ Sevenius, *SvJT* 2007, s. 509f.

⁷⁶ Jmf a.a. s. 510.

⁷⁷ Skog, *Rodhes aktiebolagsrätt*, s. 187.

anses följa av styrelsemedlemmarnas ställning som bolagets förtroendemän.⁷⁸

För att angripa brott mot tystnadsplikten med aktiebolagsrättsligt skadestånd krävs dock att skadan kan konkretiseras och kvantifieras samt att styrelsen förfarit uppsåtligt eller vårdslöst.⁷⁹ 29 kapitlet ABL fordrar vidare att skadan inte endast är latent utan att denna har fullbordats.⁸⁰

Den aktiebolagsrättsliga generalklausulen 8:41 ABL skulle i ett teoretiskt perspektiv även kunna bli aktuell i form av begränsning av styrelsens informationsutlämning. Detta skulle i så fall kräva att budgivaren gavs en otillbörlig fördel och att informationsutlämningen innebar en nackdel för bolaget.⁸¹ Huruvida någon nackdel för bolaget och någon otillbörlig fördel för budgivaren uppstår kan däremot diskuteras. Under förutsättning att due diligence-undersökningen och informationsutlämningen utförs inom rimliga gränser skadas sannolikt målbolaget inte. Visserligen vinner associationen som sådan inte på informationsutlämningen. Däremot ges målbolagets aktieägare genom det tilltänkta förvärvserbudet en möjlighet att sälja sitt aktieinnehav.⁸²

Den begränsning av informationsutlämning noteringsavtalet bjuder är främst baserad på börsens krav på offentliggörande av kurspåverkande information.

”...Om målbolaget i due diligence-undersökningen lämnar ut icke offentliggjord information till budgivaren och denna information icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier, skall målbolaget se till att denna obalans i informationsläget rättas till innan aktieägarna har att ta ställning till erbjudandet...”⁸³

Företagshemligheter och annan information som målbolaget inte vill ska nå marknaden bör alltså inte ingå i en due diligence-undersökning. Om sådan information lämnas i due diligence-undersökningen är alltså målbolaget även skyldigt att offentliggöra densamma.

Som ovan redogjorts för har även budgivaren en skyldighet att offentliggöra den selektivt mottagna informationen. Punkt II.2 i noteringsavtalet uppställer ett handelsförbud i målbolagets aktier om budgivaren ges tillgång till selektiv och eventuellt kurspåverkande information genom due diligence-undersökningen.⁸⁴ Av denna anledning torde både målbolaget och budgivaren ha ett incitament att vara återhållsamma i sin informationsutgivning.

⁷⁸ Johansson, *Nials svensk associationsrätt*, s. 133f.

⁷⁹ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 252 samt ABL 29:1.

⁸⁰ Svernlöv, *Ansvarsfrihet*, s. 129.

⁸¹ Sevenius, *SvJT*, 2007, s. 510.

⁸² Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 66 f..

⁸³ Handledningstext, takeover-reglerna, punkt II.15.

⁸⁴ Takeover-reglerna, punkt II.2.

Varken aktiebolagsrätten eller aktiemarknadsrätten uppställer således några tydliga absoluta hinder mot informationsutlämning i samband med due diligence. Sevenius menar att denna frihet från begränsningar är ändamålsenlig med tanke på att företagsförvärv annars i allt för hög utsträckning skulle försvåras. Snarare utgör informationsutlämningen vid due diligence-undersökning ett främjande av principen om aktiernas fria överlåtbarhet.⁸⁵

4.4 Styrelsens ställningstagande

Aktieägarna har sällan möjlighet att göra en bra värdering av ett offentligt erbjudande. Dessa har ofta inte tillgång till all den information som krävs för att kunna bedöma skäligheten i det aktuella budet.⁸⁶ Styrelsen i målbolaget är av denna anledning ålagd att ge aktieägarna ett beslutsunderlag. Detta ställningstagande innebär i praktiken ofta ingående förhandlingar med budgivaren som kan omfatta allt från värdet på budet till betalningsformer och andra villkor.⁸⁷

Det kan mot bakgrund av ovanstående likväl finnas skäl att vägra att efterkomma begäran om informationsutlämning. När en budgivare lägger ett bud på ett bolag genom ett offentligt erbjudande är detta, som tidigare framhållits, riktat till målbolagets aktieägare. I detta faktum ligger att målbolagets aktieägare ska ha möjlighet att ta ställning till förvärvserbjudandet. Styrelsen är således förhindrad att vidta åtgärder som kan försvåra genomförandet av budet.⁸⁸ Enligt LUA framgår att åtgärder som är ägnade att försämra förutsättningarna för lämnandet eller genomförandet av ett förvärvserbjudande är otillåtna såvida inte ett stämmobeslut tagits som ger styrelsen mandat att vidta sådana motåtgärder.⁸⁹ Endast efter ett stämmobeslut kan företagsledningen ta beslut om t.ex. riktade emissioner eller återköp av egna aktier, dvs. åtgärder som typiskt sett försämrar förutsättningarna för ett lämnat bud.⁹⁰ Den enda motåtgärd takeover-lagen uttryckligen tillåter är styrelsens sökande efter alternativa budgivare, så kallade White Knights.⁹¹

Frågan som uppkommer är då om det kan anses utgöra en otillåten motåtgärd att styrelsen, utan stämmans godkännande, beslutar att inte medge en tilltänkt budgivares krav på att genomföra due diligence-undersökning. AMN har i ett par uttalanden tagit ställning till dessa sakomständigheter. I Old Mutual-fallet⁹² konstaterades att ett målbolag inte har någon skyldighet att efterkomma budgivares begäran att få tillgång till icke tidigare offentliggjord information eller i övrigt medverka till due

⁸⁵ Sevenius, SvJT 2007, s. 510f. se även ABL 4:7.

⁸⁶ Moberg, *Börsrätt*, s. 150.

⁸⁷ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 67.

⁸⁸ Nyström, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 39.

⁸⁹ LUA 5 kap, 1 §, Framgår även av takeover-direktivet artikel 3, punkt c.

⁹⁰ Nyström, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, s. 39

⁹¹ LUA 5 kap, 1 § 2 st.

⁹² Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:47.

diligence-undersökning. Någon aktiv medverkan krävs således inte, även om det ligger i sakens natur att detta försvårar budgivarens möjligheter att fullfölja ett förvärvserbjudande.⁹³ I ett senare uttalande enligt de nya takeover-reglerna fastställer AMN de tidigare etablerade principerna. Därutöver konstateras att ett styrelsebeslut om vägran att efterkomma budgivares begäran inte kräver ett bakomliggande stämmobeslut. En vägran är således normalt inte en motåtgärd i LUA:s mening.

AMN förtydligar i dessa uttalanden sin inställning till definitionen av motåtgärder genom att poängtera att dessa ska vara relativt ingripande samt ha väsentlig materiell betydelse, antingen finansiellt eller affärsmässigt.⁹⁴

4.5 Sekretessavtal

I samband med due diligence-undersökning av målbolaget är risken stor att kurspåverkande och eventuellt för målbolaget skadlig information kommer till budgivarens kännedom. Det är därför vanligt att det upprättas ett sekretessavtal.⁹⁵ Detta sekretessavtal syftar främst till att skydda målbolaget om ett förvärv inte kommer till stånd.⁹⁶ Sekretessavtalet begränsar budgivarens möjligheter att använda och sprida den information som framkommer. Brukligt är även att det noggrant dokumenteras vilken information som lämnats ut, vem som fått tillgång till informationen samt när detta skett⁹⁷

Skulle informationen likväl nå utomstående och orsaka skada är målbolaget hänvisat främst till det sekretessavtal som finns och de sanktioner i form av exempelvis vite som där kan tillgripas. Den information som samlas in vid en due diligence-undersökning omfattas sannolikt även av insiderinformationsbegreppet i marknadsmissbrukslagen. Vad gäller röjandet av denna information är således framförallt är MmL 7 § intressant.⁹⁸

⁹³ A.a. s. 8f.

⁹⁴ Aktiemarknadsnämndens uttalande, 2005:47, s. 8 samt 2006:55, s. 2.

⁹⁵ Stattin, *Take-over*, s. 64.

⁹⁶ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 66.

⁹⁷ Nyström, "Nya takeover-regler", s. 40 f.

⁹⁸ Sevenius, *SvJT 2007*, s.511 f.

5 Styrelsens ställning

5.1 Allmänt

Vilken ställning ett målbolags styrelse har i en budsituation är inte helt klarlagd. Styrelsen utgör i ett aktiebolagsrättsligt perspektiv ett bolagsorgan och som sådant kan denna inte ha någon åsikt om vem som äger dess aktier.⁹⁹ När styrelsen agerar i samband med ett förvärvserbjudande är denna inte part i transaktionen men har likväl till uppgift att förmedla, förhandla och även uttala sig om förvärvserbjudandet. Frågan är vilken ställning målbolagets styrelse intar och vilken roll denna tillåts spela i samband med förvärvserbjudanden. Svaret på detta får sökas inte bara i aktiebolagsrätten utan även i takeover-reglerna samt i allmänna civilrättsliga principer. Vad gäller eventuellt ansvar som kan göras gällande baserat på vilken ställning styrelsen intar i förvärvsprocessen hänvisas till följande kapitel.

5.2 Sysslomannaliknande ställning

Per definition är sysslomannen någon som fått ett uppdrag att rättshandla för en huvudmans räkning. Utöver denna rättshandlingsförmåga framgår inget om sysslomannens närmare ställning i mellanmansrätten. Sysslomannen kan därför sägas utgöra en kategori mellanmän som spänner över hela mellanmansrätten.¹⁰⁰ Alla mellanmän har som sagt någon form av rättshandlingsförmåga i förhållande till sin huvudman och sysslomannainstitutet kan därför tillämpas och anpassas till olika juridiska situationer.

Sedan lång tid har däremot styrelsens ställning likställts med den av en syssloman. I äldre förarbeten till ABL har till och med konstaterats att styrelsen har ett direkt sysslomannaförhållande till sin huvudman, dvs. bolaget, med tillhörande lojalitetsplikt.¹⁰¹ I doktrin förekommer dock delvis avvikande åsikter. Här har det framhållits att denna ställning snarare är sysslomannalik och att dess likheter med sysslomannen inte bör överdrivas.¹⁰² Styrelsens lojalitetsplikt är i svensk rätt inte konkretiserad med uttalade riktlinjer kring i vems intresse bolagsorgan ska agera. Istället liknas styrelsens ställning vid sysslomannens för att utreda lojalitetsfrågor. En syssloman är anlitad för ett visst uppdrag och ska agera uteslutande i sin huvudmans intresse i egenskap av dennas alter ego.¹⁰³ Detta räcker dock inte för att beskriva styrelsens uppdrag eftersom styrelsen i väsentliga avseenden har en större handlingsfrihet än en syssloman. Styrelsens

⁹⁹ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 165.

¹⁰⁰ Tiberg, Dotevall, *Mellanmansrätt*, s. 16 f.

¹⁰¹ Svernlöv, *Ansvarsfrihet*, s. 307. jmf SOU 1941:9 s. 323 samt Prop. 1975:103 s. 376.

¹⁰² Dotevall, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 128.

¹⁰³ Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 110.

huvudman är dock bolaget och styrelsebeslut ska vara förenliga med bolagets och aktieägarnas gemensamma vinstintresse.¹⁰⁴ Vinstintresset förenar dock både bolaget och dess aktieägare varför ett vinstmaximerande agerande för bolagets vägnar även är i aktieägarnas intresse.¹⁰⁵ Utgångspunkten torde således vara att styrelsen handlar främst i bolagets intresse.

Om däremot bolagets vinstintresse skulle utgöra det enda skyddsintresset skulle en budgivares önskemål om due diligence-undersökning inte kunna motiveras och svårligen kunna medges.¹⁰⁶ Aktiebolaget som sådant har inget vinstintresse i att det köps upp. Utöver bolaget finns naturligtvis aktieägarskarnas intressen. Takeover-reglerna låter antyda att ytterligare intresse än bolagets existerar genom att styrelsen endast bör medge due diligence-undersökning om styrelsen anser att det tilltänkta förvärvserbjudandet kan vara av intresse för aktieägarna att ta ställning till.¹⁰⁷ En uppfattning i doktrin är att det primära skyddsobjektet är målbolaget men att budsituationer även aktualiserar ett sekundärt skyddsobjekt i aktieägarkollektivets intresse.¹⁰⁸ Aktieägarnas intresse är således ett för styrelsen beaktansvärt skyddsobjekt. Genom detta konstaterande öppnas möjlighet för målbolaget att tillåta budgivares krav på due diligence-undersökning oavsett bolagets avsaknad av självständigt intresse i ett förvärvserbjudande.¹⁰⁹

Ett aktiebolags styrelse besitter alltså en friare ställning i förhållande till sin huvudman än vad en syssloman har. Dessutom behöver styrelsen inte ensidigt beakta huvudmannens intressen.¹¹⁰ Mot denna bakgrund skulle det därför gå att påstå att styrelsen intar en sysslomannalik ställning när denna agerar i samband med ett förvärvserbjudande. Vilken betydelse detta får i ansvarshänseende utvecklas i följande kapitel

5.3 Gestor, uppdragstagare utan uppdrag

När styrelsen i ett målbolag ska offentliggöra för sina aktieägare dess uppfattning om ett förvärvserbjudande uppkommer även här frågan i vilken roll detta sker. Som tidigare konstaterats torde det vara svårt att i ABL finna stöd för styrelses agerande vid ett förestående bud på bolaget. Enligt ABL har styrelsen i egenskap av bolagsorgan inget självständigt intresse av ett förvärvserbjudande. Snarare tvärtom med tanke på att något egenintresse saknas och att bolaget således endast riskerar att skadas.¹¹¹ Istället är det målbolagets aktieägare som har intresse av att eventuellt sälja och erhålla en

¹⁰⁴ A.a. s. 111.

¹⁰⁵ A.a. s. 111.

¹⁰⁶ Stattin, *Take-over*, s. 63.

¹⁰⁷ Handledningstext takeover-reglerna, punkt II.15.

¹⁰⁸ Stattin, *Take-over*, s. 63, jmf Stattin, *Företagsstyrning*, s. 38.

¹⁰⁹ Stattin, *Take-over*, s. 63.

¹¹⁰ Sevenius, *Ansvarsfrihet*, s. 307.

¹¹¹ Stattin, *Take-over*, s. 63.

premie för sina aktier. I doktrin har framhållits åsikten att i fall då bolagsledningen agerar vid en budsituation är denna inte att betrakta som ett bolagsorgan enligt aktiebolagsrättsliga regler, utan istället som en uppdragstagare utan uppdrag, dvs. gestor, för kollektivet aktieägares räkning.¹¹² Styrelsens roll är i dessa situationer närmast att likna vid en särskild aktör på aktiemarknaden.¹¹³ Styrelsens uttalande är alltså inte ett uttalande från ett bolagsorgan utan är istället att betrakta som ett uttalande från styrelsen i egenskap av representant för målbolaget.¹¹⁴ Att notera är att detta resonemang kring styrelsens ställning medför att aktiebolagslagens sanktionsregler till viss del sätts ur spel eftersom dessa förutsätter att företagsledningen agerar i egenskap av bolagsorgan.¹¹⁵

Styrelsens ställning synes inte helt lätt gå att precisera vid förvärvssituationer. Det förefaller snarare vara så att styrelsens ställning får utredas mot bakgrund av den situation och de omständigheter som är förknippade med ett visst beslut. Vad gäller styrelsens skadeståndsansvar i samband med dessa beslut utvecklas denna problematik i följande kapitel.

¹¹² Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 67.

¹¹³ A.a.

¹¹⁴ Stattin, *Take-over*, s. 55.

¹¹⁵ Ansvar enligt 29 kap ABL syftar främst till företagsledningens agerande i egenskap av bolagsorgan. I budsituationer synes styrelse agera i egenskap av gestor och styrelseansvar enligt ABL torde därmed falla bort. Ett alternativ till ansvar skulle i detta fall kunna vara allmänna skadeståndsrättsliga principer likt normskyddsläran och utomobligatoriskt ansvar för ren förmögenhetsskada. Se Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 380f. samt Sandeberg, *Börsrätt*, s. 163ff. samt utveckling i följande kapitel.

6 Styrelsens ansvar

6.1 Bakgrund

Som redogjorts för i tidigare kapitel har styrelsen i målbolaget, när ett offentligt erbjudande riktas till målbolagets aktieägare, en central roll. Av denna anledning är det av intresse att utreda vilket ansvar som göras aktuellt av de parter som på olika sätt har ett intresse i resultatet av styrelsens agerande. Mot bakgrund av att styrelsen kan antas inta antingen en sysslomannalik ställning alternativt agera som gestor utgör ansvarsobjektet således målbolagets styrelse. De aktuella objekten identifierar jag som målbolaget, målbolagets aktieägare och slutligen den reglerade marknadsplatsen. Vad gäller aktiebolagsrättsligt skadeståndsansvar kan detta delas upp i internt och externt ansvar. Internt ansvar syftar på ansvar gentemot bolaget och det externa ansvaret avser bl.a. aktieägare och borgenärer. Ansvar enligt 29 kap ABL kräver att skada uppstått, culpa hos styrelseledamöterna samt att det föreligger kausalitet. Vad gäller culpabedömningen utgör sysslomannens allmänna omsorgsplikt grunden för bedömningen och kompletteras med reglerna i ABL, ÅRL samt bolagsordningen.¹¹⁶ Den rättsliga grunden för styrelsens ansvar varierar beroende på vilken situation och aktör som är aktuell, vilket kommer visas i det följande. Även budgivarens styrelse kan drabbas av skadeståndsansvar för vårdslös hantering av ett offentligt uppköpserbjudande. Detta intressanta ansvarssubjekt ligger däremot utanför frågeställningen för denna framställning och lämnas därför utanför.

6.2 Ansvar gentemot bolaget

Styrelsens ansvar för skada gentemot bolaget benämns det interna ansvaret. Skadeståndsansvar regleras för det interna ansvaret i ABL 29 kap 1 §. Denna består av fyra rekvisit nämligen att skada har uppstått, att denna skada vållats inom ramen för uppdraget, culpöst handlande samt att det föreligger adekvat kausalitet.

Vad gäller första rekvisitet, att en fullbordad skada skall ha uppstått, är denna typiskt sett svår att mäta vid styrelsens beslut att medge due diligence-undersökning. Eftersom inget samband finns med person eller sakskada utgörs skadan av en ren förmögenhetsskada. Som huvudregel ersätts ren förmögenhetsskada enbart i samband med brott enligt skadeståndslagen men ABL 29 kap 1 § innebär ett undantag härifrån vad gäller aktiebolag.¹¹⁷ Skadan måste däremot kunna bestämmas till belopp. Detta förefaller svårt i förevarande situation men möjlighet finns för

¹¹⁶ Svernlöv, *Ansvarsfrihet*, s. 165.

¹¹⁷ Johansson, *Nials svensk associationsrätt*, s. 367.

domstol att skönmässigt uppskatta den skada som drabbat bolaget genom tillämpning av 35 kap 5 § RB.¹¹⁸

ABL 29 kap 1 § anger vidare att skadan måste ha uppstått inom ramen för uppdraget. Styrelseledamöter och VD:s uppdrag tar sitt ursprung i ABL men omfattar även beslut eller åtgärder som hänförs till bolagets verksamhet i övrigt.¹¹⁹ Uppdraget kan emellertid inte definieras enbart härifrån. Med den sysslomannaliknande ställningen som styrelsen intar vid ett förestående förvärvserbjudande följer som tidigare konstaterats en lojalitetsplikt gentemot bolaget. Ett illojalt handlande eller brott mot lojalitetsplikten är förenat med skadeståndsansvar gentemot detsamma.¹²⁰ Framförallt torde den med lojalitetsplikten följande tystnadsplikten vara central. ABL saknar reglering av tystnadsplikten men denna anses följa styrelsens vårdplikt.¹²¹

Ett styrelsebeslut om att tillåta due diligence-undersökning innebär att känslig och eventuellt skadlig information om målbolaget lämnas. Om detta resulterar i en kvantifierbar skada skulle målbolagets styrelse kunna drabbas av skadeståndsansvar gentemot bolaget genom ABL 29 kap 1 §. Genom ABL 29 kap 1 § sanktioneras brott mot lojalitetsplikten men också brott mot den åtföljande tystnadsplikten.¹²² Denna förutsätter dock att styrelsen agerat vårdslöst eller uppsåtligt.¹²³ Vad gäller culpabedömningen för situationen då styrelsen beslutat om att lämna känslig och eventuellt skadlig information i due diligence-undersökning är utgångspunkten den vedertagna omsorg sysslomannen i allmänhet ska iaktta för sin huvudman. Specifikt rör detta den lojalitets och vårdplikt som åtföljer styrelsens ställning som sysslomän.¹²⁴ Om styrelsen beslutar att i due diligence-undersökningen inkludera information som är känslig och eventuellt kan skada bolaget kan detta anses vara ett vårdslöst agerande. Styrelsen riskerar sannolikt därför att ådra sig aktiebolagsrättsligt skadestånd genom ABL 29 kap 1 § om skada uppstår som ett resultat av att denna information når marknaden.

6.3 Ansvar gentemot aktieägarna

Det externa skadeståndsansvaret i ABL omfattar bland annat ett aktiebolags aktieägare i form av tredje män och detta ansvar delas in i två delar. Dels finns ett ansvar för direkt skada dels ett ansvar för indirekt skada som drabbar aktieägare. Rekvisiten är desamma som för det ovan beskrivna interna ansvaret med tillägget enligt ABL 29 kap 1 § 2p. dvs. att skadan uppstått genom överträdelse av ABL, ÅRL eller bolagsordningen.¹²⁵

¹¹⁸ Svernlöv, *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget*, s. 51 ff.

¹¹⁹ Svernlöv, *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget*, s. 54 f.

¹²⁰ Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*, s. 26.

¹²¹ Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 187.

¹²² Svernlöv, *Ansvarsfrihet*, s. 309f.

¹²³ Sevenius, *SvJT 2007*, s. 510.

¹²⁴ Svernlöv, *Ansvarsfrihet*, s. 137.

¹²⁵ Svernlöv, *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget*, s. 76 ff.

Styrelsen har som vi sett en skyldighet att uttala sig om ett offentligt uppköpserbjudande för att vägleda aktieägarna i sitt beslut. Direkt skada skulle i denna situation kunna uppkomma för en aktieägare då styrelsen lämnar denna rekommendation att anta eller förkasta ett förvärvserbjudande. Skadan skulle i detta fall bestå i att aktieägarna säljer sina aktier till ett för lågt pris alternativt underlåter att sälja och därmed går miste om en förmånlig premie. Styrelsens ansvar skulle i detta fall närmast grundas på en culpös rekommendation vilket formellt omfattas av det externa ansvaret i ABL 29 kap 1 § 2 p. Däremot är det svårt att finna en överträdelse av ABL, ÅRL eller bolagsordningen som motiverar ett sådant ansvar.¹²⁶

Vad gäller aktieägares indirekta skada avses situationen då bolaget drabbas av en ekonomisk skada som indirekt drabbar aktieägarnas del i bolagets förmögenhet. Aktuellt vid styrelsens beslut att lämna ut eventuellt skadlig information vid en due diligence-undersökning är den indirekta skadan där informationen skadar bolaget direkt och därmed indirekt aktieägarna.

Det är däremot förenat med en del problem om externa skadelidande likt aktieägare skulle ha möjlighet att under en längre tid framställa skadeståndsanspråk baserat på indirekt skada. Alla skador som drabbar aktiebolaget utgör samtidigt en indirekt skada för dess associationsmedlemmar. Av denna anledning finns en kortare preskriptionstid eftersom dessa anspråk annars hade stört aktiebolagets verksamhet.¹²⁷ Dessutom skulle en allmän rätt att väcka skadeståndstalan i dessa situationer bli komplicerad då även bolaget och minoritetsägare kan driva talan i bolagets namn för samma skada.¹²⁸ I propositionen 1997/98:99 går man så långt som att indirekta skador som drabbar aktieägarna lika inte bör ge rätt att driva en skadeståndstalan;

*”I fråga om en enskild aktieägares rätt till ersättning för indirekt skada kan det finnas skäl för en annan bedömning. Det kan hävdas att en enskild aktieägare bör ha rätt att utkräva ersättning av styrelsen, om denna genom oaktsam förvaltning av bolaget har minskat värdet på hans aktier. I ett sådant fall är det emellertid i grund och botten fråga om en skada som har tillfogats bolaget. Skadan har drabbat alla aktieägare lika. En aktieägarminoritet har rätt att å bolagets vägnar föra en ersättningstalan mot styrelseledamöterna. Det framstår mot den bakgrunden som mest naturligt att se skadan som någonting som är förknippat med aktieägarens deltagande i bolagsverksamheten och som han därför får finna sig i.”*¹²⁹

Däremot har i praxis fastslagits att aktieägare i vissa fall kan få ersättning för indirekt skada. I NJA 2000 s. 404 hade aktiebolagets styrelse beslutat att överföra bolagsegendom till ett nytt aktiebolag ägt av en majoritetsägare. En minoritetsägare fick på grund av denna överträdelse av likhetsprincipen

¹²⁶ Stattin, *Take-over*, s. 52 f.

¹²⁷ Johansson, *Nials svensk aktiebolagsrätt*, s. 370, jmf prop. 1997/98:99 s. 196.

¹²⁸ Johansson, *Nials svensk aktiebolagsrätt*, s. 371.

¹²⁹ Prop. 1997/98:99 s. 190.

tillerkänt sig skadestånd från styrelseledamöterna.¹³⁰ Detta utgör emellertid ett undantag vad gäller överträdelser av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen alternativt generalklausulerna och har sannolikt liten tillämpning i praktiken.¹³¹

Det framhålls även i doktrin att anledningen till att aktieägaren har svårare att nå framgång med en skadeståndstalan gentemot styrelsen är att denna tillhör gruppen externa skadelidande. Det förefaller således rimligt att möjligheten till skadeståndsansvar är begränsad för aktieägare vid indirekt skada, bl.a. eftersom någon direkt avtalsrelation med organledamöterna saknas men även eftersom en sådan rätt i hög grad hade stört associationens verksamhet.¹³²

Det synes således vara så att för att möjlighet till skadestånd ska existera för externa skadelidande vid indirekt skada ska skadan vara riktad mot någon associationsmedlem genom att exempelvis likhetsprincipen åsidosatts. Stattin menar att det krävs någon form av illojalt handlande för att aktualisera skadeståndsansvar. Drabbar skadan kollektivet aktieägare gemensamt, vilket är fallet vid oaktsam informationsutlämning vid due diligence-undersökning, förefaller möjligheten till externt skadestånd för indirekt skada begränsad. Först måste nämligen bolagets direkta skada fastställas, vilket inte torde låta sig göras så lätt. Därefter är frågan om en culpös rekommendation överhuvudtaget är illojal.¹³³

6.4 Ansvar gentemot den reglerade marknadsplatsen

Kurspåverkande information ska enligt takeover-reglerna delges marknaden genom ett offentliggörande.¹³⁴ Att delge en budgivare sådan kurspåverkande information innebär alltså ett avsteg från detta. I praktiken har däremot selektiv informationsgivning av kurspåverkande information tillåtits i samband med offentliga uppköpserbjudanden.¹³⁵ Det är som tidigare visats upp till målbolagets styrelse att avgöra i vilken utsträckning målbolaget ska delta i due diligence undersökning och det synes saknas tydliga begränsningar av deltagandet i både aktiebolagsrätten och i de aktiemarknadsrättsliga reglerna. Vad gäller målbolagets styrelses ansvar gentemot den reglerade marknadsplatsen är det alltså snarare det noterade bolaget som blir ansvarigt och inte styrelsens ledamöter.

¹³⁰ NJA 2000 s. 404, s. 415.

¹³¹ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 393.

¹³² Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 384. Svernlöv, *Ansvarsfrihet*, s. 165,

¹³³ Stattin, *Take-over*, s. 52 f.

¹³⁴ Take-over reglerna, punkt II.15.

¹³⁵ Af Sandeberg, *Börsrätt*, s. 324.

7 Avslutande kommentarer

Uppsatsen har behandlat de möjligheter som finns för styrelsen i ett börsnoterat målbolag att hörsamma budgivares begäran om att genomföra due diligence-undersökning. Som framkommit avgörs denna fråga främst av aktiebolagsrättsliga principer om informationsutlämning samt av börsens krav på offentlighet. Vad gäller dessa aktiebolagsrättsliga principer är främst den ur styrelsens vårdplikt emanerande tystnadsplikten av intresse. Efter en genomgång av dessa begränsningar framgår att någon betydande aktiebolagsrättslig begränsning av en sådan informationsutlämning inte finns. I vilken utsträckning information ska lämnas ut i due diligence torde således i allt väsentligt avgöras av informationens känslighet ur ett affärsmässigt perspektiv. Detta på grund av att börsen genom civilrättsliga avtal kräver att de noterade bolagen offentliggör information som kan vara kurspåverkande. All selektivt utgiven information som kan vara kurspåverkande måste också offentliggöras. Detta torde utgöra ett starkt incitament för målbolagets styrelse att undvika att i due diligence redovisa känslig information eller företagshemligheter. Målbolagets intresse av att begränsa due diligence-undersökningen torde alltså utgöra den största hämningen i informationsutlämningen. Styrelsen får vid dessa överväganden beakta vilken skada bolaget kan drabbas av om affärshemligheter tillåts ingå i due diligence-materialet. Som konstaterats torde det heller inte vara i budgivarens intresse att hans framtida förvärvs alla företagshemligheter görs tillgängliga för övriga marknaden. En fullständig due diligence torde alltså inte utgöra ett självändamål för någon av parterna.

Det kan förefalla märkligt att takeover-reglerna hänvisar till en aktiebolagsrättslig ram som är högst begränsad. Likväl måste friheten som råder i informationsutlämning genom due diligence-undersökning anses ändamålsenlig. Förvärv av börsnoterade bolag hade annars försvårats i en utsträckning som inte har någon motsvarighet på andra marknadsplatser. En av aktiebolagets grundläggande förutsättningar är vidare den om aktiens fria överlåtbarhet. Denna gäller naturligtvis även vid förvärvs erbjudanden över en börs. Genom den frihet målbolagets styrelse ändå måste anses ha i sin informationsutlämning värnas aktiens fria överlåtbarhet genom att inte försvåra eller inskränka denna rätt.

Styrelsen i ett målbolag är i samband med ett förestående uppköpserbjudande nödgad att söka bolagsstämmans godkännande såvitt avser beslut som kan innebära att lämnandet eller genomförandet av ett uppköpserbjudande försvåras. Detta är dock vad avser beslut att efterkomma begäran om due diligence eller ej inte aktuellt. Att styrelse inte får vidta åtgärd som kan försvåra ett offentligt erbjudandes möjligheter hör samman med att detta är riktat till målbolagets aktieägare. Således antyds att målbolagets ledning inte är part i anbud och accept förhållandet mellan budgivare och aktieägare. Likväl intar styrelsen en betydelsefull position med tanke på att denna kan avstyrka begäran om att få tillgång till icke

tidigare offentliggjord information eller att genomföra due diligence. Denna ställning förstärks vidare av att AMN slagit fast att styrelsen kan vägra liknande begäran utan att först ha inhämtat bolagsstämman godkännande. Styrelsen i målbolaget kan alltså ta ett beslut att inte medverka i due diligence-undersökning utan att först inhämta ett bolagsstämmobeslut därom. Detta beror sannolikt på det faktum att styrelsen har större insikt i situationen och med större säkerhet vet i vilken utsträckning information kan lämnas ut. Av denna anledning torde det vara ändamålsenligt att styrelsen också kan besluta om detta. Likväl återfinns risker med styrelsens relativt stora frihet representerade i den ekonomiska teorin. Agentproblematiken kan göra sig gällande genom den tydliga asymmetri i information som råder mellan företagsledning och aktieägare. I ett aktiebolag som står i begrepp att bli uppköpt är sannolikt anställningarna för målbolagets styrelse i fara.

Vilken ställning styrelsen intar när ett offentligt uppköpserbjudande läggs på bolaget är inte helt klar. Däremot kan det på grund av att styrelsens agerande svårligen kan rymmas i det aktiebolagsrättsliga regelverket argumenteras för att styrelsen istället intar en sysslomannalik ställning eller agerar i egenskap gestor.

Visst stöd finns för att argumentera kring styrelsens roll som syssloman för kollektivet aktieägares räkning. Åtminstone när denna i ett första skede tar ställning till om förvärvserbjudandet kan vara av intresse för aktieägarna att ta ställning till. Sysslomannaskapet innebär inte endast att agera för bolagets räkning. I en budsituation torde även ett underliggande skyddsändamål aktualiseras i form av kollektivet aktieägare. Detta resonemang ger också möjlighet för styrelsen att tillåta due diligence-undersökning, trots att bolaget som sådant saknar egenintresse av ett förvärvserbjudande.

När sedan förvärvserbjudandet presenterats för målbolagets aktieägare har dess styrelse en skyldighet att uttala sig om värdet av detta. När så sker torde styrelsens ställning snarare vara att betrakta som den av en gestor. Eftersom styrelsens uttalande inte är kopplat till dess roll som bolagsorgan utan istället som en särskild aktör på aktiemarknaden torde det aktiebolagsrättsliga sanktionssystemet till viss del frånfalla.

Vad gäller styrelsens ansvar gentemot målbolaget synes skadeståndsansvaret vara baserat främst på 29 kap ABL. Styrelsen måste vid en budgivares begäran om due diligence göra en avvägning huruvida den information som lämnas i denna utgör eventuella företagshemligheter och därmed kan skada bolaget. Om så är fallet kan ett beslut att lämna denna information anses vara culpöst och därmed aktualisera skadeståndsansvar genom ABL 29 kap 1 §. I avsaknad av tydliga aktiebolagsrättsliga hinder och begränsningar av informationsutlämning vid due diligence-undersökningar torde styrelsens skadeståndsansvar genom ABL 29 kap 1 § åtminstone ha en återhållsam effekt på vilken information som lämnas. Genom beslut att inte lämna sådan information som kan skada bolaget

undviker målbolagets styrelse sannolikt även skadeståndsansvar vid denna typ av beslut.

Målbolagets aktieägare synes däremot ha svårare att nå framgång med en talan mot dess styrelse. Om ansvaret gäller styrelsens ställningstagande till ett förvärvserbjudande är en rimlig slutsats att ett skadeståndsansvar endast kan grundas på någon form av illojalt förfarande. Styrelsen agerar sannolikt inte i egenskap av bolagsorgan utan som en särskild aktör på aktiemarknaden. Om styrelsens ställningstagande endast innefattar vårdslöshet är det tveksamt om detta också kan anses vara illojalt.

De begränsningar som finns i form av aktiemarknads- och aktiebolagsrättslig reglering är nogräknade vilket också får anses ändamålsenligt. Sammanfattningsvis råder alltså stor frihet för aktiemarknadens aktörer att lämna ut information i due diligenceundersökningar.

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

Af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, 2 uppl., 2007
[citeras; Af Sandeberg, *Aktiebolagsrätten*]

Af Sandeberg, Catarina, Sevenius, Robert, *Börsrätt*, 2 uppl., 2007
[citeras; Af Sandeberg, Sevenius, *Börsrätt*]

Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 2 uppl., 2001
[citeras; Bergström, *Aktiebolagets grundproblem*]

Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 1 uppl., 1999
[citeras; Dotevall, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*]

Johansson, Svante, *Nials svensk associationsrätt*, 9 uppl., 2007
[citeras; Johansson, *Nials svensk associationsrätt*]

Moberg, Krister, Samuelsson, Per, *Börsrätt*, 1 uppl., 1989
[citeras; Moberg, *Börsrätt*]

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Skog, Rolf, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, 2004
[citeras; Nyström, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*]

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, 2007
[citeras; Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*]

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, 2007, första uppl.
[citeras; Sevenius, *bolagsstyrning*]

Sevenius, Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, 1 uppl., 2003
[citeras; Sevenius, *Företagsförvärv*]

Skog, Rolf, *Rodhes aktiebolagsrätt*, 21 uppl., 2006
[citeras; Skog, *Rodhes aktiebolagsrätt*]

Stattin, Daniel, *Take-over - offentliga uppköpserbjudanden - Reglering, tolkning och tillämpning*, 2006
[citeras; Stattin, *Take-over*]

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning, Styrinstrument och ansvarsföljder i ett aktiebolagsrättsligt perspektiv*, 2005
[citeras; Stattin, *Företagsstyrning*]

Svernlöv, Carl, *Ansvarsfrihet*, Dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt, 1 uppl., 2007

[citeras; Svernlöv, *Ansvarsfrihet*]

Svernlöv, Carl, *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget*, 1 uppl., 2008

[citeras; Svernlöv, *Styrelse- och VD-ansvar i aktiebolaget*]

Tiberg, Hugo, Dotevall, Rolf, *Mellanmansrätt*, 9 uppl., 2000,

[citeras; Tiberg, Dotevall, *Mellanmansrätt*]

Periodiskt tryck

Wendleby, Björn, *Ny lag om värdepappersmarknaden*, Ny Juridik 2008:2, s. 48.

[citeras; Wendleby, *Ny Juridik*,]

Sevenius, Robert, *Om "due diligence" – företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt*, SvJT 2007 s. 499.

[citeras; Sevenius, *SvJT*, 2007]

AMN Praxis

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:47, Old Mutual och Skandia

[citeras; *Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:47*]

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:55, MAN och Scania

[citeras; *Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:55*]

Övig praxis

Offentligt tryck inkl EG-rätt

Aktiebolagslagen (2005:551)

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

Lag (1992:534) om börs- och clearingverksamhet

lag (1990:980) om handel med finansiella instrument

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Lag (2007:568) om värdepappersmarknaden

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

SOU 2006:50 En ny lag på värdepappersmarknaden.

SOU 1941:9 s. 323

Prop. 1997/98:99, Aktiebolagets organisation.

Prop. 1975:103, Med förslag till ny aktiebolagslag m.m.

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

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID)

Internetkällor

http://www.fi.se/Templates/Page_10703.aspx?mode=print, senast besökt 2008-10-08

Självreglering

OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s noteringsavtal (2007-07-01) samt dess bilaga
[citeras; *Stockholmsbörsens noteringsavtal*]

OMX Nordic Exchange Stockholm AB:s Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, 2007-07-01.
[citeras; *Takeover-reglerna*]