



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johannes Lundblad

Lojalitetsprincipen vid offentliga
erbjudanden i ljuset av
Perstorp-fallet

Examensarbete
20 poäng

Lars Gorton

Bankrätt

Termin: vt 2002

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRKORTNINGAR	2
1 AVGRÄNSNING, SYFTE OCH METOD	3
2 BÖRSRÄTTENS REGELVERK	4
2.1 Behovet av reglering	4
2.2 Förtroendet för marknaden	5
2.3 Börs och marknadsplatser	6
2.3.1 Börs	6
2.3.2 Auktoriserad marknadsplats	6
2.4 Olika typer av reglering	7
2.4.1 Lagstiftning	8
2.4.1.1 Lagen om börs- och clearingverksamhet	9
2.4.1.2 Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse	10
2.4.1.3 Insiderregleringen	10
2.4.1.4 Börsdirektiv	12
2.4.2 Självreglering	13
2.4.2.1 Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt	14
2.4.2.2 Rekommendationer, anvisningar och uttalanden	14
2.4.2.2.1 Aktiemarknadsnämnden	15
2.4.2.2.2 Näringslivets Börskommitté	15
2.4.2.3 God sed på aktiemarknaden	16
3 NÅGOT OM OFFENTLIGA ERBJUDANDEN	17
3.1 Inledning	17
3.2 Det offentliga erbjudandet som anbud	18
3.3 NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (1999)	18
3.3.1 Inledning	18
3.3.2 Rekommendationens tillämpningsområde	19
3.3.3 Likabehandlingsprincipen	19
3.3.4 Offentliggörande av det offentliga anbudet	21
3.3.5 Accept	22
3.3.6 Återkallelse av accept	22
3.3.7 Villkor för erbjudandet	23
3.3.8 Förvärv före och efter erbjudandet	24
3.3.9 Partiella erbjudanden	25
3.3.10 Uttalande av styrelsen i målbolaget samt försvarsåtgärder	25

4	LOJALITETSPRINCIPEN VID OFFENTLIGA ERBJUDANDEN²⁷	
4.1	Inledning	27
4.1.1	Perstorpfallet	27
4.2	Det pre-kontraktuella ansvaret och lojalitetsprincipen	29
4.2.1	Det pre-kontraktuella ansvaret	29
4.2.2	Kravet på lojal medverkan	30
4.2.3	Lojalitetsprincipen	30
4.2.4	Lojalitetsplikten vid offentliga erbjudanden	31
4.2.4.1	Illojalt utnyttjande av villkor	32
4.2.5	Olika typfall att beakta vid bedömningen av lojalitetsprincipens omfattning ³⁵	
4.2.5.1	Konsekvenser av lojalitetsplikten avseende villkor i det offentliga erbjudandet ³⁶	
4.2.6	Målbolagsledningens lojalitetsplikt i samband med selektiv informationsgivning angående det offentliga erbjudandet	37
4.2.7	Målbolagsledningens skyldighet att verka för att det offentliga budet vidmakthålls	40
4.3	Skadestånd med anledning av brott mot lojalitetsprincipen	40
4.3.1	Inledning	40
4.3.2	Skada för målbolaget	40
4.3.3	Skada för aktieägarna	41
4.3.4	Förutsättningar för skadeståndsansvar	41
4.3.5	Målbolagsledningens skadeståndsansvar	42
5	SLUTSATS	44
	BILAGA A	47
	KÄLLFÖRTECKNING	60

Sammanfattning

Det finns en rad tillvägagångssätt att förvärva aktier på den svenska aktiemarknaden. En köpare kan exempelvis genom en kommissionär förvärva en aktiepost över börsen. En annan möjlighet är att sluta aktieöverlåtelseavtal efter direkta förhandlingar med ägaren av aktien. Om någon önskar förvärva samtliga aktier i ett börsbolag är emellertid ett offentligt erbjudande, riktat till aktieägarna i det bolag som avses bli förvärvat (målbolaget), ett effektivt och praktiskt tillvägagångssätt.

Ett offentligt erbjudande innebär att budgivaren på generella villkor riktar ett erbjudande till aktieägarna i målbolaget. I syfte att skydda aktieägarna i målbolaget, och i förlängningen även den aktieäggande allmänheten, är budgivaren bunden att iaktta vissa regler och normer. Dessa består främst av Näringslivets Börskommittés (NBK) rekommendation om offentliga erbjudanden. Ett betydande inflytande har även tillerkänts Aktiemarknadsnämnden, ett organ som uttalar sig om god sed på aktiemarknaden. Nämnden har beträffande offentliga erbjudanden gjort en rad uttalanden.

I denna uppsats behandlas en specifik fråga om god sed på aktiemarknaden, nämligen den fråga som aktualiseras av Aktiemarknadsnämndens uttalande i Perstorp-fallet (AmN 2000:20). Uttalandet innebär att en budgivare vid ett offentligt erbjudande, enligt allmänna rättsprinciper, anses bunden av en allmän lojalitetsplikt gentemot målbolagets aktieägare.

Bakgrunden till uttalandet var att ett offentligt bud som erbjudits aktieägarna i Perstorp AB återkallades då ett villkor i erbjudande inte kunde uppfyllas. Aktiemarknadsnämnden menade att, trots att ett helt godtagbart förbehåll om villkorets uppfyllande togs i anspråk, det måste kunna ställas krav på att en budgivare agerar lojalt i förhållande till aktieägarna. I detta sammanhang anses lojalitetsplikten innebära att budgivaren är skyldig att verka för budets fullföljande, trots att ett villkor inte uppfyllts. Lojalitetsplikten knöts till förbehållets undanröjande.

Uppsatsen söker utreda omfattningen och innebörden av den lojalitetsplikt som budgivaren är bunden av applicerad på den specifika problematiken i Perstorp-fallet. För att ge läsaren en uppfattning om regelverket inom börsrätten görs inledningsvis en översiktlig genomgång av den rättsliga regleringen avseende offentliga erbjudanden. Vidare görs en granskning av AmN:s uttalande och en analys av dess konsekvenser.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AmN	Aktiemarknadsnämnden
IRK	Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
HD	Högsta Domstolen
IstrL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
JT	Juridisk Tidskrift
JFT	Tidskrift utgiven av juridiska föreningen i Finland
KFI	Lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument
KöpL	Köplagen (1990:931)
LBC	Lagen (1992:543) om börs och clearingsverksamhet
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVR	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK/OE	Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (1999)
NGM	North Growth Market
NotA	Stockholms Fondbörs noteringsavtal
OTC	Over the counter, noteringslista vid Stockholms fondbörs
SOU	Statens offentliga utredning
VMK	Värdepappersmarknadskommittén
VPC	Värdepapperscentralen

1 Avgränsning, syfte och metod

Börsrätten utgörs dels av lagstiftning men även av ett betydande inslag självreglering. Denna självreglering präglas av flexibilitet och dynamik. Marknadens egna organ tar ofta ställning till konkreta problem som uppkommer i samband de olika aktörernas agerande. Denna uppsats behandlar en specifik fråga som varit föremål för aktiemarknadens egna auktoritativa organ – Aktiemarknadsnämnden. Uppsatsen kommer således inte att göra någon fullständig analys av det börsrättsliga regelverket utan avser främst behandla de regler som är relevanta för det angivna problemet. Detta innebär att det främst är marknadens självreglering som kommer att behandlas. För att kort introducera läsaren till regelverket kommer emellertid en kortfattad genomgång av de fundamentala reglerna att göras.

Uppsatsen behandlar lojalitetsprincipens tillämpning vid offentliga erbjudanden. Diskussionen kommer att ske med utgångspunkt i ett uttalande av Aktiemarknadsnämnden (AmN 2000:20). Nämnden uttalar sig där bland annat om vad som kan anses utgöra god sed på aktiemarknaden. I förevarande fall hade Nämnden att ta ställning till ett visst förfarande i samband med ett offentligt erbjudande. Uppsatsen diskuterar detta uttalande och redogör för de regler och övrig praxis som är av betydelse för Nämndens bedömning.

Vidare görs ett försök till en skadeståndsrättslig bedömning för de inblandade parterna. Det bör påpekas att tidigare praxis inom detta rättsområde i princip är obefintlig. Därav följer att varför slutsatserna i denna uppsats är osäkra.

Metoden för författandet av uppsatsen har bestått i en granskning av det ovan nämnda uttalandet av Aktiemarknadsnämnden. Med utgångspunkt i uttalandet tillämpas relevanta regler och praxis inom börsrätten som är av betydelse för problemet. Detta innebär att litteratur, tidningsartiklar och uttalanden om god sed på aktiemarknaden nyttjats för sammanställandet av detta arbete.

2 Börsrättens regelverk

2.1 Behovet av reglering

Värdepappersmarknaden behov av reglering är omfattande. Orsakerna till detta är många. Som ett exempel kan nämnas det väsentliga inflytande och betydelse handeln med värdepapper har på samhällekonomin. Ett annat är att handel med värdepapper är förknippad med ett antal olika risker för aktörerna på marknaden.¹ Vikten av en väl fungerande värdepappersmarknad är av stor betydelse för kapitalallokeringen i samhället. Genom en effektiv värdepappersmarknad skapas möjligheter att sprida och fördela kapital samt tillförsäkra näringslivet tillgång på riskvilligt kapital.

För att en marknad, såsom den svenska värdepappersmarknaden, skall kunna fungera effektivt krävs att det finns ett förtroende för marknadens funktionssätt. Regelverket på värdepappersmarknaden syftar till att tillgodose en säker och fungerande marknad med ett högt förtroende. Metoden för detta är självreglering och lagstiftning.²

Just det faktum att marknaden måste åtnjuta allmänhetens förtroende är den viktigaste drivkraften bakom all börsrättslig reglering, såväl offentlig normgivning som självreglering.³ Allmänhetens förtroende för marknaden som ett grundläggande mål inom börsrätten kan även härledas direkt ur lagstiftningen.⁴ Sålunda betonas i 2 kap 1 § lagen om börs och clearingverksamhet (LBC) att en börs skall driva sin verksamhet så att den har allmänhetens förtroende och att börsens verksamhet i övrigt drivs så att den kan anses sund. Detta *sundhetskrav* innefattar ett krav på god genomlysning. Detta i sin tur innebär bl.a. innebär att aktiemarknadsbolagen skall lämna information om sin ekonomiska ställning och andra förhållanden som kan påverka värdet av bolaget.⁵

¹ Såsom kredit-, kurs-, likviditet-, motparts-, brotts-, samt teknisk risk m.m. Se utförligare Afrell m fl *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s.102 ff.

² Jansson Per-Ola, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1995, s. 35x

³ Se t.ex. prop 1991/92:113 s 55ff, prop 1990/92:42 s 38. Jfr även Jansson, s 139x, Samuelsson Per, *Information och ansvar*, s 107. För exempel i självreglering se t.ex. NBK:OE, inledning och beträffande AmN:s uttalanden, se Kristiansson Björn, *God sed på aktiemarknaden*, AmN:s uttalanden s 17m

⁴ Se t.ex. 2 kap 1 § LBC, 1 kap 2 § LHF och 1 kap 7 § LVR

⁵ Prop 1991/92:113, s 60ö, jfr även Afrell m fl, s 121m

2.2 Förtroendet för marknaden

En väl fungerande marknad kräver som nämnts att det finns ett förtroende för marknaden. Förtroende kan endast upprätthållas om marknaden är effektiv, det vill säga att priserna återspeglar den information som finns tillgänglig på marknaden. Kravet på effektivitet är således nära kopplat till prissättningen på aktier. En effektiv marknad måste snabbt kunna reagera på information, och med beaktande av den tillhandahållna informationen bestämma priset.

För att möjliggöra en priseffektiv marknad är det naturligt att regleringen av marknadsaktörernas informationsansvar är av central betydelse. Dessutom måste det ställas krav på att utgivarna av värdepapper fortlöpande lämnar information om sin verksamhet. I detta avseende är det betydelsefullt att informationen når alla parter samtidigt. Således är aktörernas rapporteringsplikt och börsbolagens spridande av information två grundstenar inom det börsrättsliga regelverket. Genomlysningen, det vill säga informationen om en utgivare av ett fondpappers hela verksamhet, omfattar även de affärer företaget gör utanför börsen.

Förtroendet för marknaden är även sammankopplat med ett funktionskrav. Detta innebär att marknaden måste vara likvid. Med likviditet avses att det hela tiden finns köpare, beredda att placera i det ifrågavarande fondpapperet. En illikvid marknad riskerar att tappa i förtroende eftersom svårigheter med att avyttra en aktie avskräcker ägande.

För att bygga upp förtroendet för aktiemarknaden har marknadsaktörerna själva medverkat till att skapa en särskild institution, Aktiemarknadsnämnden (AmN), vars uttalanden om aktörernas agerande tillerkänns en sorts normgivande funktion (se mer om AmN nedan). Även IRK har en funktion som understödjer förtroendet för marknaden. Genom de rekommendationer som anges i kontraktet skapas på civilrättslig väg en lägsta norm för börsbolagen.

En väl fungerande värdepappersmarknad kan alltså inte undvara en omfattande reglering som tar sig i uttryck i olika former. Vissa marknader regleras till största delen med offentlig lagstiftning, medan det på andra marknader tillåts ett större mått av självreglering. En värdepappersmarknad kan emellertid inte vara utan det ena eller andra. Regelverket utgörs av en ständig samverkan mellan den offentliga och den privaträttsliga regleringen.

2.3 Börs och marknadsplatser

Marknadsplatserna har kommit att få en allt större betydelse för värdepappersmarknaden. Det finns numera ett antal olika marknadsplatser för aktörerna att interagera på. De viktigaste är börser och andra auktoriserade marknadsplatser.

2.3.1 Börs

Den mest avancerade marknadsplatsen är en börs⁶ där särskilt *inregistrerade* fondpapper omsätts. Omsättningen sker genom börsens medlemmar, dvs. de som har fått börsen tillåtelse att delta i handeln.⁷ På börsen, liksom på en auktoriserad marknadsplats, kan emellertid handel med *noterade* finansiella instrument förekomma parallellt med handeln med de inregistrerade värdepapperna (det förekommer alltså både noterade och inregistrerade värdepapper på börsen). Lagen gör en åtskillnad mellan inregistrerade och noterade finansiella instrument.⁸ Inregistrering av aktier kan endast ske vid en börs medan de på en marknadsplats endast noteras.

Skillnaden mellan inregistrering och notering innebär att kraven för upprättande av prospekt och halvårsrapporter endast gäller för inregistrerade aktier. Det finns tre företag som erhållit börsauktorisering enligt LBC. Stockholms Fondbörs, OM Stockholm AB (som organiserar handel med derivatinstrument) samt Penningmarknadsinformation PMI AB (som är verksamt på penningmarknaden).

2.3.2 Auktoriserad marknadsplats

Förutom börsen finns det alltså även auktoriserade marknadsplatser. Dessa omfattas av något färre detaljkrav än vad som tillämpas på en börs. En auktoriserad marknadsplats måste, liksom en börs, få auktorisation enligt LBC. Den auktoriserade marknadsplatsen utgör således en enklare, mindre reglerad form av börs, och präglas av en större grad av flexibilitet och autonomi.⁹ Marknadsplatsen fungerar som en alternativ auktorisationsform för företag som driver verksamhet i syfte att få till stånd handel med finansiella instrument. Vad gäller auktoriserade marknadsplatser finns det för närvarande en mängd företag som auktoriserats av Finansinspektionen, bland andra North Growth Market (NGM), Aktietorget och Göteborgslistan.

⁶ En börs är ett företag som fått auktorisation att driva verksamhet som syftar till att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument. Se 1 kap 4 § 1p LBC.

⁷ 1 kap 4 § 2p LBC

⁸ Se 5 kap 1 § samt 6 kap 1 § LBC

⁹ Afrell m fl, s 125y

2.4 Olika typer av reglering

Regleringen av en marknad kan ske genom ett flertal olika regleringsformer. Närmast till hands när man analyserar regleringsbegreppet torde vara att granska aktuell lagstiftning som berör den ifrågavarande marknaden. Det finns emellertid andra regleringsformer som tillsammans med lagstiftningen interagerar och utgör ett gällande regelverk. Den svenska börsregleringen är ett exempel på hur just lagstiftning, civilrättsliga avtal och rekommendationer m.m. tillsammans konstituerar ett regelverk för aktörerna på marknaden. Ett intressant inslag i regleringen är den dynamiska, och ofta oskrivna etiska regleringen. Dessa etiska principer sammanfattar det som benämns god sed på marknaden.

I takt med värdepappersmarknadens utveckling har regelverket undergått successiva förändringar. Den svenska regleringen var ända in på 1980-talet till sin huvuddel bestående av lagstiftning. Parallellt med lagstiftningen utvecklades emellertid en privat marknadsreglering. Till exempel utvecklades Näringslivets Börskommitté, bildat 1966, och utgav i slutet på 1960-talet sina första rekommendationer. På samma sätt gjordes ansträngningar från Stockholms fondbörs. Genom det särskilda inregistreringskontraktet¹⁰ bands marknadsaktörerna att följa vissa regler och rekommendationer genom ett avtalsrättsligt åtagande. Skälet till att lagstiftningen utgjorde den mest betydande regleringen ända in på 1980-talet kan förklaras med att värdepappersmarknaden var tekniskt såväl som ekonomisk mindre välutvecklad än vad den skulle komma att bli i framtiden.

Utvecklingen under 1980-talet och den kraftiga expansionen av den ekonomiska marknaden ledde till att situationen med en dominerande lagstiftning inte längre var hållbar. Den ökande globaliseringen, nya finansiella instrument och högre krav på marknadsfunktion omöjliggjorde en detaljreglerande lagstiftning.¹¹ I detta skede av utvecklingen genomgick lagstiftningen en tydlig förändring. Från att vara en detaljreglering övergick legislaturen till sin nuvarande, mer principiella, struktur. Lagstiftningsmässigt skulle riktlinjer och reglering av huvudprinciper ersätta den tidigare hämmande detaljregleringen. Lagstiftning utvecklades till att ligga på ett så generellt plan att den inte onödigtvis hindrade framväxten av nya verksamhetsformer. Denna tendens ledde till att marknaden genomgick en viss avreglering. Omvandlingen bestod dock inte enbart i att lagstiftningen fick mindre räckvidd i vad avser detaljerna. En kvalitativ förändring ägde rum, från detalj- till ramlagstiftning. Troligen hade inte denna utveckling varit möjlig om inte den privata utvecklingen samtidigt möjliggjorde att det tomrum lagen lämnade i samband med avregleringen

¹⁰ Huruvida ett aktiemarknadsbolag är skyldigt att följa IRK prövades av HD i det s.k. Företagsfinansmålet (NJA 1985 s. 343).

¹¹ Jansson, s. 37y

kunde fyllas med marknadsreglerande åtgärder.¹² Således har regelverket inom börsrätten övergått, från att ha varit statisk under fram till 1980-talet, till dess nuvarande mer dynamiska karaktär.

I samband med Sveriges inträde i den Europeiska Gemenskapen 1995 har även viss påverkan skett av EU: s regelverk. Som en konsekvens av harmoniseringen inom EU har regelanpassning varit nödvändig. Som exempel kan nämnas kapitaltäckningsdirektivet¹³. Denna normgivning har emellertid varit mer inriktad på marknads behov än som varit fallet med tidigare förbudsreglering.¹⁴

Lagstiftningen spelar fortfarande en väsentlig roll för regleringen av aktiemarknadsrätten. Genom bemyndigande kompletteras emellertid lagstiftningen av föreskrifter och allmänna råd utfärdade av myndigheter. Finansinspektionen har getts ett betydande inflytande genom att denna utfärdar föreskrifter, allmänna råd och beslutar i enskilda ärenden.

Den privata regleringen utgörs främst av inregistreringskontraktet. Genom ett privaträttsligt avtal kan således Stockholms fondbörs binda dess medlemmar att följa vissa regler. Ett annat viktigt instrument är de rekommendationer, utfärdade av Näringslivets Börskommitté, som anhängiggjorts Inregistreringskontraktet. Även branschorganisationer har givits ett avsevärt inflytande. AmN spelar därvid en stor roll. AmN uttalar sig i det enskilda fallet men har stor betydelse för normbildningen.

Vidare är marknadsaktörerna bundna av de etiska normer och värderingar som utvecklats på aktiemarknaden. Denna börsetik, eller god sed, är dynamisk och tillåter stora utrymmen för tolkningar kan.

2.4.1 Lagstiftning

Det grundläggande regelverket inom börsrätten består huvudsakligen av lagen om handel med finansiella instrument (LHF), lagen om värdepappersrörelse (LVR), lagen om börs- och clearingverksamhet (LBC) och insiderlagen. Dessa tre lagar utgör stommen i den börsrättsliga lagstiftningen. Det svenska börsrättsliga regelverket har, som ovan redogjorts för, utformats så att allmänna och generella riktlinjer ges i lag. Närmare detaljföreskrifter meddelas av Finansinspektionen, efter bemyndigande i LBC, LHF, LVR, etc.

¹² Jansson, s. 40y

¹³ Rådets direktiv 93/6/EEG av den 15 mars 1993 om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitutioner

¹⁴ Jansson, s. 41y

2.4.1.1 Lagen om börs- och clearingverksamhet

LBC syftar till att skapa en oberoende börs i förhållande till dess ägarkrets. Vidare skall lagen främja en ökad konkurrens på börsområdet och stimulera nyetableringar. I samband med LBC: s tillkomst i början på 1990-talet upphävdes det tidigare gällande monopolet på fondbörsverksamhet.¹⁵ I stället infördes en etableringsfrihet med möjlighet för företag att få auktorisation som börs. I LBC ställs vissa minimikrav både på de utgivna fondpapperen och på dess utgivare. Utgivaren av ett inregistrerat fondpapper är enligt LBC skyldig att fortlöpande informera börsen om dess verksamhet samt lämna uppgifter av betydelse för densamma. Sakinnehållet i inregistreringsbestämmelserna anpassades till minimikravet i EG: s första börsdirektiv.¹⁶

LBC reglerar även förhållandet mellan aktiemarknadsbolag och börsen. Genom ett antal generalklausuler har LBC fått karaktär av ramlagstiftning vilken kompletteras av FI utfärdade detaljregler. Grunden för aktiemarknadsbolagens informationsansvar finnes främst i 5 kap. 3 § och 6 kap. 2 §. Dessa båda generalklausuler är likalydande, dock med skilda adressater. Den förra riktar sig till inregistrerade bolag, medan den senare vänder sig mot noterade bolag, dvs. OTC- och O-bolag. Enligt generalklausulerna skall aktiemarknadsbolagen fortlöpande informera börsen om sin verksamhet, i övrigt lämna börsen de upplysningar som den behöver för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt LBC eller annan författning samt offentliggöra de upplysningar om verksamheten och fondpapperen som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen. FI: s föreskrifter¹⁷ kompletterar generalklausulerna och detaljreglerar närmare informationsskyldigheten för aktiemarknadsbolag. LBC 5 kap. innehåller även andra regler för bolag med fondpapper inregistrerade vid en börs, bland annat gällande förutsättningarna för inregistrering, om avregistrering vid allvarliga åsidosättande av förpliktelser enligt lag eller annan författning, om börsprospekt samt om utgivande av halvårsrapporter.

Vidare tillhandahåller LBC de riktlinjer och generella bestämmelser för målen med en börsverksamhet. Enligt portalparagrafen (2 kap. 1 §) skall en börs driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och inte otillbörligen äventyrar enskildas kapitalinsatser, och att den i övrigt drivs så att verksamheten kan anses sund. Dessa s.k. sundhetsbestämmelser finns på flera ställen i lagstiftningen gällande finansiella företag.

¹⁵ Lagen om Stockholm Fondbörs från 1979 gav Fondbörsen ensamrätt på att bedriva fondbörsverksamhet i Sverige.

¹⁶ prop 1991/92:113 s. 56m

¹⁷ FFFS 1995:43

2.4.1.2 Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse

Värdepappersinstitutens funktion som mellanhand regleras i lagen om värdepappersrörelse. Lagens syfte är att skapa ett förtroende för mellanhänderna på värdepappersmarknaden, fördela riskerna samt att skydda de konsumenterna som agerar på marknaden.

En värdepappersrörelse innebär att ett företag yrkesmässigt tillhandahåller en verksamhet bestående av vissa tjänster på värdepappersmarknaden (1 kap. 2 § p. 1 LVR). Tillstånd meddelas av FI och ges enligt 1 kap. 3 § för följande ändamål:

- handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn,
- förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller i annat fall medverkan vid transaktioner avseende sådana instrument,
- handel med finansiella instrument för egen räkning,
- förvaltning av någons annans finansiella instrument samt garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper m.m. riktade till en öppen krets

Lagen tar främst sikte på kommissionärsverksamhet. Vikten av att kontrollera de mellanhänder som agerar på marknaden illustreras bl.a. av den nu aktuella diskussionen om kommissionärsfirmornas ansvar för rådgivningens sundhet.

2.4.1.3 Insiderregleringen

Lagstiftning om insiderhandel tillkom i Sverige för första gången genom lagen (1971:827) om registrering av vissa aktieinnehav. Lagen innebar i huvudsak en skyldighet för vissa personkategorier att registrera sina aktieinnehav i noterade bolag. Ett direkt förbud mot insiderhandel infördes emellertid först genom lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden. Insiderlagen (1990:1342) trädde i kraft 1991 och tillkom som ett resultat av en omfattande debatt under 1980-talet om behovet av ökad insiderreglering. Insiderlagen kan sägas bestå av tre komponenter.¹⁸ Den första avser bestämmelser om förbud mot insiderhandel. Den andra består av regler om anmälningsskyldighet till insiderregistret för personer med insynsställning. Den tredje delen innefattar ett förbud mot korttidshandel för vissa personer.

Lagen om insiderbrott ersattes den 1 januari 2001 av två lagar. Nämligen av insiderstrafflagen (2000:1086) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Insiderstrafflagen innehåller de straffrättsliga bestämmelserna medan lagen

¹⁸ prop 1999/2000:109, s. 50m

om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument reglerar de administrativa bestämmelserna om anmälningsskyldighet.¹⁹

Den nya insiderstrafflagen bygger på samma principer som den tidigare IL men med den målsättningen att Insiderstrafflagen skall vara mer tydlig och funktionell för att undvika de oklarheter som visat sig med den tidigare lagstiftningen.²⁰ En rättslig definition har införts i 1 § 1 p insiderstrafflagen. Definitionen har antagits för att underlätta utformningen av bl.a. lagens ansvarsbestämmelser.²¹ Denna anger att med insiderinformation avses: *information om en icke offentliggjord eller allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka kursen på ett finansiellt instrument. Handel genom förvärv eller avyttring av finansiella instrument får alltså ske först när information av minst samma kvalitet och kvantitet som utlöste förbudet är offentligt eller allmänt känd.*²²

Vidare utjämnas skillnaderna mellan primära och sekundära insiders ut. Med primära insiders avses personer som har *anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han eller hon får kännedom om omständigheter som har betydelse kursen på finansiella instrument, och som på grund härav fått insiderinformation eller den som får insiderinformation som rör ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och*

- 1. för egen eller någons annans räkning genom handel på värdepappersmarknaden förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör, eller*
- 2. använder informationen till att med råd eller på annat sätt föranleda någon annan till förvärv eller avyttring som avses i 1.*²³

Den sekundära insidern är den som fått insiderinformation från primära insiders eller som på annat sätt fått kännedom om det aktuella förhållandet.²⁴ För sekundära insiders har lagstiftningen skärps så att de numera ej får lämna informationen vidare, något som tilläts i den tidigare IL. En sekundär insider definieras i 3 § såsom *den som i annat fall än som anges i 2 § (se ovan) får insiderinformation som antingen måste ha röjts av någon som avses i 2 § eller på annat sätt kommit ut obehörigen och*

- 1. för egen eller annans räkning genom handel på värdepappersmarknaden förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör, eller*
- 2. använder informationen till att med råd eller dåd eller på annat sådant sätt föranleda någon annan till förvärv eller avyttring som avses i 1.*

¹⁹ ibid s. 37ö

²⁰ ibid s. 40x

²¹ ibid s. 81x

²² ibid s. 81y

²³ 2 § IStrL

²⁴ prop 1999/2000:109, s. 82m

Den nya Insiderstrafflagen innehåller i 7 § även ett förbud mot att röja uppgifter som har betydelse för kursen på finansiella instrument. Förbudet gäller den som har anställning, uppdrag eller annan befattning som normalt innebär att han eller hon får insiderinformation. Detsamma skall gälla den som har fått insiderinformation beträffande ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och som obehörigen röjer sådan information. Ansvar skall inte dock ådömas om röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. Det ställs heller inget krav på att röjandet av informationen faktiskt föranleder någon att förvärva eller avyttra finansiella instrument.²⁵

2.4.1.4 Börsdirektiv

På värdepappersmarknaden domineras EU:s regelbildning av den s.k. sekundära EG-rätten i form av direktiv. Det bakomliggande syftet med i stort sett alla åtgärder som vidtas inom EU är skapandet av en inre marknad. I denna process är ett av huvudmålen att reducera de hinder som kan finnas för tillträde till de olika marknaderna. För att uppnå detta är det viktigt att få till stånd en harmonisering mellan de olika medlemsstaternas marknader. Harmoniseringen av EG:s börsrätt utgörs i huvudsak av tre börsdirektiv, ett direktiv om s.k. upplagning, och ett prospekt och ett insiderdirektiv.²⁶

EG-direktiven är förhållandevis detaljreglerade och innehåller regler av olika karaktär och dignitet. Detta medför svårighet för den nationella lagstiftaren att i lag fånga upp hela EU:s regelmassa, som likväl måste infogas i det svenska rättssystemet. I samband med riksdagens och regeringens reglering av värdepappersmarknaden har emellertid EU-systemet kommit att få en annorlunda utformning. Istället för att anpassa lag etc. till direktivet, har FI genom ett stort antal bemyndiganden givits

²⁵ Ibid, s. 83n

²⁶ *Första börsdirektivet*; Rådets direktiv den 5 mars 1979 om samordning av kraven på upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (med tillägg den 3 mars 1982).

Andra börsdirektivet; Rådets direktiv den 17 mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs (med tillägg den 22 juni 1987 och den 23 april 1990). Detta har ändrats i maj 1994 i syfte att skapa förutsättningar för en gemensam europeisk börslista i för i första hand stor bolag (Eurolist).

Tredje börsdirektivet; Rådets direktiv den 15 februari 1982 om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs.

Uppplaggningsdirektivet; Rådets direktiv den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag.

Prospektdirektivet; Rådets direktiv den 17 april 1989 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten.

Insiderdirektivet; Rådets direktiv den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.

möjlighet att genom föreskrifter implementera EU rätten och fylla ut gällande svensk rätt.²⁷ Således ankommer det på FI att anpassa det nationella regelverket till de av EU utfärdade direktiven. Ett exempel på nyss nämnda regleringsmetod är inspektionens föreskrifter med anledning av LBC.²⁸ Dessa föreskrifter är för att kunna möta direktivets krav mycket detaljrikt utformade.

2.4.2 Självreglering

Självreglering inom aktiemarknadsrätten innebär en privat, utomrättslig reglering vid sidan av den offentliga lagstiftningen och annan myndighetsutövning. Ett kännetecken på självreglering är att marknadens aktörer själva, genom diverse aktiviteter, försöker skapa en följsamhet för ett visst såsom önskvärt ansett beteende. Den svenska självregleringen ålägger marknadens aktörer att själva se till att det skapas ett regelverk som försäkras marknadens funktion och förtroende.²⁹ Den börsrättsliga självregleringen reglerar de områden som inte täcks av lagstiftning, och har en utfyllande och kompletterande funktion till den offentliga regleringen.

Värdepappersmarknadskommittén (VMK) betonade, i sin diskussion angående självregleringen, särskilt den verksamhet som bedrivits av Näringslivets Börskommitté, Aktiemarknadsnämnden, Föreningen Auktoriserade Revisorer och Sveriges Finansanalytikers Förening.³⁰ Det är emellertid onödigt att begränsa begreppet ”självreglering” i allt för stor utsträckning. I denna uppsats används således begreppet självreglering såsom en samlingsbeteckning för den privata regleringen, förekommande parallellt med den offentliga regleringen av värdepappersmarknaden.³¹ Denna självreglering av betydelse för den svenska aktiemarknaden utgörs främst av IRK samt rekommendationer, uttalanden och beskrivning av god sed.

Den svenska självregleringen tar sig olika uttryck. Genom att uttala sig i vissa praktiska fall skapar AmN riktlinjer för den framtida verksamheten. AmN uttalar sig, på förfrågan av part, hur man bör eller borde göra i ett visst konkret fall. Dessa uttalanden är prejudikatbildande och utövar stort inflytande på börsens aktörer. Vidare kan självreglering skapas genom att olika institutioner i utformar rekommendationer, regler och riktlinjer. Ett

²⁷ Jansson, s. 107y

²⁸ Finansinspektionens föreskrifter om inregistrering av fondpapper m.m., beslutade den 11 november 1992 (FFFS 1995:43) och Finansinspektionens föreskrifter om prospekt, beslutade den 10 december 1992 (FFFS 1995:21, ändrad genom FFFS 1997:16).

²⁹ För en vidare diskussion om begreppet självreglering kan sökas i SvJT, 2001, s. 206 – 325, *Lagstiftning eller självreglering – anföranden vid ett rättsymposium den 23 och 24 november 2000 på Häringe slott*

³⁰ SOU 1989:72, del 2, s. 231y.

³¹ Med den offentliga regleringen avses lagstiftning och annan reglering genom myndigheter.

exempel på detta är av Näringslivets Börskommittés utfärdade rekommendationer. Användandet av termen rekommendation är på intet sätt ägnat att förringa betydelsen av den utfärdade regleringen. En rekommendation skall och bör följas.

I detta sammanhang skall särskilt betonas att de rekommendationer som är kopplade till börsens Inregistreringskontrakt och Noteringsavtalet har en något starkare förankring än övrig självreglering. Genom kopplingen till IRK har parten åtagit sig en civilrättslig förpliktelse att följa rekommendationen. Detta medför att ett brott mot rekommendationen utgör ett avtalsbrott som kan medföra påföljder enligt avtalets ordning.

Vidare avgör börsens disciplinkommitté frågor om överträdelser av IRK. Kommittén beslut utmynnar i en praxis rörande anmärknings-, sanktions-, eller disciplinärenden.

2.4.2.1 Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt

Enligt de nu gällande noteringskraven på Stockholm Fondbörs måste de bolag som inregistreras på börsens A-lista bl.a. underteckna ett inregistreringskontrakt (IRK). För notering på börsens OTC- eller O-lista krävs motsvarande undertecknande av ett noteringsavtal (NotA). IRK och NotA är civilrättsligt bindande avtal mellan Stockholms Fondbörs och respektive aktiemarknadsbolag.³² Avtalen ålägger främst aktiemarknadsbolagen ett informationsansvar gentemot börsen och allmänheten men inkluderar även vissa andra åtaganden. IRK består av ett baskontrakt och två bilagor. Baskontraktet innehåller vissa grundläggande regler om allmänna villkor m.m. medan det i bilagorna finns informationsregler och hänvisningar till vissa rekommendationer. Skälet till att man har valt att använda sig av bilagor är att det skall vara enklare att göra ändringar i IRK utan att man behöver omarbeta hela avtalet. Förändringar görs i första hand i bilagorna. IRK spelar en betydande för självregleringen. Genom åren har IRK också utvecklats. Nya bestämmelser har införts, vissa gamla bestämmelser har skärps, nya rekommendationer har infogats och därmed blivit bindande för aktiemarknadsbolagen.

2.4.2.2 Rekommendationer, anvisningar och uttalanden

Det finns således en rad olika organisationer, institutioner och föreningar som uttalar sig om vad som kan anses utgöra god sed på aktiemarknaden. Dessa rekommendationer och uttalanden bör iaktas av, inte bara

³² Norberg, Claes, *Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal*, ur Variationer på ett obligationsrättsligt tema, vänbok till Axel Adlercreutz (Lars Gorton och Birgitta Nyström (red)), Handelsrättsligt skriftserie, Institutionen för handelsrätt, Lund, 1998, s. 195m

aktiemarknadsbolag, utan även av andra som befinner sig på aktiemarknaden.³³ De organ som utfärdar rekommendationer, anvisningar och uttalanden är AmN, NBK, Stockholms Fondbörs samt FI m.fl. Angående redovisning och bokföringsfrågor gäller främst de rekommendationer som utfärdas av Redovisningsrådet, Föreningen Auktoriserade Revisorerna och Sveriges Finansanalytikers Förening.

En rekommendation kan antingen vara bindande eller inte bindande, men ändå betraktas som ett uttryck för god sed på aktiemarknaden. De rekommendationer som är kontraktsrättslig bindande har införlivats i noteringsavtalet. NBK och börsen har även antagit ett antal rekommendationer som inte blivit infogade i noteringsavtalet men som ändå anses böra följas så långt som möjligt.³⁴ Rekommendationer av denna karaktär är bland andra NBK:s rekommendation om ändrad resultaträkning, nyckeltalsberäkning osv.

2.4.2.2.1 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden bildades 1986 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare. AmN skall genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på aktiemarknaden.³⁵ Som ovan nämnts uttalar sig AmN i det enskilda konkreta fallet och skall tolka god sed på börs- och aktiemarknaden mot bakgrund av gällande regler, rekommendationer m.m. Förebilden för AmN är den brittiska Panel on Take-overs and Mergers, anknuten till Londonbörsen. Det finns emellertid en väsentlig skillnad mellan de båda då the Takeover Panel endast uttalar sig om frågor rörande offentliga erbjudanden medan AmN uttalar sig om frågor på hela det aktiemarknadsrättsliga området.³⁶

2.4.2.2.2 Näringslivets Börskommitté

Näringslivets Börskommitté bildades på 1960-talet, också av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare. NBK skall verka för god sed på aktiemarknaden. Detta sker genom utfärdande av rekommendationer som anger vad god etik på aktiemarknaden kräver av de berörda parterna. NBK:s rekommendationer har fått stor genomslagskraft och, som ovan nämnts, har flera av dem ansetts så betydelsefulla att de blivit kontraktsrättslig bindande för aktiemarknadsbolagen i och med att de blivit införlivade i noteringsavtalet.

³³ Se *Börsinformation – en handledning*, Stockholmsbörsen, avsnitt 1.2, 1.3, jfr även NBK/OE I, kommentar, NBK:flagg I

³⁴ Se t.ex. *Börsinformation* avsnitt 2.20.3, 2.12.5

³⁵ AmN:s stadgar § 3

³⁶ Se Munck Johan, *Aktiemarknadsnämnden 10 år*, SvJT 1996 s. 899y

En strukturell skillnad mellan NBK: s rekommendationer och uttalanden av AmN är att NBK syftar till att i förebyggande syfte generellt uttala sig om vad god etik på marknaden kan innebära. AmN däremot uttalar sig oftast i det enskilda fallet om en tillämnad eller redan företagen åtgärd står i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden. Nämnden kan emellertid på eget initiativ uttala sig om en aktuell problematik även om denna saknar anknytning till ett konkret ärende.³⁷

2.4.2.3 God sed på aktiemarknaden

En delvis svårdefinierbar företeelse på den svenska aktiemarknaden är uttrycket ”god sed” på aktiemarknaden.³⁸ Ytterligare ett gångbart begrepp är det av Värdepappersmarknadskommitténs använda ”börsetik”. VMK har givit uttrycket en vid definition som ”det skrivna och oskrivna normsystem som - vid sidan av lagstiftning – påverkar eller bör påverka beteendet hos de olika parterna på värdepappersmarknaden, dvs. investerare, emittenter av värdepapper, mäklare och andra förmedlare av värdepapper, rådgivare m.fl.”³⁹ Således kan enligt denna definition rekommendationer, AmN: s uttalanden, avtal m.m. innefattas i begreppen god sed eller börsetik. Den springande punkten är att det är fråga om reglering av utomrättslig karaktär som kompletterar den redan befintliga lagstiftningen. Strömholm betecknar en dylik *utomrättslig bedömningsmåttstock* som en rättslig standard. Denna måttstock ”representerar en viss yrkesetik eller allmänt moralisk nivå inom en större eller mindre, i regel på det ifrågavarande området specialiserad eller yrkesverksam grupp.”⁴⁰ Begreppet god sed innehåller många tolkningsmöjligheter. Någon vidare analys därav skall inte göras i denna uppsats.

God sed anges även både indirekt och direkt inom börslagstiftningen, bl.a. genom ”generalklausuler”. I t.ex. 4 kap. 2 § 2st. LBC anges att börsen skall se till att handel sker i överensstämmelse med LBC och andra författningar samt med god sed på aktiemarknaden. Ytterligare exempel, såsom 2 kap. 1 § LBC och 1 kap 2 § LHF, föreskriver bland annat en god genomlysning, sund verksamhet och allmänhetens förtroende. Detta stadgande anses innefatta en bedömning av vad som kan anses vara god sed på aktiemarknaden.

³⁷ Ibid, s. 901x

³⁸ Termen ”god sed” används även inom andra områden som en beteckning för hur aktörerna inom området bör agera. Som exempel kan anges god redovisningssed och god advokatsed. Sveriges Advokatsamfund har utgivit ett nära 600 sidor omfattande sammanställning av avgöranden från Advokatsamfundets styrelse respektive disciplinnämnd rörande begreppet god sed för advokater. Se Bentelius, Lars, Agneklev, Kristian, *God Advokatsed*, Advokatförlaget, 1998

³⁹ SOU 1989:72 del II, s. 205n, 232ö

⁴⁰ Strömholm Stig, *Rätt, rättskällor och rättstillämpning*, 4:e uppl, Norstedts Juridik, 1992, Lund, s. 232ö

3 Något om offentliga erbjudanden

3.1 Inledning

En aktie i ett aktiemarknadsbolag kan i princip förvärfvas på tre olika sätt.⁴¹ En köpare kan förhandla direkt med innehavaren av aktien. Han kan istället uppdra åt en kommissionär att för egen räkning inköpa aktien över börsen. En tredje väg är att förvärva aktien genom ett offentligt erbjudande. De tre förvärvssätten skiljer sig åt vid genomförandet. Om en överenskommelse träffas med innehavaren av en aktie i ett aktiemarknadsbolag efter privata förhandlingar är köparens kommissionär eller kontoförande institut skyldig att i efterhand registrera köpet hos börsen och anmäla förvärvet hos bolaget.⁴² Om köpet däremot sker över börs kommer äganderätten automatisk att övergå till köparen som dock inte behöver ge sig till känna såvida dennes totala aktieinnehav inte aktualiserar ett tillkännagivande enligt flaggningsreglerna.⁴³ Vidare kan aktier förvärfvas genom ett med framgång genomfört offentligt erbjudande.

Vid köp av en aktie tillämpas KöpL trots att detta formellt egentligen innebär ett förvärvande av en rättighet. Det gäller emellertid att skilja mellan vad som gäller för tillkomsten av en rättighet som sådan och överlåtelse av rättigheten efter det att den tillskapats.⁴⁴

De ovan angivna alternativen för att förvärva aktier ter sig olika lämpliga beroende på syftet med förvärvet. Genom en privat förhandling kan förvärv ske av en specifik aktiepost som av en eller annan anledning är av intresse för köparen. Vid förvärv över börs kan anonymiteten hos köparen bibehållas (utom i de ovan angivna fallen). Det är då inte viktigt vilken aktiepost eller vilka aktier som förvärfvas. Om en köpare vill förvärva samtliga aktier i ett

⁴¹ Afrell m fl, s. 232m

⁴² se LVR 1 kap. 7 a § Om ett värdepappersinstitut utanför en börs har gjort ett avslut för egen eller någon annans räkning i fondpapper som är inregistrerade vid den börsen, skall institutet omedelbart anmäla avslutet till börsen. Den observante läsaren kanske ställer frågan om vad som händer om ett värdepappersinstitut inte alls är inblandat i transaktionen. Den moderna dematerialiserade aktiehandel innebär att äganderätten till en aktie inte övergår förrän förvärvet blivit registrerad på ett särskilt avstämningskonto hos Värdepapperscentralen (VPC). Avgörande för alla rättsverkningar är således registreringen på kontot. Se 6 kap. Lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument (KFI)

⁴³ Se 4 kap. LHF samt NBK, *Offentliggörande vid förvärv och överlåtelserna av aktier m.m.*. Se även Roland Jensen, *Offentliggörande av innehav av värdepapper eller flaggning*, Balans 4/96 s. 39

⁴⁴ Ramberg, Jan, Herre, Johnny (medv.), *Köplagen*, Fritzes Förlag, Stockholm, 1995, s. 137ö

aktiemarknadsbolag är emellertid ett offentligt erbjudande ett lämpligare instrument. Köparen kan med hjälp av ett bud riktad till alla (totalt förvärv) eller vissa (partiellt förvärv) aktieägare försöka förvärva aktierna. Ett offentligt erbjudande innebär således att en köpare erbjuder en innehavare av aktier att på generellt angivna villkor sälja sina aktier till budgivaren.⁴⁵

3.2 Det offentliga erbjudandet som anbud

Med termen ”offentligt” som ingår i begreppet offentliga erbjudanden menas att erbjudandet är riktad till allmänheten.⁴⁶ I den svenska avtalsrätten är huvudprincipen att ett erbjudande riktad till allmänheten inte är att se som ett anbud, utan får betraktas som en inbjudan att avge anbud. Detta skulle även kunna gälla ett offentligt erbjudande. Ett offentlig erbjudande ett anbud ställt till ett stort antal personer men anbudet är riktad till en speciell krets – aktieägarna i målbolaget. Erbjudandet är riktad till bestämda adressater, låt vara att aktieägarkollektivet kan ändra sammansättning. Termen allmänheten torde här ha en annan innebörd än den som ovan används för avgörandet av huruvida ett till allmänheten riktad erbjudande har egenskap av anbud. På detta tyder formuleringen i inledningen till Näringslivets Börskommitté rekommendation om offentliga erbjudanden (NBK/OE) där det talas om ett skydd för ”den aktieägande allmänheten”. Vidare skall allmänheten enligt rekommendationen skyddas vid uppköpserbjudanden genom högt ställda krav på informationsgivning.

3.3 NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (1999)

3.3.1 Inledning

I kölvattnet efter ett antal uppmärksammade uppköpsstrider på den brittiska marknaden under 1960-talet införde Storbritannien som första land i världen en reglering av offentliga uppköpserbjudanden. Det självreglerande organet, The Panel on Take-overs and Mergers⁴⁷, utarbetade The City Code on Takeovers and Mergers. Denna Take-over Code kom senare att stå modell

⁴⁵ Se Näringslivets Börskommitté *Rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (1999)* I p.1

⁴⁶ Hjerner, Festskrift till Welamsson s. 297ff

⁴⁷ I 1999 års rekommendation ges Aktiemarknadsnämnden en uttrycklig rätt att ge auktoritativa och slutliga besked och tolkningar av rekommendationen, något tidigare saknats. Nämnden tillerkänns således en liknande roll som the Panel on Takeovers and Mergers i London. Se NBK/OE I:2

för bland annat den svenska regleringen på området. Som ett av de första länder att följa den brittiska utvecklingen utfärdade NBK år 1971 den rekommendation som alltjämt utgör det huvudsakliga regleringen dom offentliga erbjudanden. Rekommendationen reviderades 1988 och 1999.⁴⁸

3.3.2 Rekommendationens tillämpningsområde

Den nu gällande rekommendationen skall tillämpas när en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk, person, offentligt erbjuder aktieägare i ett svensk bolag med aktier noterade (se avsnitt 2.3.1) vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till budgivaren.⁴⁹ Den reviderade rekommendationen av år 1999 begränsar omfattningen av målbolagskretsen i förhållande till tidigare upplagor. Från att tidigare ha omfattat aktiebolag med ett spritt ägande⁵⁰ skall rekommendationen nu tillämpas endast på erbjudanden i bolag med aktier noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats.⁵¹ Enligt ordalydelsen begränsas inte rekommendationen till bolag vilkas aktier är noterade vid *svensk* börs eller auktoriserad marknadsplats. Frågan om rekommendationen skall vara tillämplig på aktier utgivna av ett svensk bolag men noterade vid en utländsk börs eller auktoriserad marknadsplats är en fråga som ytterst avgörs av AmN. Det framgår emellertid klart att depåbevis⁵² utgivna av utländska bolag, inregistrerade på Stockholms Fondbörs inte omfattas av rekommendationen.⁵³

3.3.3 Likabehandlingsprincipen

Det främsta skälet till förefintligheten av principer och rekommendationer som reglerar offentliga erbjudanden är principen om likabehandling av aktieägare. NBK/OE är uttryckligen baserad på tanken att alla aktier i målbolaget skall behandlas lika i en budsituation. Som skäl anges att förtroendet för marknaden kräver en sådan likabehandling.⁵⁴ Det anses således väsentligt för en väl fungerande aktiemarknad att ingen aktieägare

⁴⁸ Näringslivets Börskommittés rekommendation om offentliga erbjudanden om aktieförvärv (1999)

⁴⁹ NBK/OE I:1, Enligt 2 st. omfattas även konvertibler, teckningsoptioner, vinstandelsbevis, emissionrätter och motsvarande finansiella instrument som utgivits av målbolaget. Jfr även Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 1998:7.

⁵⁰ Ett spritt ägande innebär att aktierna är fördelade på ca 200 ägare.

⁵¹ NBK/OE I:1, jfr även AMN 1994:2 och 1998:9

⁵² Ett depåbevis representerar den rätt som ägaren av depåbevisen har gentemot den bank (depåbanken) som för hans räkning förvarar aktier i ett utländskt bolag. Handel med utländska finansiella instrument sker ofta genom depåbevis.

⁵³ NBK/OE I:1 kommentar s. 15y

⁵⁴ NBK/OE s. 10y

eller aktieägargrupp behandlas mer fördelaktigt och gynnas på ett otillbörligt sätt i förhållande till övriga aktieägare.⁵⁵

Ytterligare en anledning till att man vill skydda aktieägarna just i en situation vid ett offentligt erbjudande anges vara behovet av skydd för den aktieägande allmänheten.⁵⁶ Vid offentliga erbjudanden finns ingen direkt kontakt mellan köpare och den potentiella säljaren. Det finns således heller inga möjligheter att förhandla. Erbjudandet kan endast accepteras eller förkastas. Den aktuella regeln i NBK/OE gällande likabehandling av aktieägare återfinns i II: 5. Denna lyder:

”Alla innehavare av aktier med identiska villkor skall erbjudas ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare, kan dock vederlag i annan form, men med samma värde erbjudas dem”

Regeln innebär således att en köpare inte vid offentliga erbjudanden får prisdiskriminera någon aktieägare eller aktieägargrupp. Vid ett offentligt erbjudande får alltså inte en del av aktieägarkretsen erbjudas förmånligare villkor än de övriga. Det finns emellertid en rad undantag, baserade på sakliga skäl, som kan medges. I II: 6 anges att en budgivare bland annat kan lämna olika erbjudanden till aktieägare vars värdepapper är av olika slag. Till exempel är det godtagbart att lämna olika bud till A- och B-aktieägare.⁵⁷ Dock skall varje innehavarkategori ges en rättvis och rimlig behandling. Skillnader i behandling av olika aktieägare för emellertid aldrig framstå som oskälig.

För att upprätthålla skäligheten och jämlikheten ställs krav på att de eventuella skillnader som kan föreligga tydligt måste anges i det prospekt som måste utformas inför det offentliga erbjudandet. Vidare skall det i prospektet anges vari skillnaderna består och skälen för olikheterna motiveras. Flertalet av de svenska börsbolagen har utestående konvertibler och optioner m.m. Då värdet på dessa värdepapper ibland skiljer sig från det underliggande värdepapperet, dvs. aktien, kan en skillnad i pris tillåtas. Dock måste alltid det procentuella påslaget, premien, som huvudregel vara detsamma.

⁵⁵ Rodhe, Knut, Skog, Rolf (bearbetning), *Aktiebolagsrätt*, 19 uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2000, s. 244 - 246

⁵⁶ *Ibid*, s. 10m

⁵⁷ I Sverige är det möjligt att kontrollera ett aktiebolag med ett litet antal röststarka A-aktier. Detta motiverar att vissa prisskillnader ofrånkomligen måste tillåtas.

3.3.4 Offentliggörande av det offentliga anbudet

Då ett beslut om att lämna ett offentligt erbjudande fattats av budgivaren skall denne omedelbart offentliggöra ett pressmeddelande innehållande följande information:⁵⁸

- de huvudsakliga villkoren för erbjudandet,
- i vilken utsträckning budgivaren redan äger eller på annat sätt kontrollerar aktier i målbolaget,
- i vilken utsträckning köparen försäkrat sig om accept av erbjudandet från aktieägare i målbolaget,
- motivet till erbjudandet i korthet och, så långt det är möjligt, förvärvets effekter, på det köpande bolagets resultat och ställning,
- en tidsplan för erbjudandets genomförande

Som ett nästa steg vid ett offentlig erbjudande skall prospekt upprättas av köparen.⁵⁹ Prospektet skall upprättas efter samråd med målbolagets styrelse. Kan sådan samverkan inte erhållas skall upplysning därom och hur information om bolaget inhämtats lämnas i prospektet. Syftet med prospektet är att aktieägarna i målbolaget skall få de upplysningar som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet. I de fall målbolagets aktieägare som vederlag erbjuds aktier i det köpande bolaget, skall de konsekvenser av ekonomisk karaktär och andra effekter som drabbar det köpande bolaget anges. En dylik beskrivning är viktig för köparens bedömning av värdet av de aktier som erbjuds som vederlag.⁶⁰

Till komplettering av prospektet kan köparen även upprätta en informationsbroschyr. Denna tillställs målbolagets ägare och skall ange, förutom hur det fullständiga prospektet kan erhållas, även grundläggande information om erbjudandet.⁶¹ Rekommendationen ger ingen längsta tidsram för när ett prospekt skall läggas fram eller när erbjudandet avslutas.

Som ovan nämnts skall ett pressmeddelande skickas ut omedelbart efter det att beslutet om ett offentligt erbjudande fattats. Fråga uppkommer då vid vilken tidpunkt en budgivare skall anses vara bunden av budet, dvs. inte kan återträda utan rättsverkningar. Rekommendationen, som tidigare inte upptagit någon regel om detta, anger numera uttryckligen att budet kan avbrytas sedan pressmeddelande sänts ut endast i de fall målbolaget vidtar vissa försvarsåtgärder (se nedan) eller då någon annan lämnat ett erbjudande som är mer förmånligt för aktieägarna. Vidare kan budgivaren underlåta att skicka ut prospekt eller informationsbroschyr om ett i pressmeddelandet angivet villkor för budet uppenbarligen inte uppfyllts eller kan komma att uppfyllas.⁶² Möjligheten att avbryta förfarandet torde dock endast vara en

⁵⁸ NBK/OE II:2

⁵⁹ NBK/OE V:1

⁶⁰ NBK/OE V:2

⁶¹ NBK/OE II:1 samt V. Informationsbroschyren kan även distribueras elektroniskt

⁶² NBK/OE II:1

möjlighet såframt prospekt inte offentliggjorts. När prospektet presenterats kan budgivaren normalt inte återta budet.⁶³

3.3.5 Accept

För att aktieägarna i målbolaget skall ges en rimlig respit att utvärdera erbjudandet skall acceptfristen omfatta minst tre veckor. Acceptfristen börjar tidigast löpa från och med den tidpunkt då prospektet offentliggjorts.⁶⁴ På grund av att acceptfristen är högst varierande från fall till fall har det inte ansetts lämpligt att reglera acceptfristens maximitid i rekommendationen, dock att vikten av ett snabbt förfarande och slutförande understryks.⁶⁵ AmN har ansett att köparen skall lämna bindande besked till aktieägarna i målbolaget. Den senaste tidpunkten torde i normalfallet vara några dagar efter anmälningstidens utgång.⁶⁶ Det är inte ovanligt att acceptfristen förlängs, något som endast är tillåtet budgivaren förbehållit sig en sådan rätt i erbjudandet. Förlängningen bör vara påkallad av praktiska skäl.⁶⁷ En förutsättning är dock att utgivandet av likvid till den som redan accepterat erbjudandet inte fördröjs till följd av förlängningen.⁶⁸

3.3.6 Återkallelse av accept

Enligt svensk avtalsrätt är en anbudsgivare bunden av sitt erbjudande under anbudstiden.⁶⁹ Vidare binder en accept på motsvarande sätt den som accepterat budet. Ett offentligt erbjudande kan emellertid villkoras så att budet inte kommer att fullföljas med mindre att vissa villkor blivit uppfyllda. Dessa villkor disponeras av anbudsgivaren. I de fall då anbudsgivaren lämnar ett ovillkorligt bud, dvs. utan någon möjlighet att återkalla budet under acceptfristen, föreligger på motsvarande vis inget utrymme för återkallelse av accept för anbudstagaren. Rekommendationen tillerkänner dock anbudstagaren en rätt att, i de fall budet är villkorat, återkalla sin accept. Denna rätt gäller till dess budgivaren offentliggör att det uppställda villkoret uppfylls eller, då ett offentliggörande inte sker, till sista anmälningstidpunkten för erbjudandet.⁷⁰ Ett exempel på villkor, som även nämns i rekommendationen, är att som budgivaren kan förbehålla sig rätten över, är att villkora budet av förutsättningen att denne når mer än 90% av

⁶³ Skog, Rolf, *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Nordisk tidsskrift för selskabsrätt, juli 1999:2, s. 67m

⁶⁴ Bestämmelser härom anges i Finansinspektionens föreskrifter om prospekt, FFFS 1995:21 (19 kap), NBK/OE II:3

⁶⁵ NBK/OE II:3

⁶⁶ AmN 1988:1

⁶⁷ AmN 1988:1

⁶⁸ NBK/OE II:3

⁶⁹ 1 kap. 1§ lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens områden (avtalslagen).

⁷⁰ NBK/OE II:4

rösterna och aktierna i målbolaget.⁷¹ budgivaren brukar dock förbehålla sig rätten att fullfölja budet även om villkoret inte uppfyllts.

3.3.7 Villkor för erbjudandet

Likabehandlingsprincipen, som ovan nämnts, är en av grundpelarna såväl vid offentliga erbjudanden som inom aktiebolagsrätten generellt.⁷² Under inflytande av den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen ställs det vid offentliga bud krav som sträcker sig avsevärt längre än ambitionen att begränsa det enskilda aktiebolaget. I detta sammanhang bör påpekas att ABL inte reglerar förvärvsprocessen vid en övergång av äganderätten till aktier. En eventuell budgivare hindras ju inte av ABL att differentiera mellan olika aktieägare.⁷³ I samband med offentliga erbjudanden anses kravet på likabehandling vara särskilt beaktansvärt. För att säkerställa att minoritetsaktieägarna skall få ta del av den premie som kontrollaktieägare kan förhandla sig till, föreskriver rekommendationen att alla innehavare av aktier med identiska villkor skall erbjudas ett identiskt vederlag per aktie. I de fall det föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare kan dock vederlag i annan form, men med samma värde, erbjudas dem.⁷⁴ Ett särskilt skäl kan vara att en aktieägare av legala eller andra liknande skäl inte kan motta det vederlag som köparen valt att erbjuda aktieägarna i målbolaget. Ett annat exempel är att det kan vara motiverat, med hänsyn till det stora antalet aktieägare, att erbjuda kontant ersättning för mindre aktieposter, trots att vederlag i annan form utgår i övriga fall.

Spegelbilden till likabehandlingsprincipen är naturligen att innehavare av aktier med icke identiska villkor kan ges ett erbjudande som skiljer sig åt ifråga om vederlaget. Ett aktuellt exempel är den i Sverige vanliga ordningen med A- och B-aktier. Röstvärdet för de olika aktieslagen kan i vissa fall skilja sig åt väsentligt. Det är oftast motiverat, för att en kontrollägare skall acceptera budet, att budpremien är högre för A-aktier än

⁷¹ Enligt 14 kap. 31§ ABL har ett moderbolag som självt eller tillsammans med dotterföretag äger mer än nio tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett dotterbolag en rätt att från de övriga aktieägarna i dotterbolaget lösa in de återstående aktierna genom tvångsinlösen. Vidare föreskrivs att den vars aktier kan lösas in har rätt att få sina aktier inlösta av moderbolaget. Rätten för ett moderbolag att påkalla tvångsinlösen har införts för att i första hand underlätta fusion av moderbolag att dotterbolag. Rätten för minoritetsägaren att på motsvarande sätt påkalla tvångsinlösen motiveras med den stora svårighet att samla den andel av dotterbolagets aktiers som i allmänhet erfordras för utövande av minoritetsrättigheter enligt ABL. Se SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital, s. 255y, jfr även Jennergren, Peter, *Marknadpriser och teoretiska värden i tvångsinlösenärenden före och efter Balkenmålet*, Juridisk Tidskrift, 1996/997, s. 59-91

⁷² Se 3 kap. 1§ 1 st. ABL, samt de aktiebolagsrättsliga generalklausulerna i 8 kap. 34§ och 9 kap. 37§ ABL. Se även Nial, Håkan, Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt*, 5 uppl., 1991, Norstedts Juridikförlag, s. 76y

⁷³ Se Bergström, Claes, Högfeldt, Peter och Samuelsson, Per, *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, Tidskrift for Rettsvitenskap, 1994, s. 117-165

⁷⁴ NBK/OE II:5

för B-aktier. Om det emellertid inte föreligger någon anledning att differentiera erbjudandet skall budpremien vara lika stor för alla aktieslag.⁷⁵ Skillnader i behandlingen av de olika aktieägarkategorierna skall vara rättvis och rimlig och får aldrig vare oskälig. För att aktieägarna skall kunna bilda sig en uppfattning om de olika skillnaderna i erbjudandet skall det i prospekt klart och tydligt anges på vilket sätt de skillnaderna är utformade.

När det gäller underliggande värdepapper, som väsentligen påverkas av prisbildningen på de värdepapper som erbjudandet avser, måste budet även avse dessa andra värdepapper. I praktiken innebär denna regel att ett erbjudande om förvärv av aktier i målbolaget måste omfatta även t.ex. värdepapper som kan konverteras till en rätt till nyteckning av aktier. Noteringen av aktierna kan ju komma att upphöra genom erbjudandet. I de fall ett erbjudande omfattar både aktier och köpoptioner gällande aktierna får värdet på en option plus en aktie inte överstiga vederlaget för en aktie till vilken det inte är kopplat någon köpoption. Bakgrunden till regeln är att det rimligen måste åläggas aktieägaren att befria aktierna från hinder för en acceptans av erbjudandet. En utfärdad option är ett sådant hinder som innebär att aktieägaren måste göra sig av med optionsförbindelsen för att kunna acceptera erbjudandet, utan att begå kontraktsbrott. Om en budgivare eliminerar detta hinder genom att rikta erbjudandet även till köpoptionsinnehavarna skall kostnaden för detta bäras av aktieägaren. Detta sker genom att optionsinnehavaren erbjuds ett i motsvarande mån lägre pris för sina aktier.

3.3.8 Förvärv före och efter erbjudandet

Som en konsekvens av likabudsregeln återfinns i NBK/OE regler om förvärv före och efter tidpunkten då budet lämnats.⁷⁶ Om köparen inom sex månader före erbjudandet offentliggjorts på annat sätt än genom ett offentligt erbjudande förvärvat aktier i målbolaget får villkoren i erbjudandet inte vara mindre förmånliga än de som gällde för de tidigare inköpen. Dock är det tillåtet att beakta en mycket väsentlig⁷⁷ och inte tillfällig kursnedgång. Vidare skall erbjudandet, om en köpare förvärvar aktier till ett pris som är mer fördelaktig för överlåtaren än priset i det offentliga erbjudandet, korrigeras i motsvarande omfattning.⁷⁸ Enligt II: 9 försätts köparen i "karantän" såtillvida att denne under en niomånadersperiod inte kan förvärva aktier till ett mer förmånligt pris för överlåtaren än det i budet angivna, utan att kompensera övriga säljare. Denna "karantän" börjar löpa från och med att redovisning av vederlaget enligt erbjudandet har påbörjats.

⁷⁵ NBK/OE II:5

⁷⁶ NBK/OE II:7

⁷⁷ Enligt NBK är en nedgång på 20% av en för målbolagets aktier noterad kurs i allmänhet bör vara att betrakta som väsentlig. Se NBK/OE s. 28y

⁷⁸ NBK/OE II:8

3.3.9 Partiella erbjudanden

Som ovan nämnts kan ett offentligt erbjudande omfatta samtliga aktier (totalt bud) eller endast en begränsad del av aktierna (partiellt bud). Rättigheten att genomföra ett partiellt bud begränsades i samband med den av år 1999 reviderade upplagan av NBK/OE. Anledningen var att partiella bud skulle kunna användas för att kringgå de nyinförda reglerna om budplikt.⁷⁹ Ett erbjudande som inte omfattar målbolagets samtliga aktier är tillåtet endast om köparen till följd av det partiella erbjudandet, ensam eller tillsammans med närstående, inte kan bli ägare till aktier representerande 40% eller mer av rösterna i målbolaget, eller om köparen vid tidpunkten för offentliggörandet av det offentliga budet redan är innehavare av aktier representerande 40% eller mer av rösterna i målbolaget och budplikt inte föreligger.⁸⁰

3.3.10 Uttalande av styrelsen i målbolaget samt försvarsåtgärder

Enligt tidigare rekommendationer förelåg det ingen skyldighet för styrelsen i målbolaget att uttala sig om det offentliga erbjudandet. I praktiken har dock detta regelmässigt skett. I linje med tidigare praxis skall styrelsen enligt rekommendationen inom skälig tid före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet. Styrelsens uppfattning skall samtidigt med offentliggörandet motiveras och en redogörelse för styrelsen beslut att tillstyrka eller avstyrka budet skall bifogas. I de fall styrelsen inte kan ge ett besked om sin inställning till budet skall anledningen till detta anges.⁸¹ Styrelsen i målbolagets uppfattning om det offentliga budet är ofta av stort intresse för aktieägarna i deras beslutsprocess. Det är ju oftast så att styrelsen besitter ovärderlig information och insikt i bolagets förhållanden.

I samband med ett offentligt erbjudande som riktar sig mot målbolaget är det inte ovanligt att styrelsen vidtar åtgärder i syfte att motarbeta erbjudandet. Erfarenheten visar att det efter ett framgångsrikt erbjudande inte sällan sker förändringar av personkretsen i styrelsen. I vissa fall har till och med styrelsens oförmåga att verka för företagets bästa, eller varje fall annorlunda syn på verksamhetens bedrivande, framkallat ett offentligt bud.⁸² Denna risk

⁷⁹ Budplikt aktualiseras när någon genom köp, teckning, konvertering eller annat förvärv av aktier i bolaget uppnår en andel som uppgår eller överstiger 40% av det totala röstetalet i bolaget. Syftet med reglerna om budplikt är att de övriga aktieägarna skall ges en möjlighet att lämna bolaget i samband med ett kontrollägarskifte. Ett undantag i budplikten har emellertid gjorts i de fall då köparen uppnått 40% eller mer till följd av ett frivilligt offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier i bolaget. Övriga ägare har ju då haft möjlighet att lämna bolaget.

⁸⁰ NBK/OE II:10

⁸¹ NBK/OE II:12

⁸² Ett exempel på ett kontrollskifte är Skanska utmanövrering av Kinnevik på 1980-talet. Skanska, som var näst största aktieägare ifrågasatte Kinneviks ledningsförmåga. Genom

kan ge upphov till att uppköperbudanden som av styrelsen betraktas som "fientliga" motarbetas. Konsekvensen av att erbjudanden tidigare har motarbetats av styrelsen i målbolaget är de införda restriktionerna gällande målbolagsledningens agerande.

I enlighet med det sagda anger 1999 års rekommendation att då styrelsen har grundad anledning att tro att ett offentligt erbjudande är nära förestående, får målbolaget inte utan stöd av bolagsstämman besluta vidta någon åtgärd i fråga om bolaget, som är ägnad att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande. Kravet på bolagsstämmanbeslut kan emellertid efterges, om hänsynen till bolaget och dess ägare uppenbarligen kräver, att åtgärd vidtas med största skyndsamhet.⁸³ Det lämnade eller kommande erbjudandet måste kunna betraktas som seriöst, en eventuell köpare måste till exempel ha realistiska möjligheter att klara finansieringen av budet. Uttrycket grundad anledning speglar denna princip. Det skall inte kunna vara möjligt för vilken som helst, mer eller mindre seriös budgivare, att genom att informera målbolagets styrelse eller företagsledning därigenom sätta regelverket i kraft och begränsa målbolagets handlingsfrihet. Med bolagets ledning avses i detta sammanhang styrelsens ordförande, koncernchef eller företags VD. Om bolagsstämman beslutar om vissa motåtgärder skall detta beslut fattas efter det att budet presenterats. Det är således inte tillåtet att med stöd av tidigare bemyndiganden från bolagsstämman besluta om försvarsåtgärder. Det är inte heller tillåtet att styrelsen beslutar i saken under förutsättning av bolagsstämman senare godkännande. I rekommendationen påpekas särskilt att ett av bolagsstämman tidigare lämnade bemyndigande för styrelsen att besluta om emission, som inte har samband med erbjudandet, inte får utnyttjas annat än i de nämnda undantagsfallen.

I Sverige är motåtgärder av mindre intresse då den rådande ägarstrukturen i svenska företag, oftast med en eller ett fåtal kontrollägare, är sådan att ett fientligt bud⁸⁴ i praktiken svårligen kan genomföras.⁸⁵ Rekommendation nämner inte närmare vad som kan betraktas om försvarsåtgärder och vad som kan utgöra ett acceptabelt försvar, om bolagsstämman beslutar om att motåtgärder skall inledas. Detta beror delvis på att variationsrikedomen och kreativiteten gällande försvarsåtgärder är mycket stor. Huvudsakligen kan dock försvarsåtgärder delas in i förebyggande åtgärder och åtgärder som vidtas under pågående bud. Exempel på förebyggande åtgärder är konsortieavtal mellan olika aktieägare, fullmaktsinsamling av företagsledningen i syfte att öka kontrollen över bolagsstämman, korsvist eller ömsesidigt ägande mellan två eller flera bolag, emission, regler om erbjudandeplikt i bolagsordningen etc. Efter beslut av bolagsstämman kan

snabba uppköp över börsen samt förhandlade blockförvärv förmåddes slutligen Stenbeck att sälja ut sin kontrollpost och lämna bolaget. Övertagandet skedde förvisso inte genom ett offentligt erbjudande men belyser problematiken.

⁸³ NBK/OE II:13

⁸⁴ Ett bud betraktas som fientligt då det motarbetas av vissa aktieägare och/eller företagsledningen i målbolaget.

⁸⁵ Afrell m fl, s. 248m

försvarsåtgärder även vidtas under pågående erbjudande. Dessa motåtgärder är bland annat köp av aktier i målbolaget av dess styrelse eller annan styrelseloyal ägargrupp, offentliggörande av positiv information angående målbolaget i syfte att uppnå en kurshöjning i bolagets aktier, försäljning av viktiga tillgångar, löfte om höjd utdelning vilket kan leda till en kurshöjning etc.⁸⁶

4 Lojalitetsprincipen vid offentliga erbjudanden

4.1 Inledning

I sitt uttalande 2000:20 (Perstorp-fallet) hade AmN bl.a. att ta ställning till om ett särskilt villkor i ett offentligt erbjudande var överensstämmande med god sed på aktiemarknaden. I detta sammanhang konstaterade AmN att en budgivare, enligt allmänna rättsprinciper, är bunden av en lojalitetsplikt i förhållande till aktieägarna i målbolaget. Nedan följer en redogörelse för Perstorp-fallet. Särskilt kommer de rättsfrågor som anknyter till lojalitetsprincipen att belysas. Genomgången av AmN:s prövning kommer inte att behandla de övriga frågeställningar AmN besvarade eller kommenterade. Vidare kommer redogörelsen utelämnas för uppsatsen irrelevanta omständigheter.

4.1.1 Perstorp-fallet

Den 10 april 2000 tillkännagav Pertorp Intressenter AB (PI), ett bolag kontrollerat av Industri Kapital AB, ett offentligt erbjudande avseende förvärv av samtliga aktier och konvertibla skuldebrev utgivna av Perstorp AB. Budet var förenat med villkor innebärande att erbjudandet accepterades i sådan utsträckning att Pertorp Intressenter

- uppnådde ett ägande av aktierna bestående av 90% av aktierna eller mer,
- erforderliga myndighetstillstånd kunde erhållas,
- sedvanliga villkor för utbetalning av den del av förvärvsfinansieringen som avses ske genom lån uppfylldes
- att förvärvet inte avsevärt försvårades till följd av lagstiftning, domstolsavgöranden, myndighetstillstånd etc.

⁸⁶ För en mer utförlig genomgång se Afrell m fl, s. 248-254

Den ursprungliga anmälningstiden för erbjudandet angavs till den 4-24 maj 2000. På grund av ett av EG-kommissionen fattat beslut om fördjupad konkurrensprövning förlängdes emellertid anmälningstiden tre gånger. Sista anmälningstiden kom slutligen att bestämmas till den 29 september 2000.

Det villkor som för denna uppsats är intressant att studera är förbehållet om att sedvanliga villkor för utbetalning för förvärvsfinansieringen genom lån uppfylldes. Perstorp Intressenter ämnade finansiera budet dels genom eget kapital samt genom lån. Som kreditgivare angavs Salomon Brothers International Limited och Svenska Handelsbanken. Under rubriken ”Finansiering” angavs följande:

”Förvärvet av samtliga aktier och konvertibla skuldförbindelser i Perstorp kommer att finansieras med eget kapital samt lån. Industri Kapital har erhållit bindande kreditlöften från Salomon Brothers International Limited och Svenska Handelsbanken avseende erforderlig lånefinansiering. Kreditgivarna har villkorat angivna kreditlöften på för dem sedvanliga villkor. Ett sådant villkor är att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkas negativt innan Erbjudandet fullföljs”.

Således var finansieringsöverenskommelsen mellan PI och kreditgivarna villkorad av kreditgivarnas bedömning av verksamheten i Perstorp koncernen.

Den 28 september 2000 lämnade Perstorp Intressenter och Perstorp ett gemensamt pressmeddelande innehållande bland annat att erbjudandet inte skulle fullföljas då samtliga villkor inte uppfyllts. Skälet för återtagande av budet uppgavs vara en svag resultatutveckling inom ett dotterbolag i Perstorpkoncernen. Vidare angavs att Perstorp tillsammans med Industri Kapital skulle söka konstruktiva lösningar avseende ett eventuellt nytt erbjudande med beaktande av de nya framtidsutsikterna.

Efter en framställning av Nordbanken Kapitalförvaltning AB, SEB Fondförvaltning AB och Fjärde AP-fonderna anmodades AmN att, bland annat, ta ställning till om det återtagna erbjudandet var förenligt med god sed på aktiemarknaden.

AmN konstaterade att ett villkor med anknytning till målbolagets utveckling inte kan anses strida marknadspraxis. Däremot riktade nämnden kritik mot Perstorp Intressenter då bolaget inte ”tillgodosett den lojalitetsplikt som från synpunkten av god sed på aktiemarknaden måste gälla för en budgivare i uppkomna situation”. Anledningen därtill var att Perstorp Intressenter inte försökt förhindra att kreditlöftena återtogs eller vidtagit någon annan åtgärd för att rädda erbjudandet.

Lojalitetsprincipen härleds till de allmänna rättsprinciperna i kontraktuella och pre-kontraktuella förhållanden. AmN påpekar att denna anses omfatta att budgivaren aktivt undersöker möjligheten att själv bidra till att ett ställt villkor kan uppfyllas. Särskilt viktigt är ett dylikt aktivt handlande från budgivarens sida anses vara då ett avbrytande av budet skulle vara till, eller av allmänheten uppfattas vara till, budgivarens fördel.

I det följande görs en genomgång av lojalitetsprincipen och de effekter den kan ha för en budgivare på aktiemarknaden. Vidare skall ett försök göras till att analysera lojalitetsprincipens omfattning för målbolagets ledning vid ett offentligt erbjudande.

4.2 Det pre-kontraktuella ansvaret och lojalitetsprincipen

4.2.1 Det pre-kontraktuella ansvaret

Relationen mellan två avtalsparter präglas av dels de åtaganden som uttrycks i avtalet mellan parterna, men även av en allmän skyldighet att i viss utsträckning handla lojalt gentemot motparten. Lojalitetsplikten fungerar som en ”motvikt till en stark partsegoism som lätt dominerar i konkurrenssituationer. Lojalitet präglas av hänsyn och förtroende.”⁸⁷ Lojalitetsprincipen inom kontraktsrätten är ett uttryck för att parterna i en avtalsituation inte skall betraktas som motståndare, vilka var och en på sin sida försöker tillgodose särskilda intressen, utan som medarbetare som verkar för att nå ett gemensamt uppställt mål, till fördel för dem båda.⁸⁸ Detta innebär således att parterna i en avtalsituation måste ta hänsyn till, inte bara sina egna intressen, utan även motpartens i de fall ett visst handlande, eller i vissa fall passivitet, kan riskera att stå i konflikt med motpartens intresse. Lojalitetsplikten omfattar således alla stadier i ett kontraktsförhållande, dvs. även före och efter avtalet tillkomst.

Eftersom det i den svenska rättskulturen saknas en övergripande civilrättslig reglering har rättstillämpning och rättsvetenskap i stor utsträckning sökt vägledning i Avtalslagen (AvtL). Genom analogitillämpning kan man således avgöra allmänna kontraktsrättsliga frågor som inte regleras i uttryckligt i annan lag.

Det pre-kontraktuella ansvaret kan beskrivas som en lojalitetsplikt som åvilar parterna under ett kontraheringsförsök.⁸⁹ Principen ålägger således

⁸⁷ Taxell, *Avtalsbundenhet och avtalsbrott*, JFT 1994 s. 311

⁸⁸ prop 1998/89:76 s. 23y

⁸⁹ Simonsen Lasse, *Prekontraktuellt ansvar*, Universitetsförlaget, Oslo, 1997, s. 151m

kontraheringsparterna att ta hänsyn till motparten intresse *innan* ett avtal kommit till stånd. Omfattningen av lojalitetskravet skall bedömas med utgångspunkt i vad motparten med rimlighet kan förvänta sig.⁹⁰ Således skall vid en bedömning av lojalitetsplikten det grundläggande elementet vara motpartens förväntningar, vilket innebär att lojalitet och tillit är nära sammankopplade. De förväntningar som ligger till grund för värderingen får emellertid inte vara oberättigade. Då ingen förhandlingssituation är den andra lik, måste bedömningen göras från fall till fall.⁹¹

4.2.2 Kravet på lojal medverkan

En förhandlingssituation inför ett avtalsslut består normalt av en interaktion mellan två parter. För att förhandlingarna skall nå framgång krävs ett aktivt handlande av båda parter. Den ena sidans passivitet kan riskera möjligheterna att komma till avslut. Vidare präglas förhandlingarna av två motstridande ändamål. Dels söker en avtalspart att förhandla fram ett för honom så förmånligt avtal som möjligt, dels är parterna tvingade att iakttä kraven på ömsesidig lojalitet. Plikten att lojalt medverka bygger på den normalförväntning en avtalspart har i förhållandet till kontraheringsförsöket. Ett allvarligt menat försök skall således innebära en motsvarande benägenhet att försöka lösa eventuella motgångar som kan uppkomma i en förhandlingssituation.⁹²

4.2.3 Lojalitetsprincipen

Den svenska kontraktsrätten inbegriper således principen om lojalitet i kontraktsförhållanden. Inom vissa begränsade områden, exempelvis upplysningsplikten, är denna princip relativt utvecklad. Det saknas dock inom det svenska rättssystemet någon riktigt utvecklad uppfattning om vad som närmare ingår i lojalitetsprincipen och vilka konsekvenser ett brott mot denna kan medföra. Lojalitetskravets innebörd och omfattning kan således inte ges en exakt innebörd. Rättsprincipen är ett uttryck för tanken att parterna ensidigt, och utan hänsyn till motparten, driver sina intressen till förfång för varandra. Av principen följer av att avtalet är en form av samverkan, där parterna redan i ett förhandlingsskede har vissa begränsade förpliktelser gentemot varandra.⁹³

⁹⁰ Se Kleinemann, Jan, *Skadeståndsgrundande uppträdande vid avtalsförhandlingar*, JT 1991-92 s. 140x

⁹¹ Ett exempel på denna subjektiva bedömningen står att finna i bl.a. NJA 1978 s. 147 (Abacus) samt NJA 1990 s.745 (Super-V-pumpen). Jfr även terminologin i utländsk rätt: *forespeilingsansvar* i den norska kontraktsrätten, *berechtigte Vertrauen* i den tyska rätten samt *justifiable reliance* i den angloamerikanska rätten.

⁹² Simonsen, s. 208ö

⁹³ Taxell Lars Erik, *Om lojalitet i avtalsförhållande*, Defensor Legis 1977 s. 149m

Lojalitetsplikten är inte begränsad till vissa förhållanden utan omfattar i princip alla slags angelägenheter. Vanligt förekommande element är vårdplikt, informationsplikt, upplysningsplikt etc.⁹⁴ I de nyss nämnda situationerna aktualiseras lojalitetsplikten i ett redan befintligt avtalsförhållande. Frågor om lojalitet kan emellertid aktualiseras utan att ett avtalsförhållande föreligger. Det är i sådana fall fråga om situationer där parterna har ingått förhandlingar för att ingå avtal av visst slag.⁹⁵ Det finns, bland annat inom försäkringsrätten, en lagstadgad upplysningsplikt vid ingående av avtal.⁹⁶ Förutom de lagstadgade lojalitetsplikterna anses det även föreligga en skyldighet att agera lojalt även då lagreglering ej förekommer, något som härleds från lojalitetspliktens karaktär som en allmän rättsgrundsats. Bland annat nämns i litteraturen att en part vid en viss tidpunkt före ett avtals ingående måste iaktta medkontrahentens intressen genom att klargöra och informera om förhållanden om de villkor som föregår en avtalssituation.⁹⁷

Detta resonemang torde dock endast gälla de situationer där parternas viljor är föremål för förhandling. Vid en jämförelse med den situation där parterna ingår avtalsförhandlingar och regleringen gällande offentliga erbjudanden kan man iaktta vissa principiella skillnader.

4.2.4 Lojalitetsplikten vid offentliga erbjudanden

Offentliga anbud är, som redan nämnts, ett erbjudande på generellt angivna villkor om att överta aktier i ett annat bolag, riktat till aktieägarna i det bolag som skall förvärvas. Det finns ingen möjlighet att, efter den tidpunkten då anbudet lagts fram, ändra de förutsättningar varunder anbudet lyder. Den reglering som återges i NBK/OE tillsammans med praxis som vuxit fram ur AmN uttalanden medger inte att det skulle kunna vara möjligt att ändra budet efter avgivande. Ägaren till aktier i målbolaget har således endast att acceptera eller inte acceptera budet. När en potentiell köpare bestämmer budets omfattning och struktur sker detta helt utan förhandling med motparten, låt vara ibland med målbolagets ledning eller kontrollägares goda minne.

Denna mycket speciella situation föranleder ofta en budgivare att göra förbehåll in det offentliga erbjudandet för att kunna skydda sina intressen. Det finns en stor variationsrikedom gällande de förbehåll som kan göras av

⁹⁴ Ramberg, Jan, Hultmark, Christina, *Allmän avtalsrätt*, 5:e uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm 1999, s. 243 - 246

⁹⁵ Nicander Hans, *Lojalitetsplikt före, under och efter avtalsförhållanden*, JT 1995/96 s. 46m

⁹⁶ Se Lag (1927:77) om försäkringsavtal 4 – 10 §§

⁹⁷ Ibid

en budgivare, och en någon allmän praxis låter sig svårligen skönjas. En mer omfattande genomgång låter sig inte göras inom ramen för denna uppsats.⁹⁸

I Perstorp-fallet återtog budgivaren sitt offentliga anbud under förevändningen att de externa finansierarna återtagit sina kreditlöften och inte längre var beredda att lämna krediter enligt tidigare villkor. De externa finansierarna ansåg att nedgången av ett dotterbolags resultat inte lämnade utrymme för kreditgivning enligt tidigare överenskomna villkor. I och med att den externa finansieringen återtog gjordes även ett uttalande att ”Perstorp avser att tillsammans med Industri Kapital söka konstruktiva lösningar avseende ett eventuellt nytt erbjudande med beaktade av de nya framtidsutsikterna”. Observeras bör att uttalandet avser ett *nytt* bud, och således inte det redan avgivna budet.

Aktiemarknadsnämnden kritiserade som nämnts Industri Kapital och ansåg att en anbudsgivare är bunden av en lojalitetsplikt, vilket bland annat skulle innebära att en denne aktivt måste undersöka möjligheterna att erhålla alternativa finansierare och anskaffa kapital från annat håll än i det ursprungliga budet. I det speciella fallet Perstorp hade budgivaren återtagit budet innan anmälningstiden för budet utgått, något som kan ha påverkat AmN:s bedömning.

4.2.4.1 Illojalt utnyttjande av villkor

Villkor i samband med ett offentligt erbjudande ställs för att ge budgivaren en möjlighet att frånträda från budet om ett ställt villkor inte uppfyllts. Det finns ett flertal möjligheter för en budgivare att utnyttja ett villkor i det offentliga anbudet. Det kan emellertid tänkas att ett villkor används illojalt för att ”komma ur” budet, det vill säga att frånträddande inte skett i enlighet med villkorets egentliga syfte. Det kan ju tänkas att en budgivare använder sig av en villkorsklausul på ett illojalt vis, för att just ta sig ur en mindre fördelaktig situation än vad han på förhand kunnat förutse. Till exempel skulle en budgivare, under förespeglning av att ett villkor inte uppfyllts, kunna använda sig av en finansieringsklausul och återkalla budet. Det torde inte vara särskilt svårt att övertala finansierarna om att en förändring i målbolagets verksamhet är till nackdel för tidigare ställt kreditpaket.

Aktiemarknadsnämnden resonerar i sitt uttalande angående Perstorp-fallet omkring möjligheterna att villkora erbjudandet. I avsaknad av tidigare uttalanden och praxis beaktar nämnden den engelska förebilden och motsvarigheten till NBK/OE, the City Code on Takeovers and Mergers. Den brittiska koden innehåller tio generella principer och ett fyrtiotal mer detaljerade regler. En av de generella principerna innebär att ett anbud får

⁹⁸ Villkor innanför och utanför avtalet behandlas dock i Grönfors, Kurt, *Avtalsgrundande rättsfakta*, Nerenius & Santéus Förlag AB, Stockholm, 1993, s. 34 – 36

tillkännages ”only when the offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer”⁹⁹.

Principen innebär att en budgivare måste tillse att han har finansiering ordnat för budet. Vikten av att ha finansiering understryks också av en särskild regel om ”cash confirmation”.¹⁰⁰ Regeln innebär att en budgivare redan då denne upprättar ett prospekt i anledning av ett bud där vederlaget i alla fall till en del utgörs av kontant vederlag måste förete försäkran från tredje part om att budgivaren har tillgång till tillräckliga finansiella resurser för att fullfölja budet. I linje med det ovan sagda kan det även på den svenska marknaden ställas krav på att en budgivare måste ha ordnat erforderlig finansiering för budet redan vid dess avgivande.

I Perstorp-fallet befann sig budgivaren i situationen att en extern finansiär i slutet av budtiden återkallade sitt löfte om kreditgivning. Konsekvensen var naturligen att det offentliga budet fick återkallas då ett villkor för budets genomförande inte kunde uppfyllas. Man kan ju med lätthet inse att finansiärernas beslut överensstämde med budgivarens intressen, nämligen att frånträda budet. Det kan till och med vara möjligt att en budgivare, i en liknande situation, använder sig av finansiärernas tillbakadragande av sina kreditåtaganden och sker efter samråd med budgivaren. En budgivare kan alltså i dylika fall anses handla illojalt gentemot aktieägarna i målbolaget genom att använda ett villkor för att avträda anbudet då syftet med villkoret inte överensstämmer med dess tillämpning. Mot denna bakgrund finns det fog för att diskutera Aktiemarknadsnämndens kritik mot Perstorp.

AmN ansåg att budgivaren handlade i strid med den allmänna lojalitetsplikt, grundad på allmänna rättsprinciper, som åligger en förhandlingspart i ett pre-kontraktuellt förhållande. Industri Kapital grundade sitt avträdande från det offentliga anbudet på frånvaron av finansiering, vilket i sin tur var avhängigt rörelseresultatet i Perstorp eller något av dess dotterbolag. I detta skede har budgivarens agerande inte avvikit från de krav som ställs från börsrättens sida. Det överensstämmer med såväl praxis som AmN: s uttalanden att avträda budet då det står klart att ett objektivet fastställbart villkor inte har eller kommer att uppfyllas. I Perstorp-fallet informerades emellertid aktieägarna att budet inte skulle genomföras före den tidpunkt som angetts som sista anmälningstidpunkt hade infallit. budgivaren hade alltså viss möjlighet att vidta åtgärder inom ramen för anmälningstiden. Inom denna tid, menade AmN, är således en budgivare skyldig att i den mån det är möjligt att vidta åtgärder och undersöka vilka alternativ som är möjliga för budets genomförande. Rent intuitivt kan en sådan princip tyckas innebära att man lägger ett alltför stort ansvar på budgivaren. Det är inte helt självklart att det går att finna en alternativ finansiär som är villig att inträda på samma villkor när det står klart att det underliggande bedömningsvärdet, ex. vis. rörelseresultatet i ett dotterbolag, inte längre är detsamma som då

⁹⁹ The City Code on Take-over and Mergers, General principle 3

¹⁰⁰ The City Code on Take-overs and Mergers, Rule 24.7

budet lämnades. Snarare borde den nya utvecklingen leda till att finansieringen för budet blir dyrare då målbolagets verksamhet visar ett sämre resultat. Om finansiering blir dyrare blir det i regel nödvändigt att göra motsvarande korrigeringar i det offentliga erbjudandet. Till exempel ligger det nära till hands att sänka budpremien. Eftersom ett offentligt bud inte kan ändras, och stora svårigheter med att finna alternativa finansiärer på likadana villkor torde föreligga, synes det rent möjligt att återkalla anbudet utan vidare konsekvenser.

AmN har emellertid inte i samband med sitt uttalande i Perstorp-fallet ålagt det budgivande bolaget att under alla omständigheter söka finna en lösning för budet fullgörelse. Ett sådant omfattande ansvar torde vara omöjligt att införa. Istället anser nämnden att budgivaren skall vidta rimliga åtgärder för att i varje fall undersöka huruvida budet kan räddas. Hur långtgående ansvar denna princip ålägger budgivaren kan möjligen undersökas med hjälp av vanliga avtalsrättsliga principer.

En budgivare som befinner sig i en situation där externa finansiärer förklarar sig ovilliga att fullfölja sina kreditåtaganden har således ett ansvar att göra ansträngningar för att kunna fullfölja budet. Under alla omständigheter skall rimliga försök göras för att modifiera budet eller söka andra finansiärer. Hur långtgående denna lojalitetsplikt är inom börsrätten är föremål för AmN: s framtida bedömning. Helt tydlig är att en budgivare inte utan vidare kan frånträda budet under förevändningen att finansiering uteblivit. AmN: s uttalande i Perstorp-fallet innebär i alla fall att en budgivare inte kan under alla förutsättningar frånträda budet med hjälp av ett villkor av dylikt slag. Användandet av villkoret för att avträda sina förpliktelser skedde således på ett illojalt sätt gentemot målbolagets aktieägare.

AmN: s uttalande kan också komma att få effekten att en budgivare avvaktar tills dess att anmälningstidpunkten infaller för att meddela att ett bud inte fullföljs. På så vis elimineras den tidsskillnad mellan återkallelsetidpunkt och sista anmälningstidpunkt som förelåg i Perstorp-fallet, innebärande att budgivaren hade en viss respit att undersöka möjligheterna för budets fullföljande. Motsatsvis kan hävdas att det föreligger en lojalitetsplikt under hela budtiden, oavsett när det står klart att villkoret inte kommer att uppfyllas. AmN diskuterar ju med utgångspunkt i att det fanns en viss tidsdiskrepans mellan återkallandet och sista anmälningstidpunkt. Principen torde innebära att de råder en lojalitetsplikt i alla de angelägenheter som rör förhandlingsparterna inom ramen för anbudet. Således går det inte att begränsa lojalitetsplikten till att gälla endast i de fall det finns en viss tid mellan återkallandet och sista anmälningstidpunkt. Enligt ett dylikt resonemang kommer principen att omfatta även situationer där det står klart att finansieringen frånfaller i samband med sista anmälningstidpunkt. I sådana fall torde emellertid möjligheterna för en budgivare att vidta de åtgärder som avses vara tämligen begränsade.

4.2.5 Olika typfall att beakta vid bedömningen av lojalitetsprincipens omfattning

För en närmare analys av lojalitetspliktens omfattning vid offentliga erbjudanden fordras ett ställningstagande till flera hypotetiska situationer än det angivna Perstorp-fallet. Omständigheterna skiljer sig alltid mellan två olika fall. Det finns omständigheter som innebär att lojalitetsplikten kan innefatta ett mindre ansvar för budgivaren att agera. Det torde även finnas omständigheter som påkallar en mera ingående aktivitetsplikt.

I det följande görs en jämförelse mellan tre olika situationer. Lojalitetsansvaret förändras beroende på vilka omständigheter som råder. För alla situationer gäller att budgivaren har undersökt möjligheterna till alternativ finansiering.¹⁰¹

1. Finansiering framstår objektivt som helt omöjlig

Om en budgivare på helt objektiva grunder finner att annan finansiering i praktiken är omöjlig torde denne heller inte kunna hållas ansvarig för brott mot lojalitetsplikten vid en underlåtelse att söka alternativ finansiering. Detta typfall innebär emellertid ett grundläggande problem. Finansiering som avses i detta fall torde mycket sällan vara helt omöjlig. En låntagare, lik Perstorp Intressenter, bör inte ha några större problem med att ordna finansiering. Den avgörande faktorn är kostnaden för finansieringen (se nedan). Det kan emellertid tänkas uppkomma situationer där det helt enkelt inte finns alternativa finansiärer. Exempel kan vara då objektet för finansieringen har en nära koppling till finansiärernas egna intressen. Finansiering är kanske endast intressant för just den specifika kreditgivaren.

Då alternativ finansiering är omöjlig bör det heller inte kunna ställas krav på att en budgivare i detta avseende omfattas av en lojalitetsplikt. Att söka andra kreditorer är ju då meningslöst och endast ett slöseri med tid och resurser.

2. Finansiering kan fås men till en kostnad som är

- a) väsentligt högre eller**
- b) lite högre än den ursprungliga finansieringskostnaden**

Detta typfall illustrerar den situation då finansiering kan erhållas men till ett högre pris än det ursprungliga kreditpaketet. Av avgörande betydelse är den mellanskillnad i pris mellan det ursprungliga finansieringsalternativet och det alternativa. Under dylika omständigheter måste man ta ställning till hur

¹⁰¹ Detta skedde inte i Perstorp-fallet. AmN: s uttalande i Perstorp-fallet innebär att budgivaren har en skyldighet att *undersöka* möjligheterna till alternativ finansiering. Det ställs emellertid inget krav på att sådan finansiering till varje pris måste ordnas.

stor skillnad i finansieringskostnad som skall accepteras av budgivaren. Enligt den allmänna lojalitetsplikten som redogjorts för ovan har en part i en ett pre-kontraktuellt förhållande ett visst ansvar i förhållande till sin motpart. Ju längre avtalsförhandlingarna framskridit desto större blir ansvaret att söka avtalets fullgörande. Även om sedvanliga förhandlingar inte skett torde ett offentligt erbjudande medföra ett betydande ansvar i detta avseende. Detta beror inte minst på att man uttryckligen i NBK/OE vill värna om den aktieägande allmänheten (och således även aktieägarkretsen som omfattas av det offentliga erbjudandet) samt det faktum att ett bud de facto har lagts. Av detta följer att en liten ökning i finansieringskostnaden i samband med alternativ finansiering omfattas av den lojalitetsplikt som åvilar budgivaren. Gränsdragning mellan vad en budgivare skall tåla i fråga om ökade finansieringskostnader är svår att göra. En väsentligt högre kostnad torde emellertid medföra att denne utan konsekvenser kan frånträda budet. Ett sådant påstående kan grundas på en skälighetsbedömning. Målbolagets aktieägare bör kunna ha vissa förväntningar på budgivarens agerande i samband med en alternativ finansiering. En budgivare skall kunna tåla att den nya finansieringen inte kan erhållas till exakt samma kostnad som tidigare. Detta ligger s.a.s. i det pre-kontraktuella förhållandets natur att söka avtalets fullgörande även om finansieringskostnaden under budperioden förändras. En konsekvens av detta resonemang är således en inskränkning i budgivarens förfogande över finansieringsvillkor i anbudet. Ett finansieringsvillkor kan endast tas i anspråk om kostnaden för alternativ finansiering blir väsentligt högre än för den ursprungliga finansieringen. Små variationer i finansieringskostnaden får inte påverka budet även om villkor därom ställts. Detta medför även att en budgivare står inför ytterligare en risk (nämligen ökade finansieringskostnader) i samband med ett offentligt erbjudande.

3. Samma finansiering kan erhållas hos annan finansiär

I det fall alternativ finansiering kan erhållas till samma kostnad som den ursprungliga har budgivaren en skyldighet acceptera detta nya finansieringsalternativ. Det nya alternativet påverkar inte i realiteten budet. I detta fall är det inte ens fråga om någon form av uppoffring på budgivarens sida.

4.2.5.1 Konsekvenser av lojalitetsplikten avseende villkor i det offentliga erbjudandet

AmN: s uttalande i Perstorp-fallet innebär som ovan nämnts en inskränkning i budgivarens möjligheter att utnyttja ett i budet infört villkor. En budgivare har inte rätten att återkalla budet enbart under förevändningen att de finansiärer som *angetts* i budet återkallat sina kreditåtaganden. Detta innebär vidare att det inte är avgörande för budets fullgörande vilka finansiärer som anges i budet utan snarare på vilket sätt och under vilka villkor som

finansiering utformats. Av detta följer att det inte är av någon betydelse att ange finansierarna i prospektet – finansieringsvillkoret är ju enligt ovan resonemang frikopplat från *vilka* finansierer som ursprungligen gjort kreditåtagandet.

Lojalitetsplikten inskränker vidare en budgivares möjligheter att avbryta budet med hänsyn till finansieringsvillkoret. Det har ovan antytts att en budgivare måste tåla en viss ökning i finansieringskostnaden som en konsekvens av lojalitetsprincipen. Detta leder till att ett villkor av ifrågavarande art endast kan utnyttjas om kostnaden för finansiering ökar icke oväsentlig mån. Lojalitetsplikten leder således till en inskränkning i budgivarens förfoganderätt över villkoret.

4.2.6 Målbolagsledningens lojalitetsplikt i samband med selektiv informationsgivning angående det offentliga erbjudandet

En grundläggande princip på aktiemarknaden är att all kurspåverkande information om ett börsbolag skall lämnas samtidigt till hela aktiemarknaden. Denna princip har kommit till uttryck i såväl den aktiemarknadsrättsliga regleringen som den praktiska tillämpningen hos de etikvårdande organen.¹⁰² Att lämna kurspåverkande information selektivt utgör således ett brott mot principen om samtidig informationsgivning och gällde ovillkorligen ända in på 1990-talet.¹⁰³

Det finns emellertid vissa situationer som kan påkalla ett undantag från principen om samtidighet i informationsrapporteringen. Ett sådant undantag där viss selektiv spridning av information kan accepteras är processen i ett offentligt erbjudande. Det är inte ovanligt att en presumtiv köpare ställer som krav att hos målbolaget tillåtas en viss granskning innan det att budet avges. En sådan noggrann undersökning, vanligtvis benämnd som due diligence eller DD, innebär en undersökning av såväl målbolagets ekonomiska förhållanden som andra förhållanden.¹⁰⁴

Selektiv informationsgivning är emellertid inte under alla omständigheter tillåtet vid ett offentligt erbjudande. Det finns en rad begränsningar av olika slag för genomförandet av due diligence i ett börsbolag. Inregistreringskontraktet, Insiderregleringen och Aktiebolagslagen kan stå som exempel för hur den selektiva informationsgivningen begränsas i samband med ett offentligt erbjudande.

¹⁰² Se bl.a. AmN 1988:3

¹⁰³ Hård, Tom, *Börsföretagens selektiva informationsgivning – från nästan inget till nästan allt*, Ur: Till Gunnar Nord – ett symposium, 1996 s 57m

¹⁰⁴ För en vidare utveckling av ämnet se Gorton, Lars (red), *Due Diligence: garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, Studentlitteratur, Lund, 2002

Noteringsavtalet medger en selektiv informationsgivning i vissa fall, inklusive vid genomförandet av ett offentligt erbjudande. Noteringsavtalet har följande lydelse:

Information som inte i oväsentlig grad är agnad att påverka värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade fondpapper får inte annat än i särskilda fall lämnas på annat sätt än genom offentliggörande¹⁰⁵

I handledningen till noteringsavtalet nämns bl.a. att förhandlingar om offentliga erbjudanden och due diligence-förfarande inför ett företagsförvärv betraktas som sådana omständigheter som kan motivera ett avsteg från principen om samtidighet i informationsgivningen.¹⁰⁶ Undantaget skall emellertid tillämpas med stor restriktivitet. Bland annat har detta i doktrinen ansetts innebära en sträng undersökningsplikt för målbolaget som måste förvissa sig om att det är en seriös köpare. Till exempel får det inte handla om att en konkurrent använder sig av ett offentligt erbjudande för att få tillgång på information som kan medföra en förbättrad konkurrenssituation genom åtkomsten av företagshemligheter.¹⁰⁷ Vidare är det av stor betydelse att målbolaget och den potentiella köparen ingår sekretessavtal för att så långt som möjligt skydda målbolaget och aktiemarknaden mot ett otillbörligt nyttjande av den information som lämnas ut av målbolaget.

Enligt insiderlagen är handel med aktier i ett bolag om vilket man innehar kurspåverkande icke offentliggjord information förbjuden. Detta innebär att en köpare som erhållit kurspåverkande information i ett due diligence-förfarande i princip är förbjuden att lämna ett offentligt erbjudande till aktieägarna i målbolaget, såvida informationen inte tidigare kommit aktiemarknaden tillhanda.

Aktiebolagslagen innehåller som ovan redogjorts för den så kallade generalklausulen, innebärande att en aktieägare eller annan inte får beredas otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Det finns förvisso ingen skyldighet för bolaget att delta i en due diligence men det måste hållas i minnet att en styrelse har en allmän skyldighet att agera i bolaget och alla aktieägares intresse. Om ett medverkande i en due diligence kan leda till ett för aktieägarna attraktivt bud kan således information ges selektivt. För att återanknyta till förfarande gällande offentliga erbjudande kan noteras att ett målbolags styrelse eller ledning får vidta försvarsåtgärder med mindre att detta uttryckligen medgivits genom ett stämmobeslut. En motiverad vägran att delta i due diligence torde emellertid mycket sällan kunna rendera i ett skadeståndskrav från aktieägarna. Ett målbolags vägran att delta i en due diligence torde inte heller anses utgöra en (otillåten) försvarsåtgärd enligt NBK/OE.

¹⁰⁵ Noteringsavtalet, bilaga 1, punkt 26

¹⁰⁶ var i noteringsavtalet och dess kommentarer står detta? Förmodligen i inledningen av nåt slag.

¹⁰⁷ Se Hård, s. 62ö

Frågan om målbolaget skyldighet eller icke skyldighet att medverka i ett due diligence förfarande har mindre betydelse i en diskussion angående en lojalitetsplikt vid ett redan avgivet offentligt erbjudande men är intressant vid en diskussion om den selektiva informationsgivningen.

I Perstorp-fallet skulle det vara möjligt framföra viss kritik mot företagsledningen i Perstorp.¹⁰⁸ Genom att ledningen för företaget lämnade ut information som slutligen var en direkt orsak till att budet drogs tillbaka, bör man diskutera ledningens ansvar i detta avseende. Det är fullt möjligt, utan att skjuta alltför långt utanför mål, att anse att målbolagets skyldighet att medverka till att selektiv information tillhandahålls en köpare upphör i det skedet budet offentliggörs. Det är enligt ovan resonemang naturligt att acceptera att en potentiell budgivare ställer som villkor för att lämna ett erbjudande begär att få göra en noggrann undersökning av målbolaget, d.v.s. en due diligence. Ett sådant krav bör tillgodoses i vart fall till dess att budgivaren bestämmer sig för att lägga fram ett offentligt erbjudande. Efter denna tidpunkt upphör emellertid den selektiva informationen som ges budgivaren att ingå i ett due diligence-förfarande. Vid den tidpunkten skulle det med visst fog kunna påstås att den selektiva informationen inte längre är nödvändig som underlag för budgivarens beslut. Efter denna tidpunkt kan budgivaren rimligtvis inte ställa krav på ytterligare information för att avgöra om han vill ändra sig och avbryta det offentliga erbjudandet. Har budgivaren gjort ett förbehåll för budet måste han emellertid få tillgång till sådan information att det går att avgöra om förbehållet kan aktualiseras. I Perstorp-fallet hade emellertid Perstorp Intressenter hänvisat till att *kreditgivarna* ställt som villkor att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning skulle komma att påverkas negativt innan erbjudandet fullföljdes. Ett sådant förbehåll, dvs. emellan Perstorps Intressenter och en tredje part, berättigade inte Perstorps ledning att lämna ut information efter budets offentliggörande.

Detta är emellertid endast en aspekt på problematiken. Det finns inga regler eller praxis som kan ligga till grund för frågans avgörande. Lojalitetsprincipen torde innebära en skyldighet för målbolaget att förse budgivaren med så pass mycket information att denna kan avgöra om ett för honom väsentligt finansieringsvillkor kan komma att uppfyllas eller ej.

Det har ovan nämnts att en budgivare har en skyldighet att vidta rimliga åtgärder för budets fullföljande när det står klart att ett villkor inte kommer att uppfyllas. Frågan är om man kan ålägga målbolagets styrelse en motsvarande lojalitetsplikt i detta avseende. Detta skulle vara särskilt aktuellt i de fall då målbolagets ledning i omfattande utsträckning varit delaktig i budets utformning.

¹⁰⁸ Om ledningens lojalitetsplikt se Bergström, Claes, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys*, Nerenius & Santéus Förlag AB, Stockholm., 1997, s. 101-106

4.2.7 Målbolagsledningens skyldighet att verka för att det offentliga budet vidmakthålls

Styrelsen och den verkställande direktören har enligt ABL och NBK en skyldighet att handla lojalt gentemot bolaget samt att inte motverka ett offentligt erbjudande såvitt detta inte uttryckligen bestämts av bolagsstämman. Det torde emellertid inte vara möjligt att härleda någon, vid sidan av dessa förpliktelser, skyldighet att aktivt verka för att det offentliga erbjudandets vidmakthållande. Detta resonemang ligger väl i linje med principen att ett offentligt erbjudande är en angelägenhet mellan budgivaren och målbolagets aktieägare, medan bolaget och dess organ rättsligt sett inte berörs av erbjudandet.

4.3 Skadestånd med anledning av brott mot lojalitetsprincipen

4.3.1 Inledning

Perstorp Intressenters agerande i Perstorp-fallet var som ovan framgått inte i överensstämmelse med god sed på aktiemarkanden. En naturlig följdfråga blir då möjligheterna för aktieägarna alternativt målbolaget att kräva skadestånd av en eller annan part. Det finns ett antal aspekter som kan analyseras ur ett skadeståndsperspektiv. Dels kan det budgivande bolaget möjligtvis hållas ansvarigt, grundat på att *budgivaren* brustit i sin plikt att agera lojalt gentemot målbolaget i samband med anbuds-förfarandet. Vidare skulle det vara fullt möjligt att ålägga *styrelsen* i målbolaget en lojalitetsplikt i de fall då styrelsen rekommenderat bolagets aktieägare att acceptera ett erbjudande. Genom ett sådant ställningstagande förbinder sig styrelsen att verka för budet genomförande. Till exempel måste det kunna ställas krav på att en styrelse medverkar till viss informationsöverföring. I det följande diskuteras budgivarens och styrelsen i målbolagets skadeståndsansvar.

4.3.2 Skada för målbolaget

Enligt vedertaget betraktelsesätt är ett offentligt erbjudande om aktieförvärv en angelägenhet mellan det budgivande bolaget och aktieägarna i målbolaget. Bolaget som sådant är inte part i det offentliga anbudet och berörs inte rättsligt av erbjudandet. Ett dylikt synsätt ligger till grund för det principiella förbud som intagits i NBK/OE innebärande att det i målbolaget inte får vidtas någon åtgärd som riskerar budet med mindre att stöd därför återfinns i ett av aktieägarna fattat stämmobeslut.

Detta medför att det är aktieägarna och inte bolaget som typiskt sett kan drabbas av skada på grund av att ett bud återkallas. Skadan för aktieägarna innebär att de inte kan avyttra sina aktier till budgivaren till det erbjudna priset. Någon motsvarande skada drabbar inte bolaget.

Ett *bolag* skulle emellertid kunna drabbas av ekonomisk skada till följd av att ett erbjudande inte fullföljs. För att detta skall inträffa är det nödvändigt att ytterligare en faktor, vid sidan av budet, tillkommer. Ett exempel kan vara att bolaget förväntar sig ett koncernbidrag eller annan ekonomisk hjälp av budgivaren, förutsatt att budet lyckades och budgivaren blivit moderbolag till målbolaget. Ett annat exempel är uteblivna synergieffekter som kan förväntas då målbolaget uppgår i det nya bolaget ägo.

I normalfallet sjunker kursen på aktierna i målbolaget då ett erbjudande återkallas. Detta är en skada som främst drabbas aktieägarna i bolaget. Det finns emellertid situationer då även målbolaget kan drabbas av en kursnedgång. Ett exempel är att bolagets möjligheter till nödvändig kapitalanskaffning genom nyemission försämras som en följd av att budet återkallas.

4.3.3 Skada för aktieägarna

Som ovan framgått kan aktieägarna i målbolaget drabbas av ekonomisk skada när budet återkallas. Skadan består i att aktieägaren förlorade såväl möjligheten att avyttra aktier till budgivaren enligt det erbjudna priset som möjligheten att sälja dem på marknaden till den kurs som gällde före återkallelsen av budet. Särskilt tydlig är skadan för de aktieägare som förvärvat aktier efter det att anbudet avgivits vilket lett aktiekursen stigit och budet senare återkallas med en kursnedgång som följd.

4.3.4 Förutsättningar för skadeståndsansvar

Den art av skada som drabbar aktieägarna enligt det ovan anförda är vad man med skadeståndsrättslig terminologi benämner ren förmögenhetsskada, dvs. en sådan ekonomisk skada som varken innefattar sak- eller personskada (1 kap 2 § SkadL).

En ren förmögenhetsskada ersätts i svensk rätt enligt huvudregeln, innebärande att ersättning utgår då skadan vållats genom brott (2 kap 4 § SkadL). För att skadan skall vara ersättningsgill i annat fall krävs – bortsett från kontraktsförhållande – i princip stöd i lag.¹⁰⁹

¹⁰⁹ Det förekommer emellertid situationer där ren förmögenhetsskada ansetts ersättningsgill utan lagstöd eller då den vållats genom brott. Se NJA 1987 s. 692; jfr NJA II 1972 s. 609

Exempel på sådant lagstöd återfinns bl.a. i aktiebolagslagen. Enligt aktiebolagslagen skadeståndsbestämmelser skall en stiftare, styrelseledamot och verkställande direktör som, när han fullgör sitt uppdrag, uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget, ersätta skadan. Det samma skall gälla när skadan tillfogas en aktieägare eller någon annan genom överträdelse av denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.¹¹⁰

Således är styrelseledamot eller verkställande direktör skadeståndsskyldig gentemot aktieägare endast när skadan vållats genom överträdelse av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen. Försumlighet av någon annan typ är alltså inte skadeståndsgrundande för aktieägaren, även om denne skulle drabbats av skada.

Att undersöka blir i vilka fall en styrelse eller verkställande direktör skulle kunna hållas ansvariga enligt skadeståndsrättsliga principer vid ett offentligt erbjudande. Som exempel har redan tidigare nämnts de fall där styrelsen vidtar åtgärder som riskerar genomförandet av ett offentligt erbjudande utan bolagsstämmebeslut av aktieägarna. Vidare är det möjligt att tänka sig, som i Perstorp-fallet, att styrelsens och verkställande direktörens informationsgivning till budgivaren kan resultera i ett återtagande av det offentliga anbudet.

Då ett offentligt erbjudande genomförs sker det, såvida det inte är fråga om ett fientligt bud, ofta i samarbetet med målbolagets styrelse och verkställande direktör. målbolaget lämnar, efter sedvanliga sekretessavtal, selektiv information till budgivaren under budprocessen. Med hjälp av denna information utformas budet med beaktande av all känd information som kan påverka prissättningen på ett eventuellt förvärv.

Selektiv information kan emellertid innebära ett åsidosättande av den likabehandlingsprincip som kommit till uttryck i Aktiebolagslagen.¹¹¹ Styrelsen eller någon annan ställföreträdare för bolaget får nämligen inte företa en rättshandling som kan ge en otillbörlig fördel till en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

I förevarande fall måste man försöka bestämma omfattningen av styrelsens och verkställande direktörens informationsansvar då de utlämnar information selektivt i ett offentligt anbuds-förfarande.

4.3.5 Målbolagsledningens skadeståndsansvar

Enligt tidigare resonemang har det antytts att det skulle vara möjligt att kräva målbolagets ledning på skadestånd på grund av den informationsgivning som sker i samband med ett offentligt erbjudande.

¹¹⁰ 15 kap 1 § Aktiebolagslagen

¹¹¹ 8 kap 34 § Aktiebolagslagen

Genom att förse budgivaren med information även efter det att det offentliga budet avgivits skulle man kunna anse att ledningen varit delaktig i att budet inte fullföljdes.

Fram till dags dato saknas emellertid regler och praxis angående denna specifika frågeställning. För att ett eventuellt skadeståndsansvar skall komma i fråga måste informations spridningen ha skett så att en allmänt accepterad norm eller praxis på området ha överskridits. Due diligence förfarandet och informations spridningen inom detta område är en relativt ny företeelse på den svenska aktiemarknaden vilket innebär det inte finns några uttalanden från vare sig Näringslivets Börskommitté eller något annat auktoritativt organ. Detta torde medföra att det en styrelse i alla fall i Perstorp-fallet inte kan kritiseras för sitt agerande gällande den selektiva informations spridningen. Det följer av detta resonemang att det inte heller borde gå att kritisera ledningen för att ha åsidosatt sin lojalitetsplikt enligt allmänna avtalsrättsliga principer.

Vidare har en styrelse en skyldighet att förse budgivaren med information i sådan omfattning att det är möjligt att avgöra om ett villkor i samband med budet kommer att uppfyllas eller inte. Det torde således inte vara möjligt att gå så långt som att ålägga styrelsen ett skadeståndsansvar i förhandenvarande fall.

5 Slutsats

Denna uppsats har behandlat lojalitetsprincipens tillämpning vid offentliga erbjudanden. Lojalitetsprincipens omfattning inom detta speciella juridiska område är något osäker. Detta beror dels på lojalitetsprincipens karaktär som allmän rättsgrundsats men även på att den nu brukas inom ett nytt kontrakträttsligt område. Det regelverk som för närvarande tillämpas inom börsrätten präglas av dynamik och flexibilitet. Som vi har sett, spelar de etikvårdande organen en stor roll för utformningen av börsrätten. Detta har många fördelar för utvecklingen inom denna speciella juridiska disciplin. Aktiemarknadsnämnden består till exempel av en rad namnkunniga personer, vilka besitter en kompetens väl lämpad för att avgöra de spörsmål nämnden ställs inför. Men detta är naturligtvis ingen garanti för att alla uttalanden av AmN är felfria. Det finns alltid utrymme för en diskussion och kritik angående uttalanden av den typ som nu är förekommande. Självfallet kan ju nämnden inte göra några djuplodande undersökningar gällande varje detalj i ett uttalande.

Detta skapar emellertid utrymme för tolkningar angående god sed på aktiemarknaden, något som är oundvikligt men inte önskvärt. I dagens rättsläge och rättsklimat som råder inom aktiemarknadsrätten kommer frågor endast att kunna avgöras som en följd av den praxis som utvecklats från de olika regelskapande organen. Detta har både negativa och positiva konsekvenser. Den negativa sidan torde domineras av den osäkerhet som råder då en rättsfråga inte är helt klarlagd. De positiva effekterna av inte ha ett detaljerat regelverk präglas av de fördelar som uppnås med flexibelt och anpassningsbart regelverk.

I svallvågorna efter Perstorpaffären är det tydligt att självregleringen inte fungerat på ett helt tillfredsställande sätt. Kritiken av Perstorp Intressenter har varit omfattande och kraven på åtgärder många. De kanske mest befogade invändningarna har framförts angående de luckor som självregleringen för närvarande innehåller.¹¹² Dessa luckor omfattar bland annat finansieringsfrågor och villkor i samband med offentliga bud. I Perstorp-fallet drogs budet tillbaka efter det att långivarna fått kalla fötter efter en försämrad resultatutveckling inom golvverksamheten. Aktiemarknadsnämnden riktade, som ovan redogjorts för, allvarlig kritik mot Perstorp Intressenters beteende under budprocessen. Men, mycket tack vare att de svenska reglerna är diffusa samt att budet villkorats med kreditlöften, kunde budgivaren återträda utan att utsättas för en mer allvarlig kritik.

¹¹² Se bl.a. Aktiespararna, *Nya regler efter Industri Kapitals svek* samt 2002-12-07, Dagens Industri, *Budfiaskot i Perstorp kritiserats av utredning – Industri Kapitals ångervecka ger nya regler*, 2000-10-19

Detta föranleder en utredning om vilka åtgärder som bör vidtas gällande börsrättens regelverk för att tillrättalägga den nuvarande luckan i rättsområdet. Till att börja med kan man diskutera frågan om självregleringens varande eller icke varande.

Självreglering fungerar som ett alternativ till lagstiftning. Den präglas av en hög grad av flexibilitet och lyhördhet för marknadens behov av regeländringar. Det skulle krävas en alvarliga brister i det systemet för att lagstiftning skulle vara att föredra framför självreglering (detta gäller naturligtvis inte alla rättsområden). Trots detta är det tydligt att självregleringen inte har förmågan att följa utvecklingen på marknaden i alla avseenden. Detta faktum torde vara oundvikligt inom alla rättsområden. Så länge regelverket inte brister i grundläggande frågor så måste en viss efterföljsamhet accepteras. Det är omöjligt att på förhand förutse vissa specifika luckor i regelverk, såväl lagstiftning som självreglering.

Om man intar denna position i förhållande till självregleringen blir då en annan faktor utslagsgivande. Av avgörande betydelse är ju nämligen dels hur effektivt systemet är på att upptäcka sina egna brister samt hur effektivt åtgärder vidtas för att undanröja bristerna. Till dags dato är det svårt att finna kritik inom dessa frågor angående självregleringen. För övrigt kommer självregleringen ändå att vara mer flexibel än lagstiftningen. Vidare måste de självreglerande organen tillse att otillräckligheten inom regelverket beaktas.

Aktiemarknadsnämndens uttalande pekar ut dess engelska motsvarighet som en vägvisare i perstorp-problematiken. Den engelska regleringen innebär att en budgivare måste ha full finansiering ordnad för budet före det att det avges till aktieägarna i målbolaget. Dessutom måste villkor som ställs kunna verifieras objektivt samt att det bör kunna krävas att en budgivare verkligen försöker att fullfölja budet trots de eventuella problem som kan uppstå.

OM Stockholmsbörsen har med anledning av det inträffande reagerat och en revidering av rekommendationen är under sammanställning. I den nya rekommendationen anpassas budreglerna till de frågor som belystes i Perstorp-fallet. Rekommendationen kommer med största sannolikhet att anpassas till den engelska regleringen. Om ett bud dras tillbaka skall budgivaren inte tillåtas att lägga ett nytt bud under en längre period, exempelvis inom tolv månader. En dylik karantän skapar ett incitament för budgivaren att i det längsta verka för att budet kan genomgöras. Detta torde vara en fullt tillräcklig reaktion på problemen.

Även målbolagsledningens informationsgivning till budgivaren är en intressant fråga (se ovan resonemang). Skall man kan acceptera att budgivaren återkallar erbjudandet baserat på information som exklusivt meddelats i samband med budförfarandet. Eller, skall målbolaget inte tillåtas lämna information efter den tidpunkt budet avgivits. Detta problem är mer svårlöst. Helt klart är att budgivaren måste tillåtas att erhålla information i

sådan omfattning så att det är möjligt att avgöra om ett villkor är eller kommer att uppfyllas. Det är emellertid svårare att på förhand avgöra hur långt informationsansvaret sträcker sig. Detta är beroende av vilken typ av villkor som ställts samt målbolaget i övrigt.

Vidare kan man, när det gäller villkor av den typen som var för handen i Perstorp-fallet¹¹³ ifrågasätta om man skall beakta koncernen hela verksamhet eller varje koncernbolag individuellt. Faktum är att även om ett dotterbolag kan visa en resultatförsämring så kan ju koncernen i stort visa ett bättre resultat än vad budgivaren förväntat sig. I dylika fall torde budgivaren i och för sig inte vilja återta budet men problemet blir intressant när skillnaderna inte är lika tydliga. Det skulle vara möjligt att tillämpa en typ av kvittning mellan resultatet i koncernen för avgöra målbolagets totala resultat.

Vid en granskning av den i Perstorp-fallet fastslagna lojalitetsplikten är det tydligt att denna rättsfråga borde vara föremål för en ingående analys av Aktiemarknadsnämnden. Ett införande av en tolv månaders anbudsförbud efter ett återtaget bud torde emellertid något begränsa lojalitetsplikten användbarhet. En tolv månadersregel innebär ju att en budgivare inte tar lika lätt på ett återtagande (förutsatt att budgivaren fortfarande ämnar förvärva målbolaget), vilket skapar en större vilja att själv verka för att budet fullföljs.

Om de ändringar som ovan angetts kommer till stånd har regelverket anpassats till problem av liknande karaktär som uppstod i Perstorp-fallet. Enligt författarens bedömning innebär detta att man kommer tillrätta med de brister som belystes i samband med budet. När det gäller lojalitetsplikten är det emellertid sannolikt att den fortsättningsvis kommer att ha en betydande roll för budgivaren agerande i samband med offentliga erbjudanden. Lojalitetsprincipen inom börsrätten är dock fortfarande i sin linda och vi kan troligen se fram emot en fortsatt utveckling i samband med AmN: s framtida praxis.

¹¹³ Villkor av typen att resultatutvecklingen inte tillåts bli väsentligen sämre än väntat med mindre budgivaren har rätt att återkalla budet.

Bilaga A

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20

(2000-10-18)

Bud på Perstorp

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 3 oktober 2000 en framställning från Nordbanken Kapitalförvaltning AB, SEB Fondförvaltning AB och Fjärde AP-fonden ("fonderna").

Bakgrund

Beträffande bakgrunden till framställningen lämnas följande redogörelse, som är hämtad ur fondernas framställning till nämnden samt Perstorp Intressenter ABs och Perstorp ABs yttranden över framställningen.

Den 10 april 2000 tillkännagav det av Industri Kapital AB kontrollerade bolaget Perstorp Intressenter AB ett offentligt erbjudande avseende förvärv av samtliga aktier och konvertibla skuldebrev utgivna av Perstorp AB ("Perstorp"). Av pressmeddelandet framgår bl.a. under rubriken "Villkor för Erbjudandet" att budgivaren gjorde följande förbehåll:

- Att Erbjudandet accepteras i sådan utsträckning att Perstorp Intressenter blir ägare till aktier representerande mer än 90 procent av det totala antalet aktier och mer än 90 procent av röstetalet för samtliga aktier i Perstorp, räknat efter full konvertering av utestående konvertibla skuldförbindelser. Perstorp Intressenter förbehåller sig dock rätten att fullfölja Erbjudandet även vid lägre anslutning.
- Att Perstorp Intressenter erhåller erforderliga myndighetstillstånd för förvärvet av aktier och konvertibla skuldförbindelser i Perstorp på för Perstorp Intressenter acceptabla villkor. Perstorp Intressenter förbehåller sig dock rätten att frånfalla detta villkor helt eller delvis.
- Att sedvanliga villkor för utbetalning av den del av förvärvsfinansieringen som avses ske genom lån uppfylls. Se vidare avsnitt "Finansiering" nedan.
- Att förvärvet, innan offentliggörande skett av att Erbjudandet fullföljs, inte enligt Perstorp Intressenters bedömning, helt eller delvis, omöjliggörs eller väsentligt försvåras till följd av lagstiftning, domstolsavgörande, myndighetsbeslut, eller motsvarande i Sverige eller utlandet, som vid bedömningstillfället föreligger eller kan förväntas, eller av annan liknande omständighet utanför Perstorp Intressenters kontroll.

I fotnot angavs i tillägg till myndighetsvillkoret i punkt 2 att "Det föreslagna förvärvet kommer att anmälas till berörda myndigheter, däribland EG-kommissionen. Perstorp Intressenter kommer att arbeta i nära samarbete med EG-kommissionen i syfte att identifiera konkurrensrättsliga problem och att vidta rimliga åtgärder i syfte att hantera sådana problem."

Under rubriken "Finansiering" angavs därutöver följande.

"Förvärvet av samtliga aktier och konvertibla skuldförbindelser i Perstorp kommer att finansieras med eget kapital samt lån. Industri Kapital har erhållit bindande kreditlöften från Salomon Brothers International Limited och Svenska Handelsbanken avseende erforderlig lånefinansiering. Kreditgivarna har villkorat angivna kreditlöften på för dem sedvanliga villkor. Ett sådant villkor är att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkas negativt innan Erbjudandet fullföljs."

I prospektet rörande erbjudandet upprepades de nu angivna villkoren för erbjudandet.

Anmälningssperioden för erbjudandet var ursprungligen angiven till 4-24 maj 2000. Anmälningssperioden förlängdes därefter vid tre tillfällen på grund av att EG-kommissionen beslutat om s.k. fördjupad konkurrensprövning till den 18 maj, den 26 juni resp. den 3 juli. Sista anmälningssdag kom slutligen att fastställas till den 29 september 2000.

Den 28 september 2000 lämnade Perstorp Intressenter och Perstorp AB ett gemensamt pressmeddelande i vilket i huvudsak angavs:

- "Som ett resultat av svårigheterna inom Perstorps laminatgolvsverksamheter bedöms Perstorp AB komma att redovisa ett sämre resultat än förväntat. Osäkerheten kring den framtida resultatutvecklingen inom dessa verksamheter har ökat. Kemiverksamheten fortsätter att utvecklas enligt förväntningarna."
- "Den negativa utvecklingen för Perstorps laminatgolvsverksamheter innebär att förutsättningarna för Perstorp Intressenter ABs erbjudande till aktieägare och konvertibelinnehavare i Perstorp har väsentligt förändrats. Erbjudandet fullföljs därför inte, eftersom samtliga villkor ej kan uppfyllas."
- "Perstorp avser att tillsammans med Industri Kapital söka konstruktiva lösningar avseende ett eventuellt nytt erbjudande med beaktande av de nya framtidsutsikterna."

Det kan här inskjutas att Perstorps halvårsrapport hade offentliggjorts den 24 juli 2000. Delårsrapport avseende perioden januari-september 2000 hade aviserats till den 20 oktober 2000. Pressmeddelandet, vilket alltså inte hänförde sig till ordinarie delårsrapportering, kan sägas ha utgjort en s.k. vinstvarning. I denna kvantifierades inte närmare resultatförsämringen inom

laminatgolvverksamheterna. Bolaget hade därtill inte heller tidigare givit prognoser för respektive delområden.

Som fonderna noterat i framställningen lämnades det i pressmeddelandet den 28 september 2000 inte någon information om att Perstorp Intressenters kreditgivare - Salomon Brothers International Limited och Svenska Handelsbanken - skulle ha återtagit sina kreditlöften. Efter anmälningens utgång informerade emellertid Perstorp Intressenter i ett separat pressmeddelande den 2 oktober 2000 bland annat om att bolagets kreditgivare, i samband med att den föregående veckans information från Perstorp visade ett väsentligt sämre resultat och mer osäkra framtidsutsikter för laminatgolvverksamheten än förväntat, konstaterat att Perstorp Intressenters förvärvsfinansiering inte längre var tillgänglig.

Samma dag lämnade Perstorp AB en preliminär delårsrapport avseende verksamhetsårets nio första månader. Rapporten upprepade i allt väsentligt vad som framgick av halvårsrapporten. Dock redovisas mer ingående de åtgärder som i halvårsrapporten aviserades för tredje kvartalet för att klara av problemen inom Pergo-divisionen i vilken laminatgolvverksamheterna ingår. En resultatförsämring redovisas för den nämnda divisionen under de tre närmast föregående månaderna.

Fonderna anger att "vinstvarningen" från Perstorp AB den 28 september 2000 tillkännagavs samtidigt med att det offentliga uppköpserbjudandet återkallades i ett gemensamt pressmeddelande från Perstorp Intressenter och Perstorp AB. Om bankernas kreditlöfte hade återtagits innan Perstorp Intressenter tillkännagav att man återtog sitt erbjudande, kunde bankernas beslut rimligen inte ha varit baserat på den offentliggjorda vinstvarningen från Perstorp AB. Med hänsyn till pressmeddelandet den 2 oktober 2000 synes det snarare som om bankernas besked att återta kreditlöftet tillkännagavs efter den 28 september 2000, dvs. efter den dag då Perstorp Intressenter återkallade sitt offentliga erbjudande.

Fonderna hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar vad som är god sed på aktiemarknaden i följande frågor i anslutning till det ovan redovisade offentliga uppköpserbjudandet och återkallandet av erbjudandet.

Fråga 1: Är Perstorp Intressenters återtagande av det offentliga erbjudandet till aktieägarna och innehavarna av konvertibla skuldebrev utgivna av Perstorp AB förenligt med god sed på aktiemarknaden?

Frågan berör hur särskilt uppställda villkor för ett erbjudande skall tolkas och av vem liksom om resultatförsämringen inom laminatgolvverksamheten innebar att hela Perstorps verksamhet och dess finansiella ställning i väsentlig omfattning påverkats negativt.

Om Aktiemarknadsnämnden anser att budgivarnas återtagande av erbjudandet är förenligt med god sed på aktiemarknaden, är det ändå av stor

vikt att veta vilka villkor som principiellt kan uppställas vid offentliga uppköpserbudanden.

Fråga 2: Är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att återkalla ett offentligt erbjudande med hänvisning till att de ekonomiska grundförutsättningar på vilka det offentliga erbjudandet ursprungligen baserades förändrats trots att något förbehåll härom inte gjorts?

Fråga 3: Är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att uttryckligen villkora ett offentligt uppköpserbudande på sådant sätt att anbudsgivaren under erbjudandetiden kan återta erbjudandet om han finner att målbolaget utvecklats i en för honom ogynnsam riktning?

Fråga 4: Är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att "indirekt" göra ett erbjudande villkorat av målbolagets ekonomiska utveckling genom att införa ett finansieringsvillkor som i sin tur är beroende av målbolagets finansiella utveckling under erbjudandetiden?

Fråga 5: Principerna för informationsgivningen till aktiemarknaden utgör de mest centrala delarna i aktiemarknadsrätten. Alla aktieägare skall behandlas lika. Från denna grundprincip har vissa avsteg accepterats, bl.a. i anslutning till offentliga erbjudanden. Det är av största betydelse att klargöra var gränsen går för rätten till selektiv informationsgivning i vissa situationer. Frågan är därför om ett aktiemarknadsbolag utöver tillhandahållande av viss detaljinformation som en anbudsgivare kan ha skäl att erhålla i anslutning till ett uppköpserbudande under erbjudandetiden kan lämna sådan information selektivt till anbudsgivaren som kan vara av avgörande betydelse för bedömningen av målbolagets finansiella ställning och för om förutsättningarna för erbjudandet kvarstår, utan att samtidigt offentliggöra denna till marknaden?

Fråga 6: Är det förenligt med god sed på aktiemarknaden att lämna en s.k. vinstvarning utanför de ordinarie rapporteringstillfällena på det sätt som skedde i pressmeddelandet den 28 september 2000 utan att närmare redovisa vilka faktiska omständigheter som vinstvarningen grundas på?

De ställda frågorna rör olika områden av den aktiemarknadsrättsliga regleringen. Frågorna 1-4 handlar om vad som i vissa hänseenden är god sed på den svenska aktiemarknaden när det gäller offentliga uppköpserbudanden. Fråga 5 handlar om selektiv informationsgivning i ett aktiemarknadsbolag och fråga 6 om sättet för att meddela en s.k. vinstvarning i ett sådant bolag. De två sistnämnda frågorna, som i stor utsträckning rör tolkning av OM Stockholmsbörsens noteringsavtal, har av nämnden överlämnats till OM Stockholmsbörsen, som enligt vad nämnden erfarit kommer att besvara dem samtidigt som nämnden meddelar förevarande uttalande. Aktiemarknadsnämnden avstår därför från att behandla frågorna 5 och 6 och refererar i det följande inte heller de delar av inkomna yttranden som tar sikte på de frågorna.

I sitt yttrande till nämnden har Perstorp Intressenter bl.a. anfört följande. Den ekonomiska information från Perstorp AB som bildade bakgrund för erbjudandet och för bankernas kreditlöften var Perstorps årsbokslut för 1999 som publicerades den 25 februari 2000 och de framtidsutsikter för Perstorp som angavs där.

Erbjudandet var bl.a. villkorat av att sedvanliga villkor för utbetalning av den del av förvärvsfinansieringen som avses ske genom lån uppfylls. Det angavs att "Perstorp Intressenters förvärv av samtliga aktier och konvertibla skuldförbindelser i Perstorp kommer att finansieras med eget kapital samt lån. Vid tidpunkten för fullföljandet av erbjudandet kommer Perstorp Intressenter AB att finansieras med 3,5 miljarder kronor i eget kapital. Resterande del är lånefinansierad." ... "Perstorp Intressenter har erhållit bindande kreditlöften från Salomon Brothers International Limited/Citibank N.A. och Svenska Handelsbanken avseende erforderlig lånefinansiering villkorad - - bl.a. av att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkas negativt innan erbjudandet fullföljs. Kreditlöftena är i övrigt avgivna på sedvanliga villkor." Detta villkor är inte avvikande från marknadspraxis eller god sed på aktiemarknaden.

Bland annat för att säkerställa den lånefinansiering som prospektet hänvisar till har Perstorp lämnat viss information till Perstorp Intressenter under sedvanligt sekretessavtal. Sekretessavtalets bestämmelser innebär att all information som lämnas skall behandlas helt konfidentiellt och inte vidareförmedlas till tredje man. Sekretessavtalet innehåller också, på sedvanligt sätt, en erinran om insiderlagens bestämmelser samt förbud att handla i Perstorpaktier annat än efter medgivande av Perstorp. Informationsgivningen har således varit helt i enlighet med OM Stockholmsbörsens bestämmelser om selektiv informationsgivning från målbolaget i samband med förhandling av uppköpserbjudande.

I samband med förberedelserna för utbetalning av förvärvsfinansieringen erhöll Perstorp Intressenter under perioden närmast före och fram till förmiddagen den 27 september 2000 uppgifter från Perstorps företagsledning angående Perstorps resultatutveckling. De av Perstorp lämnade uppgifterna innebar i huvudsak att resultatet för Perstorps golvverksamheter var väsentligt sämre än förväntat och, framförallt, att osäkerheten kring den framtida resultatutvecklingen inom dessa verksamheter ökat. Perstorp Intressenter hade ett sedan tidigare inplanerat möte i Stockholm under eftermiddagen den 27 september 2000 med huvudfinansiären Salomon Brothers International Limited/Citibank N.A. och delfinansiären Svenska Handelsbanken. Efter det att bankerna tagit del av uppgifterna meddelade de att förutsättningarna nu var sådana att deras respektive kreditlöften inte längre var gällande.

Perstorp Intressenter befann sig på eftermiddagen den 27 september 2000 efter mötet med bankerna i den situationen att det var uppenbart att samtliga

villkor för erbjudandet inte kunde uppfyllas på grund av att villkoret om förvärvsfinansiering brustit. Det var angeläget att aktiemarknaden omedelbart fick ta del av informationen att budet inte kunde fullföljas. Perstorp Intressenter var dock förhindrat att kommunicera skälen för detta till marknaden på grund av det ingångna sekretessavtalet utan att Perstorp först, eller åtminstone samtidigt, offentliggjorde den väsentligt sämre resultatutvecklingen och den ökade osäkerhet kring den framtida intjänningen som var skälet till varför förvärvsfinansieringen ej längre var tillgänglig.

Omedelbart efter mötet med bankerna tog Perstorp Intressenter därför kontakt med Perstorp. På kvällen den 27 september 2000 överenskom, på Perstorps begäran, att parterna skulle skicka ut ett gemensamt pressmeddelande. Av detta framgick att Perstorps golvverksamheter redovisade ett väsentligt sämre resultat än förväntat och att Perstorp Intressenter därför inte kunde fullfölja sitt erbjudande eftersom samtliga villkor inte kunde komma att uppfyllas. Det var angeläget att marknaden omgående erhöll information om det inträffade, särskilt med hänsyn till att acceptfristen enligt erbjudandet skulle löpa ut den 29 september 2000, dvs. två dagar därefter. I samråd med OM Stockholmsbörsen stoppades även handeln i Perstorpaktien från och med den 28 september 2000 till dess mer fullständig information kunde kommuniceras till marknaden.

Efter det att anmälningstiden löpt ut den 29 september 2000 räknades de aktier och konvertibler som lämnats in under erbjudandet samman. Resultatet av sammanräkningen samt redogörelse för vilka villkor för erbjudandet som inte uppfyllts offentliggjordes genom pressmeddelande den 2 oktober 2000 av Perstorp Intressenter.

Det är enligt Perstorp Intressenters yttrande otvivelaktigt att en anbudsgivare, enligt svensk rätt, har rätt att villkora sitt anbud av i stort sett varje tänkbart förhållande och att, för det fall villkoret inte uppfylls, återkalla anbudet. Om det under anbudstiden framkommer omständigheter som otvetydigt visar att villkor för anbudet inte kommer att kunna uppfyllas kan anbudsgivaren, under hänvisning till den anteciperade bristande villkorsuppfyllelsen, återkalla anbudet.

Det är likaledes klart att enligt Näringslivets Börskommittés "Rekommendation rörande offentliga erbjudanden" (1999) ("rekommendationen") kan en budgivare villkora sitt erbjudande utifrån de omständigheter budgivarna finner relevanta och som kan ha avgörande betydelse för budgivarens möjlighet att fullfölja ett erbjudande.

Det följer av rekommendationen att budgivaren har skyldighet att lämna detaljerade upplysningar om de villkor som uppställs för erbjudandet och att, i den mån budgivare förbehåller sig rätt att disponera över villkoren, lämna aktieägare och andra som berörs av erbjudandet, en möjlighet att återkalla sina accepter intill dess att erbjudandet inte längre villkoras av omständigheter över vilka anbudsgivaren disponerar.

Den praxis rörande villkor för offentliga erbjudanden som utvecklats på den svenska marknaden under de senaste 10 åren visar också att budgivare utnyttjat möjligheten att villkora offentliga erbjudanden av en mängd olika omständigheter, däribland möjligheten att erhålla finansiering på godtagbara villkor.

Offentliga erbjudanden har dessutom bl.a. villkorats av godkännande av bolagsstämma av en tilltänkt apportemission, genomförande av en fördjupad granskning av målbolagets verksamhet och finansiella ställning, och fullföljande av avtal rörande samgående mellan budgivare och målbolag.

Flera av dessa typer av villkor har utformats på sätt som lämnar budgivaren betydande diskretion vid avgörande av om villkoret uppfyllts. Så kan t.ex. nämnas erbjudanden som villkorats av att bolagsstämma i budgivande bolag fattar beslut om emission av aktier eller andra finansiella instrument till det köpande bolagets aktieägare eller till kapitalmarknaden. I dessa fall disponerar således aktieägarna i det budgivande bolaget över villkoret. I en situation där budbolagets aktieägare anser att värdet på målbolaget inte motsvarar det erbjudna vederlaget har de kunnat tillse att villkoret inte uppfyllts och erbjudandet därigenom inte fullföljts.

Även villkor som gör erbjudandet beroende av att budgivaren vid en granskning av målbolaget, s.k. due diligence, före fullföljande av erbjudandet, inte finner omständigheter som negativt inverkar på målbolagets verksamhet eller finansiella ställning, är exempel på hur budgivaren har betydande möjlighet att på diskretionära grunder avgöra om ett erbjudande skall fullföljas.

Vidare kan t.ex. villkor rörande fullföljande av samgåendeavtal nämnas. Ett betydande antal av de största offentliga erbjudanden som genomförts i Sverige under senare år har varit villkorade av att ett mellan parterna ingånget samgåendeavtal fullföljs. Samgåendeavtalen kan i regel hävas av parterna och är för sitt fullföljande i allmänhet villkorade av ett stort antal omständigheter som bl.a. anknyter till utvecklingen av parternas verksamhet och finansiella ställning under tiden fram till erbjudandets fullföljande.

Slutligen har i några fall erbjudandet, såsom i det förevarande fallet med Perstorp, varit villkorat av att extern förvärvsfinansiering erhålls.

En avgörande skillnad mellan villkor om extern förvärvsfinansiering och övriga typer av ovan angivna villkor är att i de förra fallen budgivaren avhänder sig egen beslutanderätt i fråga om villkoret kan uppfyllas eller ej. Den slutliga bedömningen av detta ligger istället hos de externa finansierarna. Den omständigheten att ett villkor rörande extern förvärvsfinansiering är kopplat till målbolagets verksamhet och finansiella utveckling kan rimligen inte utgöra skäl för att anse att det skulle strida mot god sed på aktiemarknaden att åberopa ett sådant villkor för att avstå från att

fullfölja ett erbjudande. Såsom villkoren för extern förvärvsfinansiering normalt är strukturerade är denna koppling en förutsättning för att ett lånefinansierat förvärv över huvud taget skall kunna genomföras.

Huruvida en investering i ett aktiemarknadsbolag skall bli lönsam eller ej påverkas normalt av hur bolagets verksamhet, finansiella ställning och resultat utvecklas. Ett villkor om erhållande av extern förvärvsfinansiering som är kopplat till denna utveckling innebär därför inte en ny risk för aktieägarna, utan endast att redan existerande risk kvarstår under erbjudandetiden. I de allra flesta fall inträffar inte någon väsentlig resultatförsämring i målbolaget, varför marknaden generellt bör kunna åsätta denna risk låg sannolikhet vid värderingen. Om längre tid förflyter från erbjudandets offentliggörande till fullföljande, t.ex. på grund av en utdragen myndighetsprövning, ökar självfallet denna risk. I förevarande fall har anmälningstiden förlängts vid ett flertal tillfällen i syfte att avvakta besked från EG-kommissionen i fråga om erforderlig konkurrensprövning. Förutom att EG-kommissionens granskning i sig medför osäkerhet om huruvida ett erbjudande kommer att fullföljas eller inte, medför den långa handläggningstiden att erbjudandet även exponeras för externa finansiärers bedömningar under en längre tid.

I erbjudanden där vederlaget består av aktier utgivna av budgivaren kan en nedgång i kursen på budgivarens aktier medföra att erbjudandet blir så oattraktivt att det inte kan fullföljas. Även omvärldsfaktorer, som t.ex. en devalvering, kan leda till att ett offentligt erbjudande inte fullföljs. Detta fick aktiemarknaden erfara i samband med Volvos och Skanskas erbjudande till aktieägarna i Custos år 1992.

Det är enligt yttrandet uppenbart att såväl villkoren för erbjudandet som tillämpningen av detta ligger väl inom ramen för de normer som skall ligga till grund för prövningen av om ett förfarande är förenligt med god sed och tillika överensstämmande med den praxis som utvecklats på den svenska aktiemarknaden.

Det är av avgörande betydelse för en väl fungerande kapitalmarknad att den som överväger att lämna ett offentligt erbjudande har möjlighet att utforma villkoren för detta på ett sätt som är förenligt med budgivarens individuella förutsättningar.

Perstorp Intressenter anser att det villkor om förvärvsfinansiering som intagits i erbjudandet och tillämpningen av detta i det aktuella fallet är förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden.

Fråga 1

Frågan innefattar inte uppgift om de grunder på vilka Perstorp Intressenter påstås ha brutit mot god sed. Frågeställningen utgår från förutsättningar som inte korrekt speglar de faktiska villkoren för erbjudandet. Sålunda är det uppenbart att erbjudandet, i relevanta delar, endast är villkorat av

förefintligheten av nödvändig finansiering. Det bakomliggande skäl som medfört att finansieringen bortfallit, det vill säga den väsentligt försämrade resultatutvecklingen i Perstorps golvverksamhet, är således inte ett villkor för erbjudandet. Att resultatförsämringen haft den effekten, att finansieringen bortfallit är en omständighet som följer av villkor uppställda av tredje man, dvs. de banker som utfärdat kreditlöftena, över vilka villkor Perstorp Intressenter inte disponerat.

Det är inte korrekt att Perstorp Intressenter återkallade Erbjudandet. Innebörden av pressmeddelandet den 28 september var i stället att aktieägare och konvertibelinnehavare i Perstorp upplystes om att ett villkor för Erbjudandet, vilket löpte ut först den 29 september, inte skulle komma att uppfyllas. Efter anmälningstidens utgång stod det klart, förutom att finansieringsvillkoret inte uppfyllts, att anslutningsgraden endast uppgick till en mycket liten del av föreskriven nivå och att erforderligt beslut från EG-kommissionen inte förelåg. Även om pressmeddelandet skulle uppfattas som ett återkallande har Aktiemarknadsnämnden så sent som i april 2000 (uttalande 2000:8) konstaterat att ett återkallande är befogat i en situation där det står klart att ett villkor för ett offentligt erbjudande inte kommer att kunna uppfyllas.

Fråga 2

Eftersom Perstorp Intressenter inte åberopat annat villkor för att inte fullfölja erbjudandet än att erforderlig lånefinansiering bortfallit finns det inte anledning att gå närmare in på de rent hypotetiska förutsättningar som fråga 2 grundas på. De villkor om lånefinansiering som erbjudandet innefattade framgår tydligt såväl av det pressmeddelande som det prospekt som offentliggjordes i anledning av erbjudandet.

Fråga 3

Erbjudandet villkorades endast av förefintligheten av erforderlig lånefinansiering. Därför finns det inte anledning att närmare utreda huruvida en budgivare kan, som antyds i frågan, "återta" sitt erbjudandet om denne finner att målbolaget utvecklats i en ogynnsam riktning. Här hänvisas till vad ovan anförts om innebörden av finansieringsvillkoret och det faktum att berörda banker, och inte Perstorp Intressenter, disponerade över huruvida villkoret kunde uppfyllas eller ej. För övrigt bör det här understrykas att ett antal offentliga erbjudanden på den svenska marknaden har innehållit villkor av denna typ.

Fråga 4

Mot bakgrund av vad ovan anförts är det uppenbart att det är väl förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden att, i den form Perstorp Intressenter valt, villkora ett offentligt erbjudande av att erforderlig finansiering erhålls, allt under förutsättning av att detta villkor klart framgår av pressmeddelande, prospekt och annan offentlig information som lämnats till marknaden i anledning av erbjudandet.

Perstorp AB har yttrat sig över frågorna 5 och 6 i framställningen som nämnden inte behandlar. Detta yttrande återges därför inte här. Perstorp AB har vidare uttalat att enligt bolagets mening någon väsentlig negativ förändring av hela Perstorpkoncernens verksamhet och finansiella ställning inte inträtt i förhållande till den information som Perstorp har offentliggjort.

Överväganden

Frågorna 1-4 i framställningen handlar om möjligheten att på olika sätt villkora och avbryta ett påbörjat offentligt uppköpserbudande. NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv ger inte några klara svar på frågorna och någon utvecklad praxis från nämndens sida finns inte. Nämnden har därför funnit skäl att under sina överväganden även beakta vad som i dessa hänseenden gäller enligt den brittiska City Code on Takeovers and Mergers ("takeover-koden") varur den svenska rekommendationen har hämtat sina grunddrag.

Den brittiska takeover-koden innehåller tio generella principer och ett fyrtiotal mer detaljerade regler. En av de generella principerna är att ett bud får tillkännas "only when the offeror has every reason to believe that it can and will continue to be able to implement the offer" (General principle 3). Principen innebär bl.a. att budgivaren måste ha full finansiering ordnad för budet.

Vikten av att budet är finansierat understryks också av en särskild regel om "cash confirmation" (Rule 24.7). Regeln innebär att prospekt som upprättas i anledning av ett bud där vederlaget helt eller delvis utgörs av kontanter måste innehålla en försäkran från en tredje part, t.ex. budgivarens bank eller finansiella rådgivare, att budgivaren har tillgång till tillräckliga finansiella resurser för att fullfölja budet.

NBK:s rekommendation saknar motsvarighet till de nu nämnda bestämmelserna i den brittiska regleringen. Trots detta får det enligt nämndens mening, utifrån intresset av god sed på aktiemarknaden, normalt krävas att ett bud presenteras endast om budgivaren har finansiering ordnad för budet. Den närmare innebörden av kravet på finansiering måste bestämmas från fall till fall. Rent allmänt kan dock sägas att det inte kan anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att finansieringen är förenad med så långtgående möjligheter för en kreditgivare att ta tillbaka sitt kreditlöfte innan affären genomförs, att det finns en betydande risk för att budet inte kan fullföljas. Det skulle kraftigt försvåra prissättningen av aktien och riskera att minska förtroendet för aktiemarknadens funktionssätt. Samtidigt står det klart att man inte kan uppställa ett krav på att krediten skall vara i denna mening helt ovillkorad. Det skulle fördyra och i många fall helt omöjliggöra genomförandet av lånefinansierade uppköp på den svenska aktiemarknaden. Svårigheten att närmare ange vad som i detta sammanhang är acceptabla villkor gör det nödvändigt att kräva ett betydande mått av öppenhet om villkor som kan anses väsentliga för prisbildningen på aktien. Sådana villkor bör framgå av såväl pressmeddelande som prospekt

och, om så kan anses väsentligt för tolkningen, återges i den ordalydelse de har i finansieringsavtalet.

Nästa fråga blir då om budgivare, som erhållit ett finansieringslöfte på villkor som från synpunkten av god sed kan anses godtagbara, kan villkora budet vid att detta finansieringslöfte kvarstår under budperioden. Här kan inledningsvis konstateras att den brittiska regleringen i och för sig tillåter villkorade bud, under förutsättning att frågan om villkoren är uppfyllda eller ej inte uteslutande är beroende av budgivarens subjektiva bedömning och att budgivaren inte heller råder över villkorens uppfyllande (Rule 13). Detta till trots är utrymmet för att villkora ett bud av att finansieringsmöjligheten kvarstår synnerligen begränsat. Det följer av det uttryckliga kravet på full finansiering och en finansieringsförsäkran från tredje man.

NBK:s rekommendation utgår från att budgivaren är bunden av sitt anbud under acceptfristen om han inte ställt upp villkor för budets genomförande. Rekommendationen upptar inga bestämmelser om vilka slags villkor som kan uppställas vid frivilliga bud eller hur sådana villkor får vara utformade. I linje med den brittiska regleringen anser nämnden emellertid att god sed på den svenska aktiemarknaden kräver att villkor utformas så att det är möjligt att objektivt fastställa om de uppfyllts eller ej. Det innebär exempelvis att det inte kan anses godtagbart att villkora ett bud av att målbolaget rent allmänt inte utvecklas i en ogynnsam riktning. Villkoret måste vara mer preciserat än så och det bör också vara möjligt för exempelvis en revisor att verifiera att villkoret har eller inte har uppfyllts. Ett villkor av innebörd att budet fullföljs under förutsättning att avtalad finansiering kvarstår vid tidpunkten för affärens genomförande måste anses vara tillåtet enligt rekommendationen och är typiskt sett ett i nu nämnd mening objektivt villkor.

Skulle ett visst villkor visa sig ej vara uppfyllt har budgivaren rätt att avbryta budet. Detsamma gäller om det redan på ett tidigare stadium står klart att ett villkor inte kommer att kunna uppfyllas (AMN 2000:8). God sed på aktiemarknaden får emellertid anses innebära att så inte sker utan närmare prövning. Enligt den brittiska takeover-koden får en budgivare avbryta budet med hänvisning till att ett visst villkor inte uppfyllts endast om detta förhållande är av "material significance to the offeror in the context of the offer". På motsvarande sätt får god sed på den svenska aktiemarknaden anses kräva att budgivaren noga överväger betydelsen av att ett uppställt villkor inte uppfylls och prövar om det som hänt motiverar att budet avbryts. I linje med vad som anses vara en allmän lojalitetsprincip i kontraktuella och pre-kontraktuella förhållanden får god sed också anses kräva att budgivaren aktivt undersöker möjligheten att själv bidra till att villkoret kan uppfyllas. Särskilt viktigt får ett sådant aktivt handlande från budgivarens sida anses vara för det fall ett avbrytande av budet skulle vara till, eller av allmänheten skulle kunna uppfattas vara till, budgivarens fördel.

Aktiemarknadsnämnden gör mot nu redovisade bakgrund följande bedömning i anledning av frågorna 1-4 i framställningen.

Fråga 1

Den första frågan gäller huruvida Perstorp Intressenters återtagande av det offentliga erbjudandet på aktier och konvertibla skuldebrev i Perstorp var förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden.

Industri Kapital tillkännagav den 10 april 2000 att bolaget genom Perstorp Intressenter avsåg att lägga ett offentligt bud på samtliga aktier och konvertibla skuldförbindelser i Perstorp. I pressmeddelandet upplystes att budet skulle finansieras med eget kapital och lånade medel. Vidare angavs att bolaget genom Perstorp Intressenter erhållit bindande kreditlöften från Salomon Brothers International Limited och Svenska Handelsbanken avseende erforderlig lånefinansiering. Det upplystes om att kreditlöftena var villkorade av för kreditgivarna sedvanliga villkor och att ett sådant villkor var att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkades negativt innan erbjudandet fullföljdes. I det sedermera upprättade prospektet upprepades vad som i dessa hänseenden sagts i pressmeddelandet. Enligt nämndens mening måste denna information uppfattas som att Perstorp Intressenter villkorat budet av att den utlovade finansieringen kvarstod vid acceptfristens utgång, låt vara att formuleringen kunde ha varit tydligare.

Det anförda innebär således att kreditlöftena gjorts beroende av ett villkor som tog sikte på målbolagets utveckling. För att kreditlöftena skulle få återkallas krävdes dock att Perstorps verksamhet och finansiella ställning i väsentlig omfattning påverkades negativt. Nämnden har inte underlag för annan bedömning än att ett sådant villkor överensstämmer med hittillsvarande marknadspraxis.

Två dagar före acceptfristens utgång, vid ett möte den 27 september 2000, informerade Perstorp Intressenter kreditgivarna i fråga om en delvis försämrad resultatutveckling i målbolaget. Efter mötet meddelade dessa Perstorp Intressenter att de återkallat sina kreditlöften. Nämndens ordförande har tagit del av i detta sammanhang åberopade skriftliga dokument, som bestyrker att kreditlöftena återkallats i anslutning till detta möte och att återkallandet därefter skriftligen bekräftats. Huruvida kreditgivarna också haft fog för att återkalla kreditlöftena ligger utanför nämndens mandat att pröva.

Dagen efter det att kreditlöftena återkallats, den 28 september, meddelade Perstorp Intressenter att man inte skulle komma att fullfölja budet på Perstorp. I pressmeddelande upplystes att Perstorp, som ett resultat av svårigheterna inom bolagets laminatgolvverksamheter, bedömdes komma att redovisa ett sämre resultat än förväntat och att osäkerheten kring den framtida resultatutvecklingen inom dessa verksamheter hade ökat. Den negativa utvecklingen för laminatgolvverksamheter innebar enligt

pressmeddelandet att förutsättningarna för Perstorp Intressenter erbjudande till aktieägare och konvertibelinnehavare i Perstorp väsentligt förändrats. "Erbjudandet fullföljs därför inte, eftersom samtliga villkor ej kan uppfyllas", hette det därefter i pressmeddelandet. Först i sitt pressmeddelande den 2 oktober informerade Perstorp Intressenter om att finansieringen inte längre var tillgänglig.

Perstorp Intressenter, som inte gjort sitt bud beroende av något förbehåll som tog sikte på Perstorps resultatutveckling, hade uppenbarligen inte rätt att återkalla budet endast med hänvisning till en negativ utveckling för Perstorps laminatgolvverksamhet. Från Perstorp Intressenters sida har hävdats att pressmeddelandet den 28 september inte heller var avsett som en återkallelse utan endast som en information om att samtliga villkor inte skulle komma att uppfyllas. Pressmeddelandet uppfyllde emellertid i så fall inte de anspråk på tydlighet som kan ställas, särskilt som den uteblivna finansieringen över huvud taget inte nämndes. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden kan Perstorp Intressenter inte undgå kritik för den otydliga utformningen av pressmeddelandet den 28 september och tidsutdräkten om fyra dagar till dess ett nytt och mer rättvisande pressmeddelande skickades ut.

Vad slutligen gäller Perstorp Intressenters beslut att efter kreditgivarnas besked genast avbryta budet konstaterar nämnden att den dokumentation som Perstorp Intressenter förebragt inte innehåller något som pekar på att Perstorp Intressenter försökt att förhindra att kreditlöftena återtogs, att erhålla krediterna på modifierade villkor eller att vidta någon annan åtgärd för att rädda erbjudandet, detta trots att det redan före mötet den 27 september måste ha stått klart att en resultatförsämring skulle komma att redovisas för laminatgolvverksamheterna. I linje med vad ovan anförts är det därmed inte visat att Perstorp Intressenter tillgodosett den lojalitetsplikt som från synpunkten av god sed på aktiemarknaden måste gälla för en budgivare i den uppkomna situationen.

Fråga 2-4

Frågorna 2-4 tar inte sikte på Industri Kapitals bud på Perstorp. De är av generellt slag och får anses besvarade ovan.

I behandlingen av detta ärende har deltagit: Johan Munck (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Hans Edenhammar, Sören Lindström och Per Lundberg.

Källförteckning

Rättsfall

NJA 1978 s 145
NJA 1985 s 343
NJA 1987 s. 692
NJA 1990 s 745

Offentligt tryck

Prop 1991/92:42 – Insiderhandel
Prop 1991/92:113 – Ny börslagstiftning m.m.
Prop 1988/89:76 – Köplagen

SOU 1989:72 del II – Värdepappersmarknaden i framtiden
SOU 1997:22 - Aktiebolagets kapital

Litteratur

Afrell, Lars, Klahr, H & Samuelsson, P, Lärobok i kapitalmarknadsrätt,
Norstedts Juridik, 2:a uppl., Stockholm, 1998

Bentelius, Lars (red), Agneklev, Kristian (red), God Advokatsed,
Advokatförlaget, Stockholm, 1998

Bergström, Claes, Samuelsson, Per, Aktiebolagets grundproblem – en
rättsekonomisk analys, Nerenius & Santérus Förlag AB, Stockholm., 1997

Gorton, Lars (red), Due Diligence: garantier och undersökning vid olika
avtalstyper, Studentlitteratur, Lund, 2002

Grönfors, Kurt, Avtalsgrundande rättsfakta, Nerenius & Santérus Förlag
AB, Stockholm, 1993

Jansson, Per-Ola, Regelbildning på värdepappersmarknaden, Juristförlaget
JF AB, Stockholm, 1995

Nial, Håkan, Johansson, Svante, Svensk associationsrätt, 5 uppl., Norstedts
Juridikförlag, Lund, 1991

Norberg, Claes, Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal,
ur Variationer på ett obligationsrättsligt tema, vänbok till Axel Adlercreutz

(Lars Gorton och Birgitta Nyström (red)), Handelsrättsligt skriftserie, Institutionen för handelsrätt, Lund, 1998

Ramberg, Jan, Herre, Johnny (medv.), Köplagen, Fritzes Förlag, Stockholm, 1995

Ramberg, Jan, Hultmark, Christina, Allmän avtalsrätt, 5:e uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm 1999

Rodhe, Knut, Skog, Rolf (bearbetning), Aktiebolagsrätt, 19 uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2000

Simonsen, Lasse, Prekontraktuellt ansvar, Universitetsförlaget, Oslo, 1997

Strömholm Stig, Rätt, rättskällor och rättstillämpning, 4:e uppl, Norstedts Juridik, 1992, Lund

Artiklar

Bergström, Claes, Högfeldt, Peter och Samuelsson, Per, Om kravet på likabehandling av aktieägare, Tidsskrift for Rettsvitenskap, 1994, s. 117-165

Hård, Tom, Börsföretagens selektiva informationsgivning – från nästan inget till nästan allt, Till Gunnar Nord – ett symposium, 1996

Jensen, Roland, Offentliggörande av innehav av värdepapper eller flaggning, Balans 4/96

Jonson, Lars m.fl., SvJT, 2001, s. 206 – 325, Lagstiftning eller självreglering – anföranden vid ett rättsymposium den 23 och 24 november 2000 på Häringe slott

Kleinemann, Jan, Skadeståndsgrundande uppträdande vid avtalsförhandlingar, JT 1991-92 s. 125 - 140

Munck Johan, Aktiemarknadsnämnden 10 år, SvJT 1996 s 899-903

Nicander Hans, Lojalitetsplikt före, under och efter avtalsförhållanden, JT 1995/96 s 31-49

Skog, Rolf, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, Nordisk tidsskrift för selskabsrett, juli 1999:2, s 65-78

Taxell Lars Erik, Om lojalitet i avtalsförhållande, Defensor Legis 1977 s 149-155

Taxell, Lars Erik, Avtalsbundenhet och avtalsbrott, FJFT, 1994 s 306-322

Aktiemarknadsnämnden

AmN 1988:1
AmN 1988:3
AmN 1994:2
AmN 1998:7.
AmN 1998:9
AmN 2000:20

Övrigt

Börsinformation – en handledning, Stockholmsbörsen

Finansinspektionens föreskrifter om inregistrering av fondpapper m.m., beslutade den 11 november 1992 (FFFS 1995:43)

Finansinspektionens föreskrifter om prospekt, beslutade den 10 december 1992 (FFFS 1995:21, ändrad genom FFFS 1997:16).

Näringslivets Börskommitté *Rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (1999)* I p.1