



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Per Nerle

Objektivt verifierbara fullföljandevillkor

Examensarbete 30 hp

Katarina Olsson

Börsrätt

HT-07

Innehållsförteckning

FÖRORD	1
SUMMARY	2
SAMMANFATTNING	4
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och frågeställning	8
1.3 Material och metod	8
1.4 Disposition	9
2 TAKEOVER-REGLERNA	10
2.1 Takeover-direktivet	10
2.2 Den svenska regleringen	11
2.3 Den brittiska regleringen	12
2.4 Fullföljandevillkor	13
2.4.1 Stockholmsbörsens regler	13
2.4.2 The City Code on Takeovers and Mergers	15
2.4.2.1 Faktiska uppköpserbjudanden	16
2.4.2.2 Planerade uppköpserbjudanden	18
3 AKTIEMARKNADSNÄMNDEN	19
3.1 Uttalanden	20
3.1.1 2000:20 "Perstorpsfallet"	20
3.1.1.1 Kommentar	21
3.1.2 2003:12 "Rambøll"	22
3.1.2.1 Kommentar	23
3.1.3 2003:15 "Anonymt 1"	25
3.1.3.1 Kommentar	26
3.1.4 2005:16 "Anonymt 2"	26
3.1.4.1 Kommentar	27
3.1.5 2005:33 och 2005:36 Old Mutual/Skandia	27
3.1.5.1 Kommentar	27
3.1.6 2006:38 och 2006:42 "JCE Group - Cybercom" och "JCE Group - Semcon"	28
3.1.6.1 Kommentar	29
3.1.7 2007:18 "Anonymt 3"	29

3.1.7.1	Kommentar	30
4	THE PANEL ON TAKEOVERS AND MERGERS	31
4.1	Uttalanden	31
4.1.1	2001/15 "WPP – Tempus"	31
4.1.1.1	Kommentar	32
5	VILLKOR	34
5.1	Minsta anslutning	34
5.1.1	Kommentar	34
5.2	Annat offentliggjort bud	35
5.2.1	Kommentar	35
5.3	MAC - villkor	35
5.3.1	Kommentar	36
5.4	Försvårat förvärv	36
5.4.1	Kommentar	36
5.5	Försämrade förutsättningar	37
5.5.1	Kommentar	37
5.6	Korrekt information	38
5.6.1	Kommentar	38
5.7	Tillstånd	39
5.7.1	Kommentar	39
6	MARKNADSMÄSSIGA ASPEKTER PÅ FULLFÖLJANDEVILLKOR	41
	AVSLUTNING	43
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	47
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING M.M.	49

Förord

Till Er som har varit till mitt stöd under utbildningen.

Summary

The Swedish share market has during a long period of time, been pervaded by self regulation. Until a couple of years ago, Näringslivets Börskommitté stated recommendations regarding good faith at the share market. When the Public Takeover Act was adopted, Stockholmsbörsen adopted Näringslivets Börskommitté's framework. The actors on the share market undertakes by an agreement to obey the legal framework and its sanctions.

Public corporations that announce an offer usually makes the offer dependent on conditions. These conditions are named pre-conditions. The Swedish take-over regulation prescribes that the pre-conditions has to be objective. Pre-conditions may not depend on subjective judgements by the offeror.

AMN is the Swedish body whose duty is to interpret the legal framework and to define good faith at the share market. AMN has handled the requirement for pre-conditions objectivity in several statements. The most prominent statement is "Perstorpsfallet" in which the importance of objective pre-conditions first introduced at the Swedish share market.

Great Britain was Sweden's role model when adopting the requirement for objective pre-conditions. As in Sweden, Great Britain's share market has been pervaded by self regulation. The Panel on Takeovers and Mergers is the body who interpret the British legal framework, the City Code on Takeovers and Mergers.

The need for implementing objective pre-conditions was motivated by that share owners would be able to understand and evaluate the presumptions for offers fulfilment. Without objective pre-conditions offeror's would be able to put up conditions that are depending on subjective judgements by the offeror's. Therefore it would be impossible to anticipate if an offer would be followed out or not. As a result, the offeror can choose to fulfil the offer or withdraw it.

AMN:s interpretation of objective pre-conditions has been carried out with fluctuational results. As the result of AMN:s interpretation, the boundary between objective and subjective pre-conditions has not been defined. Instead, AMN has mostly reproduced current law without detailed motivations. In Great Britain, The Panel on Takeovers and Mergers has produced its statements in a similar way.

The legal framework advocates simplicity and lucidity wherefore a boundary between objective and subjective pre-conditions has to be defined. AMN has announced that some kind of objective evaluation is satisfying. The boundary is not far from the range of this statement. It is not easy to define what is objective. For this reason it must be even harder to define

some kind of objectivity. Sometimes AMN:s statements leave more questions than answers.

Some clauses are difficult to produce in an objective way, for example, MAC-conditions. These pre-conditions contain phrases as “*material adverse change*”. Pre-conditions that contain mathematical formulas or numerical terms are with absolute certainty objective.

Sammanfattning

Den svenska aktiemarknaden har under lång tid präglats av självreglering. Tidigare utfärdade Näringslivets Börskommitté rekommendationer om vad som var god sed på aktiemarknaden. Lagen om offentliga uppköpserbjudanden tillkom och Stockholmsbörsen övertog tillämpningen Näringslivets Börskommittés regler om offentliga uppköpserbjudanden. Marknadens aktörer åtager sig avtalsvägen att följa Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden och underkasta sig dess sanktioner.

Ett bolag som lämnar ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett annat bolag brukar villkora erbjudandets fullföljande. Dessa villkor kallas fullföljandevillkor. Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden föreskriver att dessa villkor skall vara objektivt verifierbara. Fullföljandevillkor får således inte vara beroende av budgivarens subjektiva uppfattning.

Aktiemarknadsnämnden är det svenska organ som har till uppgift att bli tolka Stockholmsbörsens regler och verka för god sed på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden har i flertalet uttalanden behandlat kravet på fullföljandevillkors objektivitet. Det mest framträdande uttalandet är ”Perstorpsfallet” där objektivitetskravet introducerades för den svenska aktiemarknaden.

Förebilden för införandet av objektivitetskravet i Sverige var Storbritannien. Även Storbritanniens aktiemarknad har under en lång tid präglats av självreglering. The Panel on Takeovers and Mergers är det organ som tolkar och tillämpar det brittiska regelverket, the City Code on Takeovers and Mergers.

Införandet av objektivitetskravet i Sverige motiverades bland annat med att aktieägare enkelt skall kunna bedöma förutsättningarna för erbjudandets genomförande. Utan ett objektivitetskrav kan budgivare ställa upp villkor som är beroende av budgivarens subjektiva tolkning. Det vore då omöjligt att förutse om erbjudandet fullföljs eller. Budgivaren kan då fritt välja om han vill ta tillbaka erbjudandet eller fortsätta genomföra det.

AMN:s tolkning av objektivitetskravet har genomförts med varierande resultat. Någon direkt konkretisering av objektivitetskravet har AMN inte utarbetat. Istället har AMN i sina uttalanden mestadels redogjort för gällande rätt och inte djupgående analyserat problemställningarna. Likaså har The Panel on Takeovers and Mergers uttalanden inte heller varit analyserande.

Eftersom regelverket förespråkar enkelhet och tydlighet bör en gräns mellan objektivt och subjektivt utarbetas. AMN har uttalat att en något slags

objektiv bedömning är tillfredsställande. Gränsen mellan objektivt och subjektiv blir härigenom inte klart definierad och om det anses vara svårt att definiera objektivt kan det ifrågasättas om någon slags objektivitet enklare kan definieras. I vissa fall ger AMN:s uttalande fler frågor än svar.

Vissa klausuler är genomgående besvärliga att objektivt verifiera. MAC-villkor är av sådant slag. Dessa fullföljandevillkor innehåller ofta fraser såsom ”*väsentlig negativ förändring*” eller liknande. De villkor som med säkerhet kan objektivt verifieras är villkor som innehåller numeriska termer eller matematiska formler.

Förkortningar

AMN	Aktiemarknadsnämnden
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets Börskommitté
SBOU	Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, 2006-07-01

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Under senare år har företagsförvärv blivit allt vanligare. I dagstidningar och affärspressen kan det dagligen läsas om genomförda eller offentliggjorda planer på förvärv. Med ett ökat antal transaktioner har regelverket på senare år utvidgats varför fler frågeställningar uppkommit som tidigare ej besvarats.

Jag har alltid haft ett stort intresse för aktiemarknaden utan att jag tidigare haft någon större kunskap om hur marknaden rättsligt regleras. Att skriva denna uppsats ser jag som en möjlighet till att fördjupa mina kunskaper inom ett område som intresserar mig och även spelar en stor roll i det dagliga affärlivet. Uppsatsen skall behandla budvillkor, även kallat fullföljandevillkor, vid förvärv av publika bolag. Intresset till det specifika ämnet väcktes efter förslag av Erik Sjöman, Advokat hos Vinge KB.

Aktiemarknadsnämnden har lämnat ett flertal rekommendationer kring fullföljandevilkors förenlighet med god sed på aktiemarknaden. Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden föreskriver att fullföljandevilkoren skall vara objektivt verifierbara.

Att definiera ett objektivt villkor torde de flesta jurister inte se som en större utmaning. Svårigheterna i definitionsfrågan uppkommer när begreppet skall töjas till sin yttersta gräns. Kärnan i begreppet objektivt kan enkelt slås upp i en ordbok. Däremot finner man inget svar på var gränsen går intill det subjektiva. Vad ni som läsare, eller jag som författare har för uppfattning om hur långt ett objektivt villkor kan sträckas utan att definieras som subjektivt spelar ingen större roll, utan det viktiga är hur Aktiemarknadsnämnden ser på saken. Frågan är om Aktiemarknadsnämnden har utarbetat ett enhetligt begrepp som används konsekvent eller om gränsen mellan objektivt och subjektivt är flytande?

En internationell utblick kommer att göras gentemot Storbritanniens Panel on Takeovers and Mergers¹ och dess regelverk. Eftersom den brittiska takeover-regleringen är mycket lik den svenska kommer denna utblick att vara vägledande för tolkningen och tillämpningen av Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Vissa inslag kan uppfattas såsom komparativa men något sådant syfte har jag inte, dock måste viss bakgrundsfakta framhållas för att underlätta förståelsen. Det brittiska regelverket är mycket omfattande och kommer endast att beröras delvis. Svensk likväl brittisk takeover-reglering innehåller förbudsbestämmelser mot subjektiva fullföljandevillkor. Med anledning av reglernas slående

¹ Nedan kallad Panelen.

likhet bör det framgå om aktiemarknadsnämnden har tillämpat objektivitetskravet på samma sätt som Panelen. Upptäcks en viss diskrepans innebär det inte automatiskt att någon felaktig tillämpning har kommit i fråga. Diskrepansen kan i så fall visa på alternativ tillämpning av objektivitetsvillkoret.

1.2 Syfte och frågeställning

Jag skall i denna uppsats utreda på vilket sätt AMN:s rekommendationer har påverkat tolkningen av objektivitetskravet. Uppsatsen skall klargöra om AMN har en klar gräns för hur objektivitetskravet skall tillämpas utan att någon godtycklig tillämpning kommer ifråga samt utreda hur långt fullföljandevillkor kan sträcka sig, utan att Aktiemarknadsnämnden anser att objektivitetskravet överskrids. Syftet med analyserna av AMN:s och Panelens uttalanden är delvis att få klarhet i hur objektivitetskravet tillämpas men även visa hur alternativa lösningar kan se ut. Läsaren kommer uppmärksamma att jag i flertalet fall argumenterar mot AMN med avsikt att inte godta deras lösning utan att försöka se problemställningen utifrån andra perspektiv. Frågeställningarna som skall besvaras är:

1. Har AMN enhetligt tillämpat objektivitetskravet?
2. Hur skall fullföljandevillkor utformas för att objektivt kunna verifieras?
3. Var går gränsen mellan subjektiva och objektiva fullföljandevillkor?

1.3 Material och metod

Vid författandet av uppsatsen använder jag mig av en rättsdogmatisk metod. Att använda en rättsdogmatisk metod innebär att författaren använder sig av primärkällorna dvs. praxis, lagtext, förarbeten och doktrin. Den som är insatt på området kan reagera över att det inte finns någon direkt omfattande lagtext och inte heller någon praxis på området, i alla fall inte i den traditionella bemärkelsen.

Varför uppsatsen kan hänföras till den rättsdogmatiska metoden motiveras med att den svenska självregleringen har karaktären av lagtext utan att direkt vara införd i Svensk Författningssamling. Marknadsnoterade bolag har åtagit sig avtalsvägen att följa de regler och underkasta sig de sanktioner som marknadsplatsen har beslutat om. AMN:s uttalanden är endast vägledande inom området och behöver ej följas. Trots dess icke tvingande karaktär följs AMN:s uttalanden i de flesta fall. Anledningen härtill är att ett av de hårdaste straff börsbolag kan uppleva är straff utdelat av marknaden själv.

För att skriva denna uppsats har jag utfört ett omfattande förarbete där källmaterial kritiskt har granskats. Det största problemet med ämnesområdet är det bristfälliga materialet. Trots mångfalden av litteratur rörande allmän börsrätt är takeover-regleringen fortfarande en relativt ny företeelse som inte

har fått alltför stor plats i litteraturen. När ämnesområdet stramas åt ytterligare, med inriktning på fullföljandevillkors objektivitet behövs inte frågan besvaras huruvida det finns tillfredsställande källmaterial eller inte. AMN:s uttalanden varit grundstenen i denna uppsats såsom källmaterial och uppsatsens tyngdpunkt ligger i analysen av dess uttalanden.

Det kan diskuteras huruvida bristande litteratur är till fördel eller nackdel vid uppsatsförfattande. Jag anser att den bristande litteraturen har varit till min fördel av den anledningen att jag har varit tvungen att genomföra djupgående analyser för att finna konstruktiva lösningar utan att ta hjälp av andra författare.

1.4 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i två avdelningar. Den första avdelningen är ett deskriptivt avsnitt som innehåller visst analytiskt djup men huvudsakligen redogör för relevanta fakta för att läsaren skall kunna sätta sig in i och förstå uppsatsens ändamål. Den andra avdelningen är av analytisk karaktär där jag genom egna tankar och funderingar samt med hjälp av doktrinen diskuterar och analyserar ämnesområdet för att få svar på uppsatsens frågeställningar.

Uppsatsen är således disponerad så att jag till en början gör en genomgång av relevanta regler för ämnesområdet. Reglerna som kommer att beröras är framför allt Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden (takeover-reglerna) men även direktivet 2004/25/EG samt den brittiska regleringen. Efter den generella beskrivningen av takeover-reglerna kommer fullföljandevillkor utifrån de svenska och brittiska regelverken att kommenteras med övervikt på den svenska regleringen. Senare i uppsatsen kommer ett antal av Aktiemarknadsnämndens samt Panelens uttalanden att refereras och analyseras. Uppsatsens tyngdpunkt ligger på analysen av denna del. Efter analysen av dessa uttalanden kommer vanliga fullföljandevillkor att analyseras i ljuset av objektivitetsprincipen. Diverse fullföljandevillkor kommer att hämtas ur pressmeddelanden av offentliggjorda uppköpserbudanden. Till sist kommer jag att ge mina egna marknadsmässiga synpunkter på objektiva fullföljandevillkor innan uppsatsen avslutas. Med marknadsmässiga synpunkter menas vilken inverkan objektiva fullföljandevillkor har på aktiemarknaden.

2 Takeover-reglerna

2.1 Takeover-direktivet

År 2004 beslutades på gemenskapsnivå att direktivet² 2004/25/EG, även kallat ”takeoverdirektivet”, skulle implementeras i medlemsstaternas nationella lagstiftning senast den 20 maj 2006. Den brittiska regleringen av uppköpserbjudanden, The City Code on Takeovers and Mergers har stått som förebild för direktivets utformning. Direktivet innehåller regler rörande offentliga uppköpserbjudanden för bolag vars aktier handlas på en reglerad marknad och syftar till att garantera aktieägarna i bolag som är föremål för uppköpserbjudanden en rättvis och rimlig behandling.³

När direktivet skulle införlivas i Sverige uppkom frågan hur det skulle ske. I normala fall genomförs EG-direktiv genom nationellt bindande regler men i detta fall gjordes ett undantag. Storbritannien liksom Sverige har tidigare haft en omfattande självreglering på värdepappersmarknaden. Direktivet kunde genomföras genom en kod eller genom annan självreglering i näringslivet under förutsättning att den var fast förankrad i en offentlig reglering. Direktivet genomfördes genom fortsatt tillämpning av NBK:s regler med diverse justeringar som krävdes av takeover-direktivet. För att säkerställa att direktivet blev genomförbart på ett korrekt sätt var NBK:s regler tvungna att inordnas i en offentlig struktur. I Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet togs in en bestämmelse om att varje börs och auktoriserad marknadsplats skulle ha regler om offentliga uppköpserbjudanden som uppfyllde direktivets krav, se 4 kap. 2 a § LBC. Budgivare vars aktier inte är noterade på svensk börs träffades ej av denna reglering. Istället infördes regler om att även utländska budgivare är skyldiga att enligt lag följa den svenska regleringen samt underkasta sig de sanktioner marknadsplatsen får besluta om, se Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden 2 kap. 1 §.⁴

Direktivet vilar på ett antal grundprinciper som har ansetts värdefulla att bibehålla för att upprätthålla en rättvis och väl fungerande takeover-reglering. Dessa principer anges i direktivets art. 3.1. Genom införandet av direktivet har medlemsstaterna garanterat att säkerställa att grundprinciperna skall efterlevas.⁵

² Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

³ Prop. 2005/06:140, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, s. 34.

⁴ Prop. 2005/06:140, s. 42 f.

⁵ Prop. 2005/06:140, s. 35.

2.2 Den svenska regleringen

Sverige hade, som nämndes i avsnitt 2, sedan tidigare Näringslivets börskommitté som verkade för god sed på värdepappersmarknaden genom att ge ut rekommendationer. Den första NBK-rekommendationen rörande offentliga uppköpserbjudanden kom ut 1971 och har under senare år reviderats vid några tillfällen.⁶

Efter införandet av lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden gjordes vissa förändringar i lagstiftningen. Stockholmsbörsen beslutade att genom avtalsbundenhet gentemot börsbolagen göra NBK:s regler om offentliga uppköpserbjudanden till sina egna regler.⁷

De bolag som är anslutna till börsen via OMX:s noteringsavtal är förpliktade att följa Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, nedan kallad takeover-reglerna, noteringsavtalet p.1d. Att bolag som planerar uppköp på aktiemarknaden följer Stockholmsbörsens regler är en självklarhet. Av 2:1 1 st. p.1-2 LUA följer att bolag som planerar offentliga uppköp måste underkasta sig den svenska takeover-regleringen och dess sanktioner. Den svenska aktiemarknaden har sedan lång tid tillbaka präglats av självreglering och även utan sanktionsmöjligheter har ett bolag som inte följer reglerna stora svårigheter att agera på marknaden då dessa bolag blir ”svartlistade” av andra börsbolag.⁸ Genom att marknadsplatserna tecknar avtal med de noterade bolagen samtidigt som detaljreglering skapas för de särskilda marknadsplatserna uppkommer självreglering när regelverket kombineras tillsammans med den sed som skapas på aktiemarknaden.⁹ Takeover-reglerna skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte vilket innebär att vid tillämpning av reglerna skall både ordalydelsen och den bakomliggande tanken med bestämmelserna respekteras. Liksom takeover-direktivet och den brittiska takeover-regleringen inleds de svenska takeover-reglerna med grundprinciperna som alltid måste beaktas. De svenska principerna är desamma som anges i direktivet 2004/25/EG och är följande¹⁰:

- Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas.
- Innehavarna av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När målbolagets styrelse ger värdepappersinnehavarna råd skall den

⁶ Prop. 2005/06:140, s. 37.

⁷ Förord till SBOU, 7 st.

⁸ Sjöman, Erik, Om villkorade och ovillkorade ”anbud” vid offentliga uppköpserbjudanden, Avtalslagen 90 år, 2005, s. 96.

⁹ Grundvall, Björn, Melin, Annika, Thorell, Per, Vägvisare till börsen, Lieber ekonomi, 2003 s. 82.

¹⁰ Inledningen till SBOU.

ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet.

- Målbolagets styrelse skall handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.
- Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudandet eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids.
- En budgivare får tillkänna ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan erläggas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa erläggandet av varje annat slag av vederlag.
- Ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.

Eftersom takeover-direktivet har karaktären av ett minimidirektiv, dvs. medlemsstaterna kan föreskriva en mer långtgående reglering innebär detta att de svenska grundprinciperna likaså den svenska regleringen i övrigt generellt inte är identisk med takeover-direktivet.¹¹

2.3 Den brittiska regleringen

The City Code on Takeovers and Mergers¹² utgavs redan 1968 och har sedan dess varit regelverket för förvärv rörande företag registrerade i Storbritannien, Kanalöarna och på Isle of Man, Kodens sektion A p. 3. Kodens tillämplighet avgörs av bolagens registrering, inte av platsen för aktiernas notering. Den brittiska marknaden rörande uppköp har präglats av självreglering, vilket den fortfarande gör, men införlivandet av direktivet resulterade på samma sätt som i Sverige en fast förankring i lag.¹³

Koden är uppbyggd av sex generella principer, 38 regler och kommentarer härtill. Principerna är tagna ur direktivet och direkt införda i koden. Koden skall enligt ett brittiskt domstolsavgörande¹⁴ tolkas som lag och inte som avtal vilket medför att det sex principerna har stor betydelse för tolkningen och tillämpningen av koden. Principerna är uttryckta i generella termer vilket medför att det ej går att precist definiera dessa principers räckvidd. Istället skall principerna tolkas i enlighet med dess underliggande syfte. Panelens tillämpning av

¹¹ Prop. 2005/06:140, s. 138.

¹² Nedan kallad koden.

¹³ A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers 2006/2007, City & Financial Publishing, 2006, s. 26.

¹⁴ [1981] 1 W.L.R. 624 (C.A.).

regelverket ger ytterligare vägledning för tolkning och tillämpning av koden.¹⁵ Panelen har, till skillnad från AMN, även möjligheten att genom tolkningsavgöranden utfärda nya regler som komplement till koden. Vid uppköpserbjudanden kan frågor uppkomma som ej direkt är reglerade i koden eller därför att budgivaren avsiktligt försöker kringgå reglerna. I dessa situationer skall kodens sex grundprinciper användas vid tolkningen. Det uppkomna resultatet skall på bästa och mest rättvisa sätt avspegla kodens bakomliggande syfte.¹⁶ Det handlar om att skapa en rättvis balans mellan budgivaren och målbolagets aktieägare.¹⁷

2.4 Fullföljandevillkor

Ett bolag som offentliggör ett uppköpserbjudande av ett annat bolag brukar vanligtvis villkora erbjudandet. Uppfylls inte de uppställda villkoren är budgivaren inte längre bunden av erbjudandet och kan således ta tillbaka budet. Anledningen till att erbjudandet villkoras är att budgivaren skall veta vad som köps. Ifall någon händelse medför att målbolaget blir mindre köpvärd vill budgivaren ha möjligheten att kunna återta erbjudandet. Förvärvets fullföljande är således beroende av att dessa villkor uppfylls varför villkoren kallas fullföljandevillkor.

2.4.1 Stockholmsbörsens regler

Offentliga erbjudanden får endast lämnas efter en förberedelse som visar att budgivaren har förmåga att genomföra budet. Vid förberedelsen föreskrivs att budgivaren skall använda sig av expertis som är förtrogen med den svenska aktiemarknaden, takeover-reglerna p.II.1. Stockholmsbörsens disciplinnämnd har möjlighet att som sanktion utdöma vite gentemot bolag som bryter mot reglerna.¹⁸ Fler sanktionsåtgärder såsom vite eller avnotering följer av noteringsavtalets p.4.

Lämnas ett offentligt bud på ett börsnoterat bolag skall det budgivande bolaget offentliggöra budet genom ett pressmeddelande. P.II.3 innehåller detaljerade villkor rörande pressmeddelandet, bl.a. skall villkoren för erbjudandets genomförande finnas med. Takeover-reglerna tillåter att offentliga bud förenas med fullföljandevillkor enligt p.II.4 1 st.

Jag är av den uppfattning att reglerna om fullföljandevillkor är felaktigt placerade i takeover-reglerna. Med felaktig placering menar jag att p.II.4 och p.II.5 borde byta plats. Att läsa regleringen i p.II.5 förenklar avsevärt förståelsen av textens innebörd. Av pedagogiska skäl kommer jag därför att börja kommentera p.II.5. Huvudregeln är att ett offentligt erbjudande inte får återkallas. Från huvudregeln finns tre undantag när återkallelse av

¹⁵ Practitione Guide, a. a. s. 2.

¹⁶ Practitioner's Guide, a. a. s. 4.

¹⁷ Sudarsanam, P. Sudi, The Essence of Mergers and Acquisitions, 1995, Prentice Hall s. 83.

¹⁸ Stattin, Daniel, Takeover – Offentliga uppköpserbjudanden – Regler, tolkning och tillämpning, 2006, Thomson Fakta s. 39.

anbudet är möjligt. *Första undantaget* är att erbjudandet är villkorat av att budgivaren uppnår viss anslutning i erbjudandet eller att bolagsstämman i antingen målbolaget eller budbolaget fattar beslut i anledning av erbjudandet och det står klart att erbjudandet inte kan uppfyllas. *Det andra undantaget* är att budgivaren kan villkora fullföljandet av att ingen annan lämnar ett erbjudande som offentliggjorts och som är förmånligare för aktieägarna i målbolaget. *Det tredje undantaget* är andra villkor som budgivaren ställt upp och det står klart att villkoren inte uppfyllts eller kan uppfyllas utan väsentlig betydelse för förvärvet. För villkoret gäller att desto mer generell utformningen anses vara, desto större krav ställs på budgivaren att visa att bristen är av väsentlig betydelse. Dispens från väsentlighetskravet kan ges av AMN.¹⁹

Ovan har angetts vad som krävs för att budgivaren skall kunna återta ett offentligt erbjudande. Dessa krav skall tillämpas kumulativt med kraven som framgår av p.II.4. Enligt p.II.4 2 st. skall fullföljandevillkor utformas så att det objektivt kan verifieras om villkoren uppfylls eller ej. Objektivitetskravet är något som inte fanns i de tidiga versionerna av NBK:s regler. Med objektiv verifikation menas att en utomstående part objektivt kan fastställa om villkoren är uppfyllda. Att objektivt bedöma något är att enbart ta hänsyn till fakta. Villkoren får inte vara beroende av budgivarens subjektiva uppfattning eller utformade så att budgivaren har ett bestämmande inflytande över dess uppfyllande. Takeover-reglerna föreskriver att det bör eftersträvas att t ex en revisor kan bedöma om villkoret är uppfyllt eller ej. Av stadgandet framgår klart och tydligt att budgivaren inte kan ställa upp villkor som ger honom möjligheten att välja om han vill hålla fast vid budet eller återta det. Ett fullföljandevillkor som innehåller fraser såsom "*budgivaren anser*" eller "*enligt budgivarens bedömning*" kan således omöjligt uppfylla objektivitetskravet.

När budgivaren ställer upp villkor har han sedermera en skyldighet att verka för villkorens uppfyllande, dock kan det aldrig krävas att han betalar ett högre pris än vad han erbjudit eller handlar målbolagets aktier på marknaden.²⁰ En budgivare som av olika anledningar vill dra sig ur och därmed försöker sabotera budet kan ådra sig ansvar upp till det negativa kontraktsintresset enligt principen om culpa in contrahendo gentemot målbolagets aktieägare. En budgivare kan t ex uppsåtligt begå kontraktsbrott mot sin kreditgivare som berättigat häver krediten som annars skulle ha använts för finansieringen av förvärvet.²¹

I p.II.4 3 st. finns ett undantag från objektiviteten. Här föreskrivs att budet får villkoras av att budgivaren på för honom acceptabla villkor erhåller nödvändiga myndighetstillstånd, exempelvis att konkurrensmyndigheten godkänner förvärvet. Avsteget från objektivitetskravet är inte huruvida budgivaren erhåller myndighetstillstånd eller ej, utan på vilka villkor. Att villkora om myndighetstillstånd måste ses av de flesta som objektivt.

¹⁹ Kommentaren till SBOU, p.II.5.

²⁰ Kommentaren till SBOU, p.II.4 och 5.

²¹ Stattin a. a. s. 43.

Antingen ges tillstånd eller inte. Däremot kan de acceptabla villkoren diskuterar. Budgivaren får de facto själv avgöra vad som är acceptabla villkor. Ett stort utrymme finns för budgivarens subjektiva bedömning. Frågan är om budgivarens subjektiva bedömning kan sträcka sig hur långt som helst? Vissa budgivare kan acceptera väldigt långtgående villkor för att erhålla myndighetstillstånd medan vissa endast accepterar marginella åtgärder. Av regelns utformning tycks budgivaren helt fritt kunna välja vad han anser vara acceptabelt. Nyström m.fl. menar att undantaget är tillämpligt om villkoren för erhållande av myndighetstillstånd är så betungande att de påverkar förvärvet på ett väsentligen negativt sätt.²² Väsentlighetskravet har ovan nämnts och finns i p.II.4 5 st. Jag vill dock påpeka att det fortfarande är budgivaren som avgör vad han anser vara acceptabla villkor. Regleringen föreskriver att budgivaren måste ange i pressmeddelandet vad som är av väsentlig betydelse för att villkoret skall kunna återtas.²³ Regleringen kan t.o.m. orsaka att budgivare, som i efterhand ångrar sig, inte accepterar villkor som de tidigare skulle ha godtagit men ändå angivit i pressmeddelandet. Budgivaren kan givetvis inte hitta på undanflykter utan budet skall vara villkorat redan vid avläggandet, men en uppfinningsrik budgivare kan med ett förbehåll se det som en garanti att han senare kan ta tillbaka anbudet, om förutsättningarna uppfylls. En rimlig bedömning är att de flesta bolag som planerar uppköp på marknaden är så väl förberedda att de redan vet vad som krävs för myndighetstillstånd. Ett agerande enligt ovan beskrivna scenario skulle anses vara förkastligt av marknaden vilket torde medföra att budgivare agerar enligt god sed på aktiemarknaden.

Är budgivaren beroende av extern finansiering skall budet villkoras av att sådan finansiering erhålles. Det offentliga budet villkoras med att kreditutbetalning sker till budgivaren. De uppställda villkoren för kreditens utbetalning skall vara objektivt verifierbara och finnas med i både pressmeddelandet samt erbjudandehandlingen, p.II.4 4 st. Syftet till regleringen är att marknaden skall ha möjlighet att bedöma förutsättningarna för erbjudandets genomförande.²⁴

2.4.2 The City Code on Takeovers and Mergers

Den brittiska koden skiljer på planerade uppköpserbjudande och faktiska uppköpserbjudanden. Skillnaden består i att ett planerat uppköpserbjudande inte nödvändigtvis leder till att ett bud avläggs, till skillnad mot faktiska erbjudanden.

²² Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, Jure, 2004, s. 25 f.

²³ Kommentaren till SBOU, p.II.4.

²⁴ Kommentaren till SBOU, p.II.4.

2.4.2.1 Faktiska uppköpserbudanden

Den brittiska regleringen av fullföljandevillkor framgår främst av rule 2 och 13 i koden. Ett uppköpserbudande får normalt sett inte vara föremål för fullföljandevillkor vilka beror uteslutande på budgivarens subjektiva uppfattning. Syftet med regleringen är att undvika att en falsk marknad skapas genom att förhindra budgivare att ta tillbaka bud förutom vid lämpliga omständigheter.²⁵ Visst inslag av subjektivitet kan accepteras vid speciella omständigheter där det inte är praktiskt att specificera alla faktorer som ett särskilt fullföljandevillkor är beroende av. Dessa speciella omständigheter är bland annat bemyndiganden och tillstånd, rule 13.1.

Ett faktiskt erbjudande får endast lämnas om budgivaren har anledning att tro att förvärvet kan förverkligas. Vid offentliggörande av budet skall eventuella villkor framgå, rule 2.5. Genom att budgivaren offentliggör ett bud vars fullföljande är beroende av villkor som inte är helt objektiva, bör Panelen rådfrågas innan erbjudandet offentliggörs.²⁶

Av rule 13.3 framgår när Panelen måste rådfrågas. Undantag från regeln finns i rule 13.3 2 st. Förutom vid Panelens medgivande får ett erbjudande som är beroende av fullföljandevillkor offentliggöras såvida inte fullföljandevillkor hänförs till rule 12.1 (c), när fullföljandevillkor avser myndighetstillstånd och erbjudandet är officiellt rekommenderat av målbolagets styrelse eller om Panelen anser att det är omöjligt att erhålla diverse myndighetstillstånd inom av koden uppsatta tidsramar.

Av rule 13.4 framgår att budgivaren ej får åberopa fullföljandevillkor som grund för återtagande av bud om inte omständigheterna som ger upphov till rätten att åberopa villkoret är av väsentlig betydelse för budgivaren. Väsentlighetskravet gäller dock inte villkor om minsta anslutning. Syftet med väsentlighetskravet är att det skall finnas en lägsta standard om vilka villkor som kan inkluderas i uppköpserbudanden och som kan åberopas om de ej är uppfyllda.²⁷

Generellt kan de vanligaste förekommande fullföljandevillkoren som Koden tar sikte på delas in i fyra kategorier. Första kategorin är acceptansvillkor, även kallat minimivillkor, som anger en lägsta gräns av antalet aktieägare (vanligtvis mer än 90 %) som accepterar budet, se rule 10. Minimivillkoret är ett av de villkor som enklast kan objektivt verifieras. Att villkora erbjudandet att 100 % av aktieägarna skall ansluta sig till erbjudandet är däremot inte acceptabelt. Villkoret är objektivt men sannolikheten att det skall uppfyllas är minimal. Ett villkor av ifrågavarande slag ger budgivaren en möjlighet att i princip alltid kunna återta erbjudandet.²⁸ Andra kategorin är konkurrensvillkor, både på EG-nivå samt nationell nivå, rule 12. Tredje kategorin är tvingande villkor som är underordnad tvingande lagstiftning,

²⁵ PCP15, Offeree protection conditions, s. 4.

²⁶ Kommentaren till Koden rule 2.5.3.

²⁷ Practice statement No. 5, Note 2 on Rule 13 - Invocation of conditions, s. 2.

²⁸ PCP 2004/4, s. 4.

tex. villkor för olika tillstånd. Till sist är det kategorin för övriga villkor som är till fördel för budgivaren. Under sistnämnda kategori kan hänföras tex. MAC-villkor eller cross default-villkor som kommer vara föremål för analys i avsnitt 3 och 5.²⁹

En intressant aspekt på regleringen av objektiviteten är att koden uttrycker att subjektiva fullföljandevillkor normalt sett ej är acceptabla. Regleringen skiljer sig här från den svenska. Stockholmsbörsens regler tillåter användningen av objektiva villkor medan subjektiva villkor förbjuds i den brittiska regleringen. Då objektivt och subjektivt är varandras motsatser borde det innebära att regleringen i båda länderna är likartade. En tillämning av motsatt språkbruk kanske kan innebära att den brittiska regleringen upplevs som strängare än den svenska. Den brittiska kan till skillnad mot den svenska regleringen upplevas som ett förbudsreglemente. Det brittiska regelverket tillåter en viss subjektivitet i utformningen av villkoren vilket borde avspeglas på tillämpningen av regelverket. Tages hänsyn till reglernas faktiska innehåll och ändamål men inte till den språkliga differensen med det brittiska regelverket som en förbudsreglering tillämpas möjligen en striktare objektivitet i Sverige. Om så är fallet kommer det att framgå av analysen av diverse uttalanden från Panelen och AMN.

Formuleringen ”*normalt sett*” i kodens rule 13 bör uppmärksammas. Innebär formuleringen att subjektiva inslag endast får förekomma i de fall där praktiska svårigheter finns att specificera alla faktorer som fullföljandevillkoren är beroende av och villkoret består i erhållande av diverse tillstånd, eller kan subjektiva inslag förekomma i andra fall? Svaret går inte direkt att utläsa av varken regleringen eller dess kommentarer. Definitionen av vad som är normalt görs av Panelen i det enskilda fallet. Jag anser att formuleringen ge upphov till osäkerhet hos budgivare om vad som normalt kan accepteras.

Förbudet mot subjektiva inslag i fullföljandevillkor är inte bara tillämpligt på budgivaren utan även på målbolaget. Efter att flertalet uppköpserbudanden i Storbritannien uppmärksammades där fullföljandevillkor till skydd för aktieägarna i målbolaget inkluderades i erbjudanden och en förändring gjordes av rule 13. Dessa fullföljandevillkor var utformade så att aktieägarna i målbolaget kunde återtaga sin accept av budet om fullföljandevillkoret ej var uppfyllt. Styrelsen i målbolag hade som enda vapen möjligheten att rekommendera aktieägarna att inte acceptera buden för att skydda aktieägarnas intressen. Därav beslutade Panelen att fullföljandevillkor som inkluderas i bud vars syfte är att verka till fördel för målbolagets aktieägare skall utformas på det sätt rule 13 i koden föreskriver.³⁰

²⁹ Practice statement No. 5, s. 1.

³⁰ PCP15, s. 1-5.

2.4.2.2 Planerade uppköpserbudanden

Vid offentliggörandet av planerade erbjudanden som inkluderar fullföljandevillkor måste panelen rådfrågas. I offentliggörande måste det klart framgå huruvida fullföljandevillkoren måste uppfyllas eller ej för att budet skall avläggas. I offentliggörandet måste det också framgå genom en tydlig varning att offentliggöranden inte nödvändigtvis innebär att ett bud avläggs oavsett om fullföljandevillkoren är uppfyllda eller ej.³¹ Även om ett planerat uppköpserbudande inte automatiskt innebär att ett bud faktiskt läggs måste fullföljandevillkor inkluderas eftersom ett planerat uppköpserbudande kan skapa stora oklarheter på marknaden. Genom att budgivaren, samtidigt som det planerade budet offentliggörs, inkluderar fullföljandevillkoren i pressmeddelandet kan marknaden på ett bättre sätt tillgodogöra sig budgivarens intentioner vilka förutsättningar ett senare avlagt bud faktiskt kan innehålla.³² Det bolag som är föremål för det eventuella uppköpserbudandet kan utlämnas i offentliggörandet då det anses vara onödigt att behöva namnge målbolaget innan ett faktiskt erbjudande har erlagts.

Till skillnad från objektivitetskravet vid faktiska erbjudanden förhåller sig situationen annorlunda där fullföljandevillkor inkluderas i planerade bud. Möjligheterna är här större att inkludera fullföljandevillkor med subjektiva inslag. Eftersom budgivaren inte är bunden av att senare avlägga ett faktiskt bud, även om fullföljandevillkoren är uppfyllda, kan dess utformning vara subjektiv.³³ Istället kan det ifrågasättas om budgivaren har något att vinna med den subjektiva utformningen eftersom sannolikheten att Panelen inte skulle godkänna villkoret är stor. Att acceptera subjektiva fullföljandevillkor vid planerade bud borde, enligt min mening, medföra osäkerhet på marknaden, vilket Panelen torde ha för avsikt förhindra.

³¹ Kommentaren till Kodens rule 2.4.

³² PCP 2004/4, Conditions and pre-conditions, s. 14 f.

³³ PCP 2004/4, s. 15.

3 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden är en prövningsinstans som skall verka för god sed på aktiemarknaden. AMN har bl.a. till uppgift att uttala sig kring frågeställningar om takover-reglerna. Frågor kan initieras hos AMN både i förväg och i efterhand för att företag skall få en bedömning av om vidtagen åtgärd eller kommande åtgärd stämmer överens med god sed på aktiemarknaden.³⁴ AMN har även möjligheten att självmant ta upp frågor som nämnden anser bör behandlas. Vid behandling av frågor skall särskiljas om de är av principiell eller av praktisk betydelse. Vid missnöje med tolkningsresultatet har de bolag frågan berör ingen överklaganderätt.³⁵ AMN har rätt att göra denna prövning genom delegation från Finansinspektionen och från Stockholmsbörsen, 7:10 LUA och 4:2 a LBC. AMN får offentlighetsrättslig sanktion i och med delegerandet. AMN är ingen domstol vilket gör att dess uttalanden³⁶ inte är juridiskt bindande. Stattin talar om att nämnden har en ”*självvald prejudikatbundenhet*”, vilket innebär att börsbolagen självmant följer och respekterar AMN:s uttalanden.³⁷

Trots att Stattin talar om en självvald prejudikatbundenhet kan det ifrågasättas om budgivare i preventivt syfte tar hänsyn till AMN:s uttalanden. Att AMN har uttalat sig rörande objektivitetskravet tyder på att vissa aktörer respekterar objektiviteten genom att framföra frågorna till AMN. Efter att ha gått igenom ett flertal pressmeddelanden på offentliggjorda uppköpserbjudanden förvånar det mig att så många budgivare fortfarande inkluderar vagt utformade fullföljandevillkoren på liknande sätt som i de fall där AMN har kritiserat villkoren på den grunden att de inte varit tillräckligt objektiva eller precisa. Ett objektiva villkor är mer statiskt än ett subjektivt villkor och är således mindre förmånligt för budgivaren. Av den anledningen är det troligt att budgivare formulerar fullföljandevillkoren med subjektiva inslag under förhoppning att AMN inte skall ingripa och uttala sig i frågan. När AMN ingripit respekteras dess uttalanden, men jag anser att budgivare vid utformningen av fullföljandevillkor alltför ofta försöker kringgå objektivitetskravet. Om det är resultatet av bristande respekt för antingen takover-reglerna eller AMN är en fråga som är svår att besvara.

³⁴ Grundvall mfl, a. a. s. 84.

³⁵ SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 55.

³⁶ Observera att jag i framställningen skriver aktiemarknadsnämndens uttalanden pga. den icke juridiska bundenheten till uttalandet.

³⁷ Stattin, a. a. s. 30.

3.1 Uttalanden

Följande uttalanden som kommer att analyseras redovisas här i tidsmässig kronologisk ordning i syfte att undersöka om och i så fall hur AMN:s uppfattning har förändrats med årens lopp.

3.1.1 2000:20 ”Perstorpsfallet”

Perstorp Intressenter AB (nedan kallad ”Intressenter”) hade för avsikt att förvärva alla aktier och konvertibla skuldebrev utgivna av Perstorp AB (nedan kallad ”Perstorp”). Intressenter uppställde bl.a. följande villkor för erbjudandets fullföljande:

- *”Att sedvanliga villkor för utbetalning för delen som finansieras genom lån uppfylls.”*

Villkoret för att krediten skulle utbetalas till Intressenter var följande MAC-villkor:

- *”Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkas negativt innan erbjudandets fullföljs”.*

Under anmälningstiden meddelade Intressenter och Perstorp gemensamt att *”Den negativa utvecklingen för Perstorps laminatgolvverksamheter innebär att förutsättningarna för Perstorp Intressenter AB:s erbjudande till aktieägare och konvertibelinnehavare i Perstorp har väsentligt förändrats”.* Vid ett senare tillfälle informerade Intressenter marknaden genom ett pressmeddelande att förvärvsfinansieringen inte längre var tillgänglig eftersom Perstorpkoncernen visat väsentligt sämre resultat än förväntat, och budet återkallades. AMN fick ta ställning till om återtagandet var förenligt med god sed på aktiemarknaden. AMN ställningstagande kom att få en principiellt stor betydelse eftersom det var i detta uttalande som objektivitetskravet introducerades på den svenska aktiemarknaden. Dåvarande NBK regler var inte lika utförliga som dagens samt att AMN hade ej tidigare fått ta ställning till liknande frågor.

AMN valde att hämta vägledning ur den brittiska Koden och hänvisar till principen att budgivaren måste ha finansiering ordnad för budet. Trots avsaknaden av reglering i Sverige ansåg AMN att god sed på aktiemarknaden kräver att budgivaren skall ha finansieringen ordnad. Den brittiska regleringen innehöll, som ovan redovisats, ett objektivitetskrav som tillät villkorade bud under förutsättning att frågan om villkoren är uppfyllda eller ej inte uteslutande är beroende av budgivarens subjektiva bedömning och att budgivaren inte råder över villkorens uppfyllande. Nämnden gick på den brittiska linjen och ansåg att god sed på aktiemarknaden kräver att villkoren utformas objektivt. Objektivitetskravet gällde inte bara fullföljandevillkoret utan också finansieringsvillkoren som det hänvisades

till. Det ansågs ej godtagbart att villkora budet av att ”målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning” och Intressenter som inte gjort sitt bud beroende av något förbehåll som tog sikte på Perstorps resultatutveckling hade inte rätt att återkalla budet med hänsyn därtill. För att villkor av ifrågavarande slag skall accepteras krävs en mer utförlig precisering.

Finansieringsvillkoret ansågs i och för sig icke strida mot dåvarande reglering och marknadspraxis men AMN kritiserade Intressenter som ej tillgodosatt lojalitetsplikten som är gällande enligt god sed på aktiemarknaden. Enligt AMN skulle Intressenter försökt förhindra återtagandet av kreditlöftet eller sökt andra finansiärer.

3.1.1.1 Kommentar

Om finansieringsvillkoret närmre skall analyseras så konstaterade AMN att en mer utförlig precisering av villkoret skulle krävas för att motsvara det brittiska objektivitetskravet. Att precisera negativ utveckling i målbolaget torde ta sikte på ett angivande av hur stor försämring av resultatet budgivaren kan godta. Om väsentlighetskravet i finansieringsvillkoret ersatts med en siffra, procenttal eller en kvotdel om hur stor negativ förändring i Perstorps resultats som maximalt kunnat godtas hade det varit enkelt för t ex en revisor att avgöra om villkoret var uppfyllt. Tal/nummer torde i alla sammanhang vara något som objektivt kan verifieras med anledning av den djupt rotade kunskapen kring räknesystemet. Att använda formuleringen ”väsentligen” ger ingen möjlighet till objektiv verifikation med anledning av dess subjektiva karaktär. Vad Intressenters kreditgivare anser vara en väsentlig förändring kan uppfattas av andra som en smärre förändring. Hade Intressenter villkorat erbjudandet enligt mitt förslag hade antagligen lojalitetsplikten inte resulterat i att Intressenter behövt söka nya finansiärer eller förhindra återtagande av krediten om villkoret klart uppfyllts. Återtagandet hade i sådana fall enligt min mening varit i överrensstämmelse med god sed på aktiemarknaden. Lundblad menar att lojalitetsplikten leder till en inskränkning i budgivarens möjligheter att avbryta budet och han måste tåla en viss ökning i finansieringskostnaden som en konsekvens av lojalitetsprincipen.³⁸ I dagens läge torde budgivaren kunna förlita sig på objektiviteten trots att en budgivare skall verka för villkorets uppfyllande.³⁹ Intressenter har knappast möjlighet att förbättra Perstorpkoncernens resultaträkning så att villkoret uppfylls, dock kan andra finansiärer sökas.

Grunden till fullföljandevillkorets svårighet att objektivt verifieras är användningen av ordet ”väsentligen”. Om finansieringsvillkoret istället hade haft som krav för utbetalning att koncernens resultat inte försämrats i jämförelse med förra årets resultat borde objektivitetskravet vara uppfyllt även om AMN uttryckte sig att det ej är acceptabelt att villkora att

³⁸ Lundblad, Johannes, När kan man återta ett offentligt erbjudande? JT 2003-04, s. 339.

³⁹ Kommentaren till SBOU, p.II.4.

”målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning”. Subjektiva inslag i formuleringen av villkoret och användning av ordet ”väsentligen” har undvikits och villkoret är mer precist utformat. Med hänsyn till vad som föreskrivs i kommentaren till p.II.4 skulle en revisor enkelt kunna avgöra om villkoret är uppfyllt eller ej. Resultat kan dock tolkas väldigt olika. Diverse bokslutsdispositioner, avsättningar till periodiseringsfond m.m. kan ge en skev bild av det verkliga resultatet. Villkorets uppfyllande ligger i dessa fall i målbolaget och dess revisors händer vilket i och för sig inte är förbjudet enligt stockholmsbörsens regler. Även inflationen kan spela roll för villkorets uppfyllande. Om årets resultat är detsamma eller kanske 1 % bättre och Sverige för tillfället har en inflation om 2 % borde det rimligtvis medföra att årets resultat är sämre än föregående års. Trots att resultatet är detsamma eller högre medför inflationen att pengar förlorar i värde vilket i sin tur resulterar i att resultatet är sämre eftersom mindre investeringar skulle kunna genomföras.

3.1.2 2003:12 ”Rambøll”

Det danska bolaget Rambøll Hannemann & Höjlund A/S offentliggjorde ett offentligt uppköpserbjudande avseende alla aktier och teckningsoptioner i Scandiaconsult AB. Erbjudandet villkorades bl.a. med ett finansieringsvillkor vilket hade följande lydelse:

- ”Erbjudandet gäller under förbehåll att utbetalning sker enligt de kreditlöften som erhållits”.

Kreditgivarna hade i sin tur ställt upp ett antal villkor för kreditens utbetalning. Följande två villkor blev föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning:

- ”att det inte inträffar någon händelse utanför Rambølls eller Scandiaconsults kontroll som inte skäligen kunnat förutses och som påverkar Rambølls eller Scandiaconsults likviditet eller resultat väsentligt negativt eller orsakar en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter” (MAC-villkor, min kommentar);
- ”att det inte inträffar någon händelse som utgör grund för uppsägning från kreditgivarnas sida av annat avtal mellan kreditgivarna och Rambøll” (cross default-villkor, min kommentar).

Rambøll anförde inför nämnden att MAC-villkoret utformades på redovisat sett av den anledningen att villkoret inte rimligtvis kan utformas på ett sätt som uttömmande anger eller kvantifierar samtliga möjliga, relevanta omständigheter. Att ställa sådana krav på MAC-villkor skulle enligt Rambøll omöjliggöra bud som är beroende av extern finansiering eftersom kreditgivare sedan vanligen använder sig av dessa villkor vid en finansiering.

Vad gäller cross default-villkoret anförde Rambøll att kreditgivare regelmässigt uppställer sådana villkor som kan resultera i att kreditavtalet

sägs upp eller att utbetalning inte kommer att ske om låntagaren bryter mot annat avtal som har ingåtts med kreditgivaren. Det var ej möjligt att ange vilka avtal som omfattades av villkoret eftersom ytterligare avtal mellan Rambøll och kreditgivaren kunde tillkomma under erbjudandetiden. Rambøll ansåg även att villkoret utan problem kunde objektivt verifieras.

AMN besvarade frågorna om finansieringsvilkorens förenlighet med god sed på aktiemarknaden med vägledning ur NBKs regler från 2003⁴⁰, som är identiska med dagens regler rörande fullföljandevillkor. AMN konstaterar att kreditvillkor av nyss nämnda slag är förenligt med NBK:s rekommendation under förutsättning att kreditvilkoren går att objektivt verifiera. AMN ansåg att det var förenligt med NBKs rekommendation att villkora erbjudandets fullföljande med en kredit som i sin tur var beroende av att det inte inträffar en oförutsedd händelse *”som påverkar budgivarens eller målbolagets likviditet eller resultat väsentligt negativt”*. AMN uttalade: *”det är också möjligt att i förhållande till tidigare redovisad likviditet och tidigare redovisat resultat göra något slags objektiv bedömning av om villkoret är uppfyllt”* och konstaterar att även om villkoret till viss del är obestämt anses det fortfarande vara så pass utformat att aktieägarna i målbolaget kan förstå och tillgodogöra sig dess innebörd.

Däremot ansåg AMN att villkoret om att vägra kreditens utbetalning om en oförutsedd händelse *”orsakar en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikonsulter”* inte var förenligt med NBK:s rekommendation. Detta villkor var så allmänt hållet att det i praktiken skulle vara mycket svårt för aktieägarna i målbolaget att tillgodogöra sig villkorets konkreta innebörd. AMN menade att denna typ av villkor riskerar att undergräva principen om budgivarens bundenhet vid det lämnade erbjudandet och var därför inte förenligt med rekommendationen.

NBK:s bestämmelser innehöll ingen uttrycklig regel om villkor av innebörd att kreditens utbetalning är beroende av att det inte inträffar någon händelse som utgör grund för uppsägning från kreditgivarnas sida av annat avtal mellan kreditgivaren och budgivaren. Det fanns emellertid inga skäl att se annorlunda på dessa villkor än kreditvillkor i övrigt. Villkor för kreditens utbetalning skall återges i både pressmeddelande och prospekt i enlighet med *”Perstorpsfallet”* och rekommendationens p. II.4 4 st. Vid beaktande av de krav som ställs på redovisningen av kreditvillkor riktade AMN kritik mot Rambøll för att ej ha redovisat innehållet i villkoren i de avtal vartill hänvisats i cross default-villkoret.

3.1.2.1 Kommentar

I jämförelse med tidigare likviditet och resultat skulle, enligt AMN, en någon slags objektiv jämförelse kunna göras huruvida villkoret var uppfyllt eller inte. Det intressanta är att AMN väljer formuleringen *”något slags”*

⁴⁰ Näringslivets Börskommitté. Offentliga erbjudanden om aktieförvärv 2003-03-01.

vilket bör ge en indikation på att objektivitetskravet är ett krav som inte tillämpas särskilt strikt. Kommentaren till p.II.4 i Stockholmsbörsens regler föreskriver att det är angeläget att erbjudanden präglas av enkelhet och tydlighet. AMN:s bedömning av villkoret är, enligt min mening i detta avseende felaktigt. Visserligen bör en lekman klara av att göra en jämförelse med tidigare års resultat, men resultatet i sig är beroende av diverse bokslutsdispositioner vilka inte alltid är enkla att tyda. När aktieägarna dessutom skall avgöra vad som är ”*väsentligt negativt*” ställs så pass stora krav på den enskilde aktieägaren att villkoret inte kan anses varapräglat av enkelhet och tydlighet. Å ena sidan föreskriver takeover-reglerna att det skall eftersträvas att en revisor skall kunna verifiera om villkoret är uppfyllt eller ej.⁴¹ Takeover-reglerna är motstridiga på denna punkt.

I ”Perstorpsfallet” uttalades att det ej ansågs objektivt att villkora budet av att målbolaget rent ”*allmänt utvecklas i negativ riktning*”. Det intressanta är att formuleringen ”*väsentligen*” ej ansågs vara objektivt verifierbar medan den godtogs i detta fall trots konstaterandet att formuleringen skapar oklarhet. AMN:s uppfattning om huruvida en jämförelse med tidigare års likviditet och resultat kan bringa klarhet i om en väsentlig försämring har inträffat torde endast *till viss del* (min kurs.) vara korrekt. Om resultatet försämras med 30 % torde det inte vara någon tvekan om en väsentlig negativ förändring. Problemet att objektivt verifiera villkoret uppstår om gränsen mellan väsentlig och icke väsentlig skall identifieras. Om resultatet istället försämrats med 5 % blir problemet genast identifierbart. Enligt AMN kunde aktieägarna genom tidigare nämnd jämförelse tillgodogöra sig villkorets innebörd, men jag ställer mig mycket tveksam till resonemanget. Samma jämförelse hade de facto kunnat göras i ”Perstorpsfallet”. Vid 5 % försämring torde det finnas lika många uppfattningar om hur resultatet skall tolkas som det finns aktieägare i bolaget. Hur kan då ett villkor av ifrågavarande slag objektivt verifieras? AMN verkar ha förbisett detta problem. Stattin skriver, och likaså ansåg AMN i ”Perstorpsfallet”, att MAC villkor ska vara utformade med sådan precision att det med någorlunda objektivitet kan fastslås om de är uppfyllda.⁴² Kommentaren till p.II.4 i takeover-reglerna betonar hur strikt objektivitetskravet skall tillämpas och att subjektiva inslag endast kan komma ifråga vad gäller erhållandet av myndighetstillstånd. Således torde det inte finnas utrymme att tillämpa en någorlunda objektivitet.

Att den andra delen av villkoret ansågs vara så allmänt hållen att aktieägarna skulle få stora svårigheter att tillgodogöra sig dess innebörd tyder på att acceptansgraden för subjektiva inslag ligger någon stans mellan dessa villkors formulering. En jämförelse med ett börsindex hade här varit möjlig. Den nordiska kapitalmarknaden är större och mer omfattande än vad själva börsindex visar varför en jämförelse i praktiken är nästintill omöjlig. Villkoret hade förmodligen behövt ha koppling till något index samt även specificerats betydligt mer för att AMN skulle ha accepterat villkoret.

⁴¹ Kommentaren till SBOU, p.II.4.

⁴² Stattin, a. a. s. 43.

Rambøll framförde att cross default-villkor regelmässigt ställs upp av kreditgivare ifall låntagaren bryter mot andra avtal med kreditgivaren samt att det gick att objektivt verifiera villkoret. Möjligen kan villkoret objektivt verifieras om det är uppfyllt eller ej men ett cross default-villkor ger faktiskt Rambøll i detta fall avgörande inflytande över villkorets uppfyllelse. Om Rambøll av någon anledning vill ta tillbaka erbjudandet kan Rambøll uppsåtligen orsaka ett brott mot ett annat avtal som innehas med kreditgivaren för att få cross default-villkoret gällande med resultatet att krediten ej utbetalas. Möjligen skulle alla avtal Rambøll har med kreditgivaren sägas upp vilket kan vara en katastrof för bolaget men möjligheten finns i alla fall att ta tillbaka uppköpserbjudandet. Å ena sidan borde ett agerande av ifrågavarande slag från Rambølls sida strida mot lojalitetsplikten och ej vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

3.1.3 2003:15 ”Anonymt 1”

En amerikansk budgivare planerade ett offentligt uppköpserbudande avseende aktier och optioner i ett svenskt bolag. Budet skulle avläggas av ett helägt nybildat svenskt dotterbolag och skulle garanteras av moderbolaget. Budet skulle finansieras genom en kombination av befintliga krediter och nya krediter som i form av bindande låneavtal skulle finnas på plats före budets offentliggörande. Utbetalningen av dessa låneavtal var kopplade till vissa villkor. Budgivaren ansåg sig själv kunna finansiera budet och villkoren som ställdes för lånens utbetalning var av sedvanlig karaktär. Dessa villkor återfinns ej i uttalandet men det omnämns att budgivaren styr över de flesta villkor som skall uppfyllas i så måtto att denne kan tillse att brott mot avtalet ej uppstår. Övriga villkor hade karaktären att budgivaren redan vid tillfället för ärendets behandling kunde verifiera om de var uppfyllda eller ej. Då budgivaren ansåg sig ha förmågan att finansiera budet villkorades inte erbjudandet av lånens utbetalning. Trots ett ovillkorat erbjudande uppkommer några, av mig uppmärksammade, intressanta synpunkter som AMN inte behandlade vid bedömningen om det ovillkorade erbjudandet var förenligt med god sed på aktiemarknaden. AMN konstaterade att budgivaren får ställa upp villkor för erbjudandets fullföljande, p. II.4. Regeln skall ses mot bakgrund av huvudregeln, dvs. att budgivaren är bunden av sitt erbjudande, p. II.5. Likaså skall villkoren vara utformade så att det objektivt går att verifiera om de är uppfyllda eller ej, vilket gäller även för finansieringsvillkor. AMN utredde först huruvida budgivaren var tvungen att villkora budet av kreditens utbetalning. Svaret på denna fråga är inte av intresse för uppsatsen men det kan ändå nämnas att budgivaren inte var tvungen att villkora budet avseende finansieringen. I detta fall kunde det inte krävas enligt AMN att villkoren skulle vara utformade så att de uppfyller objektivitetskravet eftersom budgivaren oberoende härav är skyldig att fullfölja budet eftersom det aldrig villkorades.

3.1.3.1 Kommentar

I uttalandet ansluter AMN sig till sitt tidigare uttalande i ”Perstorpsfallet” att även villkor för finansieringens utbetalning måste uppfylla objektivitetskravet. Som tidigare nämnts får inte ett fullföljandevillkor vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över dess uppfyllelse. I kommentaren till regeln förtydligas regelns innehåll om att villkorets uppfyllande ej får vara beroende av budgivarens subjektiva uppfattning. Om budgivaren hade villkorat budet hade det enligt AMN varit ett krav att villkoren för kreditens utbetalning skulle ha varit objektivt verifierbara. Budgivaren hade i fallet de facto ett avgörande inflytande över villkorens uppfyllelse vilket tyder på att villkoren för kreditens utbetalning ej var objektivt verifierbara. Även om budgivaren har ett avgörande inflytande över villkorens uppfyllande behöver det inte automatiskt innebära att villkoren ej är objektivt verifierbara. Om detta påstående kan konstateras uppkommer frågeställningen om regeln i p. II.4 skall tolkas så att fullföljandevillkor måste vara objektivt verifierbara och budgivaren får inte ha avgörande inflytande över dess uppfyllande. Är rekvisiten kumulativa eller alternativa? Svaret finnes ej direkt i takeover-reglerna men jag tolkar regelverket som att rekvisiten skall vara kumulativa. Vid alternativ tolkning av rekvisiten borde regelverket tappa lite av sitt syfte och öka risken för kringgående. Vid alternativa rekvisit kan budgivare utforma fullföljandevillkor objektivt och samtidigt ha avgörande inflytande över dess uppfyllelse.

3.1.4 2005:16 ”Anonymt 2”

Ett amerikanskt bolag som var registrerat i Delaware vars aktier var noterade på NASDAQ börserna planerade att lämna ett offentligt uppköpserbjudande på samtliga aktier i ett svenskt bolag. Aktieägarna i målbolaget skulle erhålla aktier i budgivaren såsom vederlag. Budgivaren behövde därmed nyemittera aktier, varom bolagsstämman skulle besluta. Styrelsen i budgivaren skulle som grund för stämmans beslut avge en rekommendation att genomföra nyemissionen. Styrelsen har enligt lagstiftningen i Delaware en skyldighet att verka för aktieägarnas bästa. Budgivaren behövde således villkora budet att styrelsen kan ändra sin rekommendation till stämman och dra tillbaka budet om en tredje part lägger bud på budgivaren och styrelsen bedömer att sistnämnda bud är mer förmånligt än att genomföra köpet av det svenska bolaget. Villkorets utformning skulle se ut på följande sätt:

- *”Att ingen köpare offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i [Budgivaren], vilket baserat på [Budgivarens] styrelses bedömning av sina skyldigheter gentemot dess aktieägare, enligt amerikansk rätt, resulterar i ett tillbakadragande av eller en i negativ bemärkelse väsentligt förändrad rekommendation från styrelsen till aktieägarna i [Budgivaren] att på extra bolagsstämma godkänna nyemission av aktier i samband med Erbjudandet.”*

AMN fick ta ställning till frågan om villkorets förenlighet med god sed på aktiemarknaden. AMN ansåg att fullföljandevillkoret var förenligt med god sed på aktiemarknaden om styrelsens bedömning grundas i en juridisk sakkunnig analys av amerikansk rätt.

3.1.4.1 Kommentar

Enligt amerikansk rätt skall styrelsen verka för aktieägarnas bästa. Torde det inte då vara rimligt att styrelsens beslut skall grundas även i en ekonomisk bedömning? AMN:s uttalande leder till slutsatsen att om styrelsens beslut grundas i den juridiskt sakkunniga bedömningen av amerikansk rätt uppfyller villkoret objektivitetskravet. Ett uppställt villkor får ej vara utformat så att budgivaren har avgörande inflytande över dess uppfyllelse. Även om styrelsen i budgivaren anser att tredje partens bud är mer förmånligt för aktieägarna och drar tillbaka budet på det svenska bolaget, i enlighet med amerikansk lagstiftning, så har budgivaren de facto avgörande inflytande över villkorets uppfyllelse. Svårigheterna med att bedöma vilket bud som enligt amerikansk rätt är förmånligast torde enligt min mening medföra att fullföljandevillkoret ej objektivt kan verifieras, oavsett vad den amerikanska lagstiftningen föreskriver.

3.1.5 2005:33 och 2005:36 Old Mutual/Skandia

Vid två tillfällen besvarade AMN frågor kring fullföljandevillkor när Old Mutual Plc. planerade ett offentligt uppköpserbjudande av Skandia. Old Mutual övervägde att villkora erbjudandet med ett fullföljandevillkor där målbolagsstyrelsen inom två till tre veckor från offentliggörandet av erbjudandet, offentliggöra en rekommendation av erbjudandet, och inte drar tillbaka rekommendationen eller ändrar den på för budgivaren negativt sätt samt att målbolagsstyrelsen undertecknar transaktionsavtalet inom samma tidsram. AMN konstaterade att det kan objektivt verifieras om villkoret att endast avge en rekommendation är uppfyllt eller ej. Däremot ansågs villkoret att styrelsens rekommendation inte får ändras på ett för budgivaren negativt sätt, ej vara objektivt verifierbart. Det kan tilläggas att väsentlighetskravet i p. II.5 enligt AMN:s mening inte heller var uppfyllt.

AMN tillade att fullföljandevillkor om att målbolagsstyrelsen ingår ett samarbetsavtal med budgivaren uppfyller kravet på objektivitet. Till skillnad från villkoret om rekommendationen kan samarbetsavtalet helt eller delvis vara av avgörande betydelse för budgivaren att fullfölja förvärvet. Om villkor med innebörden av att samarbetsavtal ingås mellan budgivaren och målbolaget uppfyller väsentlighetskravet eller inte är något som får bedömas i det enskilda fallet.

3.1.5.1 Kommentar

Att villkoret om lämnande av rekommendationen kan objektivt verifieras ser jag som en självklarhet. Likaså gjorde antagligen AMN då ingen utförligare motivering mer än ett konstaterande uttalades. Däremot kanske det kan

ifrågasättas varför det ej ansågs vara objektivt verifierbart att styrelsen inte får ändra sin rekommendation till på ett för budgivaren negativt sätt. Old Mutual planerade uppköp av Skandia antagligen eftersom det ansågs vara en bra affär. Om Old Mutual verkligen vill ta över Skandia (vilket får förutsättas i och med det planerade budet) torde en styrelserekommendation till aktieägarna att sälja sina aktier vara positiv ur Old Mutuals perspektiv. Om Skandias styrelse sedermera ändrar sig och rekommenderar aktieägarna att inte ansluta sig till affären måste det anses såsom negativt för Old Mutual. Likaså torde det vara om Skandias styrelse till en början lämnar en positiv rekommendation som sedan dras tillbaka med en motivering att styrelsen är neutral i frågan. Styrelsen har tre alternativ: vara för uppköpet, neutral eller emot. Om dessa alternativ placeras på en vertikal steg med ”för uppköpet” högst upp (vilket är mest positivt för Old Mutual enligt resonemanget ovan) och ”emot” längst ner borde en utomstående betraktare objektivt kunna fastställa om styrelsen ändrar sin rekommendation i negativ riktning. Eftersom ”för uppköpet” är så högt upp på stegen en rekommendation kan placeras finns det bara en riktning styrelsen kan ta om de ändrar sin rekommendation, nämligen ner för stegen. Betraktas villkoret på detta sätt torde en objektiv verifikation vara högst möjlig. Svårigheten att objektivt verifiera villkoret är om rekommendationen ändras men fortfarande står kvar på samma ”trappsteg”. Styrelsen kanske starkt rekommenderar ägarna att ansluta sig till affären men ändrar sig till att varmt rekommendera affären. Är det i sådana fall en ändring som är negativ eller positiv för Old Mutual? Den här gränsdragningen är svår att göra. Kanske var det så att AMN insåg detta problemet och på den grunden avfärdade villkoret som objektivt. Å ena sidan kan en praktisk aspekt belysas. Även om styrelsen ändrar sin rekommendation från stark rekommendation till varm rekommendation borde det inte spela någon som helst roll. En professionell styrelse gör knappast denna förändring i rekommendationen eftersom det troligen inte skulle ha någon effekt hos aktieägarna eller marknaden. En märkbar förändring borde endast infinna sig om rekommendationen förändras inom de tre ”trappstegen”. Därför görs troligen inga ändringar i rekommendationen eftersom den helt saknar syfte eller över huvud taget inte uppmärksammas. Problemet är således enbart teoretiskt.

3.1.6 2006:38 och 2006:42 ”JCE Group - Cybercom” och ”JCE Group - Semcon”

JCE Group AB lämnade två offentliga erbjudanden om förvärv av aktierna i Semcon och Cybercom. Båda buden innehöll motsvarande fullföljandevillkor. I respektive bud fanns ett fullföljandevillkor som kopplades till det andra erbjudandet. De kopplade villkoren skulle betraktas som uppfyllda om övriga villkor för erbjudandet avseende det andra bolaget fullföljs, uppfylls eller att JCE beslutat fullfölja erbjudandet avseende det andra bolaget trots brist i villkors uppfyllande. AMN prövade om det kopplade villkoret var förenligt med god sed på aktiemarknaden. JCE framförde att så länge övriga villkor är objektivt verifierbara måste ett

villkor som hänvisar till dessa villkor vara ett objektivt verifierbart villkor. AMN uttalade att det ej var någon svårighet att bedöma om villkoret var uppfyllt eller ej och det ansågs då vara förenligt med takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

3.1.6.1 Kommentar

Eftersom övriga villkor ej redovisades i uttalandet, och kan därmed inte analyseras, får slutsatsen dras att kopplade villkor är objektivt verifierbara så länge de hänvisar till andra objektiva villkor. Kopplade villkor borde dock kunna ställa till större problem vid en objektiv verifiering än vanliga villkor. Som tidigare redovisats har AMN accepterat visst inslag av subjektivitet i utformningen av fullföljandevillkor med hänvisning till en någorlunda objektivitet. Om ett villkor hänvisar till flera andra villkor som kopplas samman i en kedjeliknande formation borde en dominoeffekt kunna uppstå om subjektivitet finns i villkorskedjan. Ett teoretiskt exempel får illustrera tankegången. Ett villkor A hänvisar till villkor B som hänvisar till villkor C. Dessa villkor bildar tillsammans ett villkor D. Villkor D kan sägas vara det slutgiltiga villkoret som är resultatet av att delvillkoren blir uppfyllda. Om en viss subjektivitet (i den grad som accepteras av AMN) skulle infinna sig i vart och ett av villkoren A, B och C borde resultatet bli att villkor D innehåller subjektiva inslag från alla delvillkoren. D innehåller i så fall tre gånger den grad av subjektivitet som accepteras av AMN och kan bli ogiltigt. Likaså om endast A innehåller subjektiva inslag borde subjektiviteten ”smitta av sig” på övriga delvillkor som syns i slutresultatet D. Exemplet visar hur kopplade villkor, i alla fall i teorin kan skapa problem om subjektiva inslag finns i villkorskedjan. Även om exemplet kan te sig intressant i teorin borde det vara svårt att hitta reella och praktiska exempel. Att AMN endast har uttalat sig en gång rörande kopplade fullföljandevillkor tyder på att exemplet än så länge endast är ett teoretiskt problem. De kopplade villkor som idag används vid offentliga uppköpserbjudanden borde troligtvis vara endast ett villkor som hänvisar till ett annat och inte, som ovan beskrivet, en kedja av villkor som hänger samman. Med dagens ökande komplexitet i avtalsskrivandet kanske det teoretiska problemet kommer att bli ett praktiskt problem inom en snar framtid. Problemet är i vart fall värt att uppmärksamma.

3.1.7 2007:18 ”Anonymt 3”

Bolaget E avsåg att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende det svenska börsnoterade bolaget M. Förutsättningarna för erbjudandet var att E och M skulle ingå ett transaktionsavtal som reglerar vissa frågor kring det offentliga erbjudandet.

Bolaget E framhöll inför aktiemarknadsnämnden att det förhandlade budet var en avgörande förutsättning och har karaktären av ett samgående mellan bolagen. E var av den uppfattningen att ett samgående mellan bolagen inte skulle kunna genomföras utan en synnerligen hög grad av enighet mellan de

bägge bolagen styrelser och ledning, för att upprätthålla omvärldens förtroende för bolagen.

Mot bakgrund av dessa omständigheter hade bolaget E för avsikt att villkora budet på M. M:s styrelse skulle i samband med erbjudandets lämnande avge ett positivt uttalande om budet och rekommendera M:s aktieägare att acceptera densamma. Rekommendation fick inte återkallas. M:s styrelse skulle dock ha möjligheten att under vissa, i uttalandet icke angivna förutsättningar, återkalla rekommendationen för att M:s styrelse skulle kunna fullgöra sitt uppdrag på ett sätt som är förenligt med lag och god sed på aktiemarknaden. Fullföljandevillkoret hade följande lydelse:

- *”E förbehåller sig rätten att återkalla erbjudandet om målbolagets styrelses rekommendation till målbolagets aktieägare att acceptera erbjudandet har återkallats.”*

AMN hänvisar till ”Old Mutual/Skandia” uttalandet vad gäller villkorets objektiva verifiering. Dessvärre ger AMN inget direkt svar på om villkoret är utformat på ett objektivt verifierbart sätt men hänvisningen till det förra fallet borde indirekt ge svar på frågan, dvs. att villkoret är objektivt. Istället diskuteras väsentlighetskravet ingående och under vissa premisser kan villkoret uppställas.

3.1.7.1 Kommentar

Ett uppställt fullföljandevillkor av ifrågavarande slag ansågs vara objektivt verifierbart i ”Old Mutual/Skandia”. En rekommendation gentemot aktieägarna kan, förutom att förändras i positiv eller negativ riktning, endast återkallas om rekommendationen har offentliggjorts.

Den objektiva verifieringen borde inte ställa till några problem i detta fall. I det tidigare uttalandet visades på svårigheten att fastställa villkorets objektivitet vid förändring av styrelsens rekommendation inom ”trappstegen”. Detta fall är inte fullt så komplicerat eftersom villkorets utformning är mer begränsad.

Några frågetecken kring definitionen av återkallelse av rekommendationen borde inte heller vålla oklarhet. Även om styrelsen helt återtar rekommendationen utan att ersätta den med en ny, eller förändrar rekommendationen där aktieägarna rekommenderas att avstå från erbjudandet, är det i båda fallen en återkallelse av ursprungsrekommendationen.

4 The Panel on Takeovers and Mergers

The Takeover Panel är ett självständigt regleringsorgan för den brittiska finansiella marknaden som etablerades 1968. The Takeover Panels roll är lik Aktiemarknadsnämndens dvs. att övervaka och reglera företagsförvärv samt ge dispens från koden.⁴³ Panelen har ytterligare en uppgift, nämligen att agera som normgivare vid hanteringen av koden.⁴⁴

Parter som inte är tillfredsställda med Panelens avgöranden har möjlighet att överklaga till Appeal Committee.

4.1 Uttalanden

Trots mångfalden av uppköp på den brittiska aktiemarknaden har jag endast funnit ett uttalande av Panelen rörande fullföljandevillkors objektivitet. Det är möjligt att det beror på att regleringen har funnits under en lång tid i Storbritannien och är inte en lika ny företeelse som i Sverige. Nedan kommer att refereras och analyseras ett intressant uttalande från Panelen som behandlar MAC-villkor.

4.1.1 2001/15 "WPP – Tempus"

Marknadsföringsföretaget WPP avgav ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i företaget Tempus Group. WPP ägde redan innan budet 22 % av aktierna. Erbjudandet offentliggjordes i augusti 2001 strax innan terroristattackerna i USA den 11 september. Frågan som kom att behandlas var om WPP med anledning av 11 september hade möjligheten att återta erbjudandet med hänvisning till ett uppställt MAC-villkor. Panelen fick bedöma om det hade skett en väsentlig förändring av Tempus verksamhet. Erbjudandet var villkorat bland annat med följande villkor:

- *“no material adverse change or deterioration having occurred in the business, assets, financial or trading position or profits or prospects of any member of the wider Tempus Group.”*

Ett lämnat offentligt erbjudande får endast återtagas enligt rule 2.7 om det villkorats och är förenligt med rule 13. Panelen gjorde först ett ”väsentlighetstest” för att se om rule 13.5 var uppfyllt. Regeln innebär att ett fullföljandevillkor endast får återropas om det är av väsentlig betydelse för aktieägarna i det budgivande bolaget. WPP menade att ”väsentlighetstestet” var uppfyllt redan då det har skett en förändring som underminerar, utifrån budgivarens perspektiv, principen att lämna ett bud där priset är beroende av

⁴³ A Practitioners guide, a. a. s. 1.

⁴⁴ Stattin, a. a. s. 15.

specifika villkor. Panelen accepterade inte detta argument och menade att en mera varaktig och inte tillfällig förändring krävdes.

Panelen hänvisade till uttalande 1974/7 rörande subjektiva fullföljandevillkor med syfte att visa på hur konsekvent Panelen har varit i frågan rörande subjektiviteten. Ett uttalande som antagligen tillmäts stor betydelse i detta fall med vissa justeringar som kommenteras nedan. Uttalandet löd: *"Announcements of offers should not include conditions which depend on subjective judgments by the directors or the fulfilment of which are in the hands of the directors since these create unnecessary uncertainty; nor should they include a condition that, if the general economic situation deteriorates, the directors can withdraw the offer. It would normally be acceptable in an announcement for an offer to be expressed as conditional on statements or estimates being appropriately verified."*

Rörande MAC-villkorets objektivitet framförde WPP att villkoret inte är beroende av WPP:s subjektiva uppfattning trots att villkoret innehåller subjektiva inslag. Panelen menade att frågan om en väsentlig förändring inträffat eller inte skall bedömas objektivt men budgivarens samt målbolagets styrelserns åsikter i frågan bör uppmärksammas och ges den tyngd som kan anses vara lämpligt i ljuset av övrig bevisning. Panelen tycks ansluta sig till uttalandet från 1974 med den smärre förändringen att viss subjektivitet kan accepteras.

Att WPP återtog budet var enligt Panelen felaktigt på den grunden att "väsentlighetstestet" ej uppfylldes, inte på grund av att MAC-villkoret var subjektivt utformat.

4.1.1.1 Kommentar

Genom detta uttalande har antagligen svar getts på frågan vilken typ av subjektivitet som kan godtagas förutom vad som anges i rule 13.1. Både målbolags och budgivares styrelsernas uppfattningar tillmäts betydelse vid den objektiva verifieringen med den begränsning att övrig bevisning sätter nivån för hur stor betydelse dessa uppfattningar skall tillmätas. Givetvis uppkommer följdfrågan hur den avgränsningen skall göras och vilken typ av övrig bevisning som åsyftas. Denna fråga torde vara omöjligt att besvara förutom i det enskilda fallet. Panelen tycks ha tänjt på uttalandet från 1974 genom att i vissa fall tillmäta styrelsernas uppfattning betydelse. Å ena sidan visar hänvisningen till 1974 års uttalande att principen fortfarande gäller med undantag för vissa förändringar.

Om AMN hade fått motsvarande MAC-villkor hade bedömningen sannolikt blivit densamma med ett eventuellt undantag för den senare delen av villkoret. I "Rambøll" gjordes en uppdelning av villkoret där första delen var ogiltig och andra delen acceptabel. Möjligen kan en sådan uppdelning göras även här. Vad som enligt AMN antagligen hade varit acceptabelt är den delen där MAC-villkoret berör lönsamheten. AMN har uttalat att ett

MAC-villkor som pekar på likviditet och resultat kan någorlunda objektivt verifieras om en jämförelse görs med föregående års bokslut. Kanske kan fallet illustrera en viktigt skillnad mellan AMN och Panelen, att enligt svenska regler kan villkor delas upp och enligt brittiska regler går det inte. Villkoren var inte identiskt utformade så denna slutsats är allt annat än säker. Om slutsatsen är korrekt hade kanske WPP fått igenom vissa MAC-villkor om de delats upp i flera separata villkor där respektive område hade villkorats för sig. Panelen kommenterar inte villkoret särskilt ingående varför det är svårt att dra konkreta slutsatser. Av uttalandet kan i alla fall slutsatsen dras att MAC-villkor kan vålla stora problem, enligt både svenskt och brittiskt regelverk, vid objektiv verifikation.

Som framgår av uttalandet lade Panelen störst vikt vid ”väsentlighetstestet” vilket kanske är anledningen till att villkorets subjektiva inslag hamnade i skymundan. Åsikter har framförts efter uttalandet att det strikta ”väsentlighetstestet” inte säkert skulle ha tillämpats om villkoret varit mer objektivt utformat.⁴⁵

I en artikel författad av Kirsten Birkett kommenteras MAC-villkor vid offentliga förvärv samt dess svårighet att objektivt verifiera. Eftersom regelverket ej tillåter alltför subjektiva fullföljandevillkor menar Birkett att MAC-villkor kan specificeras genom att hänvisa till diverse index, tex. börsindex. Andra index som kan användas är tex. handelspriser inom olika branscher. Liknande förslag om hänvisning till index har redan framförts och skulle WPP ha specificerat villkoret på liknande sätt hade kanske Panelen uttalat sig annorlunda. Det förutsätter dock att ”väsentlighetstestet” inte tillämpas lika strikt som det de facto gjordes i uttalandet.⁴⁶

⁴⁵ Birkett, Kirsten, Untying the knot: Material adverse change clauses, Practical Law Company, Mars, s. 22.

⁴⁶ Birkett, a. a. s. 26.

5 Villkor

I detta avsnitt kommer fullföljandevillkor av varierande slag att analyseras. Analyser kan ske utifrån flertalet perspektiv men enbart objektivitetskravet kommer här att behandlas. Syftet med analysen är att principerna härledda ur ovan redovisade Aktiemarknadsnämndsuttalanden skall appliceras på villkoren.

Efter att ha läst igenom några pressmeddelande om offentliggjorda uppköpserbjudanden blir man som läsare genast varse om att de flesta erbjudanden villkoras på liknande sätt. Att de flesta offentliga uppköpserbjudanden innehåller samma slags villkor motiveras av taktiska och affärsmässiga skäl. Det intressanta är istället att vissa av villkoren är utformade såsom villkoren AMN kritiserat i tidigare avgöranden.

5.1 Minsta anslutning

Villkoret är hämtat ur pressmeddelande för Check Points kontanta uppköpserbjudande avseende aktierna i Protect Data. Check Point är ett amerikanskt bolag och åtog sig att följa Stockholmsbörsens regler.

”Att Erbjudandet accepteras i sådan utsträckning att Check Point Holdings blir ägare till mer än 90 procent av det totala antalet aktier i Protect Data, såväl före som efter utspädning på grund av utnyttjande av teckningsoptioner utgivna av Protect Data.”⁴⁷

5.1.1 Kommentar

Villkor om minsta anslutning torde vara det villkor som enklast kan objektivt verifieras med tanke på den nästintill knivskarpa gränsen för anslutning. Anslutningen behöver endast överstiga 90 % spärren med en enda röst. Villkor av detta slag får uppställas och medföra en återkallelse av erbjudandet enligt p.II.5 2 st. takover-reglerna. Istället för att ifrågasätta 90 % spärrens objektivitet kan frågan uppkomma om inte budgivaren har ett avgörande inflytande över dess uppfyllelse?

I AMN 2006:38 ”JCE – Cybercom” illustrerades ett exempel, som ej omnämns ovan, att budgivaren kan fullfölja erbjudandet genom en fusion när acceptansnivån ligger mellan 67 % - 90 % genom att bortse från villkoret om 90 % anslutning. Vid sidan av villkor om minsta anslutning brukar budgivaren förbehålla sig rätten att frånfalla ett eller flera villkor. Check Point har möjligheten att genomföra förvärvet i sin helhet även om 90 % gränsen ej uppnås. Check Point har inte avgörande, men däremot ett stort inflytande över villkorets uppfyllelse eftersom 67 % gränsen måste uppnås innan en fusion kan komma ifråga samt att 90 % spärren kan

⁴⁷ <http://wpy.waymaker.net/client/waymaker1/f.aspx?id=324351&fn=wkr0010.pdf>

frånfallas. Dagens fusionsmöjligheter ger budgivaren relativt stora valmöjligheter att antingen återtaga av eller fullfölja erbjudandet. Villkoret har länge figurerat vid offentliga förvärv av den anledning att tvångsinlösen av resterande aktier är möjlig om budgivaren uppnår mer än 90 % anslutning, 22:1 Aktiebolagslagen (2005:551). Det betraktas inte alltid som rent spel att budgivaren istället genomför en fusion av målbolaget för att kringgå 90 % gränsen. Budgivaren riskerar att "svartlistas" om de genomför en fusion i händelse av att uppköpserbjudandet misslyckas, vilket torde medföra att budgivare inte gärna frånfaller 90 % gränsen.

Ovan har även redovisats förbudet i koden om att villkora 100 % anslutning. Förbudet bör gälla även i Sverige eftersom sannolikheten uppnå 100 % anslutning i ett publikt bolag är minimal. Det finns inga skäl som motiverar villkoret mer än att budgivaren har möjlighet att praktiskt taget alltid kan välja att avstå från erbjudandet. Villkor av detta slag skulle skapa en alltför stor osäkerhet på marknaden.

5.2 Annat offentliggjort bud

Villkoret kommer från samma pressmeddelande som villkor under avsnitt 5.1.

"Att inte någon annan offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i Protect Data på villkor som för Protect Datas aktieägare är förmånligare än de villkor som gäller enligt Erbjudandet".⁴⁸

5.2.1 Kommentar

Att villkora erbjudandet av att ingen annan offentliggör ett förmånligare konkurrerande bud är tillåtet enligt takover-reglerna. Budgivaren är aldrig skyldig att betala ett högre pris än vad som angivits i erbjudandet.⁴⁹ Även takover-reglerna använder formuleringen *"förmånligare erbjudande"* vilket torde medföra att formuleringen anses vara objektivt verifierbar, p. II.5 2st. Att säljaren får ett förmånligare erbjudande kan endast bestå i att han får betalt i ett högre värde (betalning kan ske i aktier i budgivaren varför uttrycket pris inte används).

5.3 MAC - villkor

Följande villkor är hämtat ur pressmeddelande där Ericsson offentliggjorde ett uppköpserbjudande på det norska bolaget Tandberg Television.

"att inte, innan Erbjudandet fullföljts, någon händelse inträffar, som väsentligt negativt påverkar eller rimligen kan påverka Tandberg"

⁴⁸ <http://wpy.waymaker.net/client/waymaker1/f.aspx?id=324351&fn=wkr0010.pdf>

⁴⁹ Kommentarer till p.II.4 och 5.

*Televisions värdering, verksamhet, resultat, försäljning, likviditet, eget kapital eller finansiella ställning”.*⁵⁰

5.3.1 Kommentar

Villkor av följande slag är ett MAC-villkor som, enligt min mening, inte är objektivt utformat. Av, i uppsatsen, tidigare framförda slutsatser är villkoret utformat med subjektiva inslag eftersom ordet väsentligen används. AMN skulle troligen inte acceptera villkoret med hänvisning till bl.a.

”Perstorpsfallet” att det inte är objektivt att villkora budet om att målbolaget rent allmänt utvecklas i en negativ riktning. Inte heller med hänvisning till ”Rambøll” skulle AMN acceptera villkoret eftersom förutsättningarna är för olika.

I ”Rambøll” villkorades endast likviditet och resultatförsämring med ett MAC-villkor. Där kunde aktieägarna, enligt AMN, jämföra årets resultat med föregående års resultat och göra en något slags objektiv bedömning. Detta fall är mycket mer komplicerat eftersom villkoret sträcker sig till att även omfatta försäljning, värderingen, eget kapital och finansiella ställning. Villkorets uppfyllande är beroende av så många omständigheter att det knappast präglas av enkelhet och tydlighet. Se under rubrik 3.1.1.1 och 3.1.2.1 för utförligare diskussioner.

5.4 Försvårat förvärv

Detta villkor är hämtat ur samma pressmeddelande som villkoret under avsnitt 5.3.

*”Erbjudandet eller förvärvet av Tandberg Television helt eller delvis omöjliggörs eller väsentligen försvåras till följd av existerande eller förväntad lagstiftning eller annan reglering, domstolsavgörande, myndighetsbeslut, åtgärd eller motsvarande som inträffat eller skäligen kan förväntas inträffa eller till följd av annan omständighet utanför Ericssons kontroll, inklusive åtgärder från Tandberg Television eller en tredje part.”*⁵¹

5.4.1 Kommentar

Villkor av detta slag torde vara sedvanliga och godtagbara vid offentliga förvärv. Villkoret medför visserligen en del definitionsproblem, nämligen vad som kan göra att förvärvet ”väsentligen försvåras”. Att objektivt verifiera uttrycket har, som ovan redovisats behandlats av AMN. I ”Rambøll” godtogs en motsvarande formulering vad gäller resultatutvecklingen fast förutsättningarna var annorlunda genom att en jämförelse kunde göras med föregående års resultat. Här är en sådan

⁵⁰ <http://www.ericsson.com/se/releases/20060605-1054017.shtml>.

⁵¹ <http://www.ericsson.com/se/releases/20060605-1054017.shtml>.

jämförelse inte möjlig varför stora svårigheter uppstår att objektivt verifiera villkoret.

MAC-villkoret ovan är ett villkor som syftar på siffror och som kan klargöras genom att väsentligen definieras i numeriska termer och på så sätt bli objektivt. Detta villkor däremot åsyftar situationer som inte kan definieras i numeriska/matematiska termer vilket resulterar i att det är mycket svårt att precisera villkoret så att det objektivt kan verifieras om det är uppfyllt eller ej. Hur villkoret skulle kunna göras objektivt kan jag inte svara på mer än alternativet att frasen ”*väsentligen försvåras*” helt tas bort och endast ordet ”*omöjliggörs*” står kvar. AMN ser helst att villkoren är specificerade (se bl.a. ”Perstorpsfallet”) och en bättre formulering kan behövas för att undvika AMN:s kritik.

”*Annan omständighet*” är också en fras som kan framstå som odefinierad och subjektiv. Vad som menas med annan omständighet kan vara i princip vad som helst. Det får förutsättas att när en budgivare använder denna formulering så syftas på alla tänkbara situationer som kan medföra att erbjudandet väsentligen försvåras eller omöjliggörs. Således behöver denna fras inte objektivt verifieras eftersom villkorets subjektiva eller objektiva karaktär avgörs genom definitionen av ”*väsentligen försvåras*”. Trots möjligheten att faktiskt objektivt verifiera ”*annan omständighet*” bör frasen vara så pass generellt utformad att varken AMN eller Panelen skulle bedöma den såsom förenlig med god sed på aktiemarknaden med hänvisning till kravet på förutsebarhet.

Hursomhelst kan det möjligtvis finnas marknadsmässiga skäl för att tillåta formuleringen men rent strikt sett går den emot objektivitetskravet och AMN:s uttalanden. Dessa marknadsmässiga skäl kan vara, såsom kodens rule 13 föreskriver, att det uppstår praktiska svårigheter att ange alla situationer som ett särskilt fullföljandevillkor är beroende av.

5.5 Försämrade förutsättningar

Villkoret är hämtat ur pressmeddelande villkoren under avsnitt 5.1-2.

”*Att Protect Data inte vidtar några åtgärder som typiskt sett är ägnade att försämra förutsättningarna för Erbjudandets genomförande.*”⁵²

5.5.1 Kommentar

Vägledning för att fastslå klausulens objektivitet kan hämtas från ”Old Mutual/Skandia”. Villkoret är intressant mot bakgrund av objektivitetskravet. Det torde inte vara speciellt svårt att se om en åtgärd av målbolaget försämrar förutsättningarna för erbjudandets genomförande.

⁵² <http://wpy.waymaker.net/client/waymaker1/f.aspx?id=324351&fn=wkr0010.pdf>

I "Old Mutual/Skandia" var fullföljandevillkoret ej objektivt verifierbart på den punkten att styrelsens rekommendation inte fick ändras på ett för budgivaren negativt sätt och därmed ej förenligt med god sed på aktiemarknaden. Samma princip torde kunna tillämpas här då båda situationerna tar sikte på försämring för budgivaren. Förutsättningarna är till viss del lite förändrade i detta fall då formuleringen "typiskt sett" används.

Rent språkmässigt skulle denna formulering kunna bidra till en snävare avgränsning av villkoret om vilka åtgärder målbolaget får företa och i alla fall närma sig kravet om specificerade villkor som AMN vill se. Enligt min uppfattning torde villkoret fortfarande vara så pass oklart formulerad att graden av specificerbarhet ej uppnås som krävs för objektiv verifierbarhet. Möjligtvis ligger villkoret i gråzonen för objektiv verifierbarhet och för att vara säker på dess objektivitet måste AMN få tillfälle att ta ställning i frågan.

5.6 Korrekt information

Detta villkor är hämtad ur ett pressmeddelande lämnat av det norskregistrerade bolaget Komplet som lämnade ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i det svenskregistrerade bolaget inWarehouse. InWarehouses aktier handlades på First North listan som inte har några fastställda regler såsom Stockholmsbörsen. Komplet åtog sig ändå att följa dessa regler. Villkoret kan delas in i två delar.

[Del1] "att Komplet, utöver vad som offentliggjorts av InWarehouse eller på annat sätt skriftligen kommunicerats med Komplet före dagen för offentliggörandet av Erbjudandet, inte upptäcker att information som offentliggjorts av inWarehouse är felaktig eller vilseledande i något väsentligt avseende,

[Del 2] eller att information om väsentlig omständighet som borde ha offentliggjorts av inWarehouse inte har blivit offentliggjord."⁵³

5.6.1 Kommentar

Eftersom Komplet frivilligt åtog sig att följa Stockholmsbörsens regler kommer detta mycket intressanta villkor att analyseras. Villkoret är intressant eftersom jag inte tidigare under uppsatsens gång träffat på ett liknande villkor.

Den objektiva verifieringen av del 1 är inte helt enkel. Villkoret innehåller samma "väsentligen" fras som tidigare analyserade villkor varför den delen inte närmre kommer kommenteras. De delar ur villkoret som utöver "väsentligen" är avgörande för den objektiva verifieringen är "felaktig".

⁵³ <http://www.newsdesk.se/view/pressrelease/139001>.

”Felaktig” är ett ord som syftar på att något inte är korrekt. Informationen som åsyftas kan bedömas som felaktig om den är behäftad med bristfälligheter. Således kan t ex en framtidsprognos, som har utfärdats av inWarehouse och kommunicerats med Komplet, anses felaktig även om den avviker marginellt mot den korrekta. Om en jämförelse med den kommunicerade informationen och den påstådda korrekta informationen görs är det enkelt att avgöra om den kommunicerade informationen är behäftad med fel. ”Felaktig” är således ett ord som inte vållar några problem med att objektivt verifiera.

Del 2 är än svårare än del 1 att objektivt verifiera. Det svåra med villkoret är att bestämma om vad som borde ha offentliggjorts. Villkoret kan syfta på information som enligt lagstiftning skall offentliggöras eller så kan information åsyftas som enligt andra skäl bör offentliggöras. Villkoret bör kunna anses vara objektivt verifierbart om ”borde ha offentliggjorts” ersätts med ”som enligt gällande lagstiftning skall offentliggöras”. Nästa steg i den objektiva verifieringen blir i så fall att granska vad lagstiftningen föreskriver. Lagstiftningen på området är dock inte helt klar utan även här uppkommer gränsdragningsproblem. Det kan således inte med säkerhet konstateras att villkoret är objektivt verifierbart även med nämnda formulering.

5.7 Tillstånd

Ur samma pressmeddelande som villkoret under avsnitt 5.6.

”att samtliga för Erbjudandet och förvärvet av inWarehouse erforderliga tillstånd, godkännanden, beslut och andra åtgärder från myndigheter eller liknande, bland annat från konkurrensmyndigheter, har erhållits på för Komplet acceptabla villkor;”

5.7.1 Kommentar

Detta villkor är helt i överrensstämelse med takeover-reglerna, p.II.4 3 st. Trots det subjektiva inslaget används samma skrivelse som i Stockholmsbörsens regler. Som tidigare redovisats faller detta villkoret in under undantaget från objektivitetskravet. Liknelse kan här göras till koden som har motsvarande reglering. I koden föreskrivs att ej är praktiskt att specificera alla faktorer som ett särskilt fullföljandevillkor är beroende av, se koden rule 13.1. Se resonemanget under avsnitt 2.4.1 för ytterligare resonemang varför villkoret kan ge budgivaren avgörande inflytande över dess uppfyllelse.

Detta är ett villkor där det är motiverat att subjektiva och inte enbart objektiva inslag får tas in i bedömningen. Om exempelvis förvärvet leder till en så pass stor koncentration att budgivaren blir dominerande på den relevanta marknaden kan det vara svårt att förutse vilka olika krav som måste tillgodoses för att förvärvet skall accepteras av berörda

konkurrensmyndigheter. Kraven som ställs av konkurrensmyndigheter kan, ur budgivarens perspektiv, vara orimliga och det kan då ej krävas att budgivaren måste fullfölja förvärvet om dessa krav medför att affärsverksamheten skadas eller del därav måste avvecklas.

6 Marknadsmässiga aspekter på fullföljandevillkor

Under detta kapitel redogörs för mina egna marknadsmässiga synpunkter på fullföljandevillkor. Dessa aspekter är resultatet av de tidigare djupgående analyserna och den fakta som redan har presenterats i uppsatsen.

Som ovan har redovisats uppställs stränga krav på fullföljandevillkors utformning. Att marknads aktörer tar hänsyn till objektivitetskravet är givetvis av största vikt. Kraven som uppställs på fullföljandevillkor ger även upphov till intressekonflikter på aktiemarknaden.

Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden har starka implikationer för prisbildningen på både budgivarens och målbolagets aktier och därmed för aktiehandeln. Likaså kan uppköpserbudandet få andra effekter på tex. personal, kunder m.m. Förutsebarhet är då en viktig förutsättning för att aktiemarknaden skall fungera. Eftersom ett uppköpserbudande riktas till en stor mängd aktieägare med varierande förmåga att bedöma erbjudandet förespråkas en förutsebarhet för att varje aktieägare skall kunna bedöma exakt under vilka premisser erbjudandet kan realiseras. Budgivare vill däremot få en klar översikt över vad som köps och garantera sig mot oförutsedda händelser varför erbjudandets fullföljande ofta villkoras.⁵⁴ Det är här AMN och Panelen spelar en avgörande roll, de skall se till att regelverken efterlevs. Eftersom regelverken i sin tur innehåller ett så pass svårdefinierat krav såsom objektivt är det av största vikt att klara gränser utarbetas. Så länge objektivitetskravet inte är fullt definierat uppstår svårigheter för aktieägare att bedöma sannolikheten för erbjudandes fullföljande samt svårigheter för budgivare att utarbeta formellt korrekta fullföljandevillkor.

Att lämna ett offentligt uppköpserbudande innebär en reell risk. Ett uppköpserbudande som leder till avslut innebär en process som tar tid. Under denna tid kan något inträffa som resulterar i att målbolagets aktier sjunker i värde. Således har budgivaren lämnat ett bud på bolaget motsvarande den värdering som gjorts innan händelsen inträffade som medförde att aktierna sjönk i värde. Det bud som lämnats korresponderar numera inte mot målbolagets värdering. För att motverka bundenhet vid denna typ av händelse är det vanligt förekommande att budgivaren villkorar budet genom en MAC-klausul. Att utforma fullföljandevillkor, exempelvis ett MAC-villkor, som täcker in alla tänkbara situationer men som inte är för allmänt hållen är svårt. Intressekonflikten blir genast märkbar. Ur en budgivares perspektiv är det enkelt att förstå varför bud villkoras av väldigt vagt och generellt utformade fullföljandevillkor. Dessa villkor är normalt sett inte acceptabla, varken enligt stockholmsbörsens regler eller den brittiska koden. Däremot kan framhållas att en budgivare är väl medveten

⁵⁴ Kommentaren till Stockholmsbörsens regler p.II.4.

om de risker som finns och har möjligheten att göra en riskkalkyl. Ur en aktieägares perspektiv kan ett avlagt bud som senare tas tillbaka vara förrädiskt. Inträffar en händelse som i sig genererar ett kursfall accelereras effekten om budgivaren också tar tillbaka budet. Likaså är aktiesparandet en risk i sig som varje enskild individ som placerar pengar på börsen bör vara medveten om. Den stora massan av aktiesparare som finns har inte samma möjligheter som potentiella budgivare att skydda sig mot oförutsedda risker vilket kan motivera varför regelverket gärna skyddar aktiespararna. Detta skydd framgår redan av Takeover-direktivet som har syftet att ge aktieägarna en rättvis och rimlig behandling.⁵⁵

Marknadsmässigt borde en kompromiss mellan budgivarens, aktieägarnas och marknadens intressen vara den bästa lösningen. En strikt tillämpning av dagens reglering tillåter ingen kompromiss. Objektivitetskravet ger inte mycket utrymme för subjektiva tolkningar. Det är upp till AMN att tolka regelverket. Dess uttalanden visar på hur objektivitetskravet ej tillämpats strikt, vissa kompromisslösningar har funnits.

⁵⁵ Prop. 2005/06:140, s. 34.

Avslutning

Allteftersom arbetet har fortskridit med denna uppsats har jag som författare frågat mig själv om jag har haft några förutbestämda åsikter om uppsatsens ämne. Först reflekterade jag inte över frågan men konstaterade sedan att större delen av uppsatsen är präglad av analyser. Utan att direkt svara på frågan uppkommer en följdfråga som är än viktigare att besvara, hur en författare som har målsättningen att analysera och finna konstruktiva lösningar förmågan att hela tiden förhålla sig objektiv till ämnesområdet? Rimligtvis bör det vara väldigt få författare som besitter denna förmåga. Personligen var min målsättning från början att hela tiden vara objektiv och således inte ”välja sida”, trots att jag faktiskt uppmärksammat uppsatsens frågeställningar innan arbetets påbörjande och hade en viss uppfattning som kom att spela en avgörande roll i mina slutsatser. Även om man som författare går in i en arbetsfas med inställning om att vara objektiv är det svårt att bibehålla objektiviteten allteftersom kunskapsflödet ökar. Att inta mängder av fakta och faktiskt inte ha några åsikter därom bör för de flesta vara väldigt svårt. Om jag som författare har utvecklat en subjektiv uppfattning om ämnesområdet kan de vara rimligt att AMN gjort samma sak. Eftersom AMN verkar för god sed på aktiemarknaden och skall tolka takeover-reglerna bildar nämnden sig en uppfattning hur dessa regler skall tillämpas. De uttalanden som nämnden lämnar avseende objektivitetskravet behöver då inte automatiskt vara objektiva. När AMN tolkar reglerna finns risken att ledamöternas subjektiva inställning får genomslag i uttalandena. Tillämpningen av objektivitetskravet blir då förvrängt med subjektiva inslag. Det är enligt min mening bättre att tillämpa nämndens subjektiva uppfattning än budgivarens. AMN är åtminstone en utomstående betraktare som inte har någon personlig koppling till uppköpserbjudandet.

Under uppsatsens gång torde det ha framgått att objektivitetskravet kan vålla stora tolkningsproblem. Någon klar gräns kan ej dras mellan det objektiva och det subjektiva ur AMN:s och Panelens uttalanden. Många aspekter har belysts i denna uppsats som ej har kommit fram i diverse uttalanden. Varför AMN och Panelen inte ingående utreder objektiviteten kan jag ej besvara. I dess uttalanden redogörs i princip endast för gällande regler och vad som står i kommentarerna till dessa regler. Objektiviteten är enligt min åsikt den mest oklara bestämmelsen i takeover-reglerna, både i Sverige och i Storbritannien. Eftersom både AMN och Panelen vill skapa klarhet på marknaden borde de rimligtvis definiera objektiviteten på ett bättre sätt än vad som gjorts hittills.

Vissa ordval och formuleringar har ansetts godtagbara medan vissa inte varit det. AMN vill se tydligt formulerade och specificerade fullföljandevillkor. ”*Väsentligen*”, är ett ord som har använts och används fortfarande i fullföljandevillkor men även vållat en del problem. I ”Perstorpsfallet” användes ordet i kreditvillkoret och ansågs ej objektivt kunna verifieras medan objektiviteten uppfylldes i ”Rambøll”. Fullföljandevillkorets

formulering som helhet måste givetvis också beaktas men i ”Rambøll” ansåg AMN att en jämförelse med tidigare års resultat gjorde villkoret objektivt verifierbart. Samma jämförelse hade de facto också kunnat göras i ”Perstorpsfallet” men istället menade AMN att det ej är objektivt att villkora budet av att målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning. Kanske var det så att AMN helt enkelt ändrade åsikt i ”Rambøll”? Detta exempel visar att någon enhetlig tillämpning av objektivitetskravet ej har förekommit.

En budgivare skall vara försiktig att använda sig av MAC-villkor. Dessa villkor anser jag vara de villkor där en objektiv verifikation är svår. Redan beteckningen MAC av villkoret relaterar till subjektiva inslag. MAC är förkortning för Material Adverse Change dvs. väsentlig negativ förändring på svenska och som ovan redovisat har lett till tolkningsproblem. Villkorets problem ligger i att ordet väsentligen är svårdefinierat.

Flytande formuleringar verkar ha en tendens att sväva i gråzonen mellan det objektiva och subjektiva. Att budgivaren ser ett sådant ”svävande” villkor som objektivt är helt naturligt då de själva har ställt upp villkoret, men deras uppfattning om villkorets objektivitet är de facto deras subjektiva uppfattning. Budgivare använder sig gärna av dessa svävande formuleringar eftersom det är svårt att få in alla tänkbara situationer som budgivaren åsyftar i ett specificerat fullföljandevillkor.

Ett objektivt utformat fullföljandevillkor i takeover-regleringens perspektiv torde vara ett mycket preciserat villkor där tal/procentavvikelse eller kvotvärden används för att definiera den maximala fluktuationen i villkoret som budgivaren accepterar. Alla villkor kan omöjligtvis definieras enligt ovan nämnda sätt men MAC-villkor och liknande villkor torde vara utmärkta exempel där siffror kan ersätta de befintliga oklara formuleringarna. Budgivaren kan också vid utformningen av MAC-villkoret, istället för att ersätta ordet ”*väsentligen*” försöka definiera vad som är ”*väsentligen*” eller inte. Förslagsvis kan ”*väsentligen*” kopplas till något index där budgivaren anger den största fluktuationen som kan accepteras.

Det har även framgått av de ovan refererade fallen ”Anonymt” och ”Old Mutual/Skandia” att fullföljandevillkor innehållande ordet ”*negativ*” har tolkats olika. Förutsättningarna för en jämförelse av fallen är inte speciellt goda men det gemensamma är att villkoren förutsätter en negativ förändring för budgivaren och det är därför värt ett påpekande om dess olika tolkningar. ”*Negativt*” i dessa sammanhang är en synonym till försämring, en försämring som drabbar budgivaren och som i fallen tolkats helt olika, i ljuset av objektivitetskravet.

Det uttalande av Panelen som har analyserats har inte bidragit till någon ökad förståelse för hur objektivitetskravet skall tolkas utan enbart visat på liknelser och skillnader. De svenska och brittiska regelverken är ej avsedda att vara identiska men eftersom takeover-regleringen bygger på EU-rätt

finns många gemensamma drag. Skillnaderna finns på de områden där EU har låtit de nationella lagstiftarna få fritt spelrum. Trots att båda regelverken framhåller kravet på objektiva fullföljandevillkor samt att den brittiska regleringen är förebild för den svenska tolkas objektiviteten ändå inte på samma sätt. AMN har till och med vid olika tillfällen rådfrågat Panelen rörande diverse frågor som uppkommit vid tillämpningen av takeover-reglerna.

En stor skillnad mellan regelverken samt AMN:s och Panelens tillämpning av objektivitetskravet är att Panelen i viss mån tar hänsyn till både målbolagets och budgivarens styrelser uppfattning huruvida ett fullföljandevillkor är uppfyllt eller inte⁵⁶. Även om Panelen lade vikt vid dessa åsikter efter vad som var motiverat med hänsyn till övrig bevisning anser jag att denna tillämpning inte är lämplig, i vart fall inte enligt Stockholmsbörsens regler. Att ta hänsyn till styrelsernas åsikter är att ta in subjektiva aspekter på tillämpligheten av ett villkor som skall vara objektivt. En budgivare som vill ta tillbaka ett bud kommer givetvis att mena att fullföljandevillkoret inte är uppfyllt. Om målbolaget vill att transaktionen skall genomföras kommer de att argumentera mot budgivaren. Motstridiga argument kommer att föras och Panelen kommer automatiskt att ta störst hänsyn till den parten som (i Panelens ögon) för fram bäst argument. Dessa argument behöver inte vara av det slag att objektivitetskravet kommer till sin rätt. Att ta in dessa subjektiva värderingar kan, enligt mig, på sikt urholka objektivitetskravet och bidra till större osäkerhet på marknaden. Risken finns att när subjektiva inslag tillåts kan det leda till en utveckling där subjektiviteten istället för objektiviteten börjar få fäste. Även om gränsen mellan subjektivt och objektivt är svår att markera är det än svårare att dra gränsen mellan ”tillåten subjektivitet” och ”otillåten subjektivitet”.

Eftersom jag endast har analyserat ett uttalande av Panelen kan jag ej med säkerhet konstatera att objektivitetskravet tillämpas striktare i Sverige. Det finns omständigheter som tyder på att så är fallet. Eftersom regeln i kodens rule 13 inte är identisk med Stockholmsbörsens p.II.4 bör det avspeglas i tillämpningen. De omständigheter som visar att innehållet inte är densamma i regelverken är kodens undantag från objektiviteten i rule 13 samt Panelens uttalande i ”WPP-Tempus”. Att koden föreskriver ett direkt undantag från kravet på objektiva fullföljandevillkor visar att Panelen, till skillnad från AMN, har större möjligheter att göra avsteg från huvudregeln. Att Panelen kan göra dessa avsteg från objektiviteten behöver inte innebära att objektiviteten ej tillämpas lika strikt som i Sverige men uttalandet i ”WPP-Tempus” visar att Panelen i alla fall är redo att acceptera avsteg från objektivitetskravet. Avsteg som AMN hittills inte har accepterat.

Under avsnitt 1.2 ställdes tre viktiga frågor som uppsatsen hade för avsikt att besvara. På grund av uppsatsens disposition med de analytiska avsnitten har frågorna 1 och 2 redan besvarats. Denna del av avslutningen kommer att ägnas till att försöka besvara fråga 3 mer utförligt, nämligen var gränsen går

⁵⁶ Se under avsnitt 4.1.1.

mellan subjektiva och objektiva fullföljandevillkor. Denna fråga är utan tvekan uppsatsens svåraste frågeställning. Vägledning för att försöka besvara frågan hämtas ur "Perstorpsfallet" och "Rambøll". Gränsen mellan det objektiva och subjektiva ligger någon stans mittemellan dessa fall. I "Rambøll" kunde det första villkoret delas upp i två delar varav del ett var objektivt verifierbar medan del två var för allmänt formulerad. Likaså var villkoret i "Perstorpsfallet" var för allmänt formulerat. Det kan fastslås att delvillkor två i "Rambøll" är än mer allmänt formulerad än villkoret i "Perstorpsfallet" varför det kan bortses från nyssnämnda villkor i "Rambøll". Således återstår villkoret i "Perstorpsfallet" samt delvillkor ett i "Rambøll". Om den nedre gränsen för accepterad objektivitet ligger häremellan måste hänsyn tagas till AMN:s uttalande i "Rambøll" där det konstaterades att aktieägarna kan tillgodogöra sig en någorlunda objektivitet.

En någorlunda objektivitet är, enligt ovan redovisat, inte föreskrivet i takeover-regleringen och får förutsättas vara en av AMN gjord avvägning mellan budgivarens intresse och aktieägarnas i målbolagets intressen. Takeover-reglerna har inte tolkats bokstavligen. Det får även förutsättas att om AMN tänjt på takeover-reglerna så borde nedre gränsen för acceptabel objektivitet ligga närmare villkoret i "Perstorpsfallet" än i "Rambøll". Eftersom AMN flyttade objektivitetskravet till en någorlunda objektivitet bör gränsen inte kunna flyttas speciellt mycket mer innan gränsen passeras intill det AMN anser vara subjektivt. Subjektiva inslag finns i omnämnda villkor men enbart till den grad som AMN accepterar

Eftersom AMN inte är bundna av sina egna uttalanden finns det inga krav på enhetlig tillämpning av takeover-reglerna men ur aktiemarknadens synvinkel kan det vara förrådiskt.⁵⁷ Då förutsebarhet spelar en stor roll vid offentliga uppköpserbjudanden är det av största vikt att bolagen vet vilka fullföljandevillkor de kan ställa upp utan att kritiseras av AMN. Då AMN ej enhetligt har tillämpat objektivitetskravet i kombination med bristfälliga motiveringar till dess uttalanden anser jag att aktiemarknaden ej fullt ut kan tillgodogöra sig innehållet och ta lärdom av uttalanden. Bättre motiveringar torde leda till en bättre förutsebarhet.

⁵⁷ Stattin, a. a. s. 30.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

- SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden.
- Prop. 2005/06:140, Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.

Litteratur

- A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers 2006/2007, City & Financial Publishing, 2006.
- Sudarsanam, P. Sudi The Essence of Mergers and Acquisitions, Prentice Hall, 1995.
- Grundvall, Björn, Melin, Annika, Thorell, Per, Vägvisare till börsen, Lieber ekonomi, 2003.
- Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, Jure, 2004.
- Sjöman, Erik, Om villkorade och ovillkorade ”anbud” vid offentliga uppköpserbudanden, Avtalslagen 90 år, 2005.
- Stattin, Daniel, Takeover – Offentliga uppköpserbudanden – Regler, tolkning och tillämpning, Thomson Fakta, 2006.

Periodiskt tryck

- Birkett, Kirsten, Untying the knot: Material adverse change clauses, Practical Law Company, Mars 2002, s. 17 ff.
- Lundblad, Johannes, När kan man återta ett offentligt erbjudande? JT 2003-04, s. 327.

Elektroniska källor

- Pressmeddelande Ericsson – Tandberg
<http://www.ericsson.com/se/releases/20060605-1054017.shtml>, senast besökt 2007-08-20.
- Pressmeddelande Komplet – InWarehouse
<http://www.newsdesk.se/view/pressrelease/139001>, senast besökt 2007-08-20.
- Pressmeddelande Check Point – Protect Data
<http://wpy.waymaker.net/client/waymaker1/f.aspx?id=324351&fn=wkr0010.pdf>, senast besökt 2007-08-20.

EG-direktiv

- Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden.

Aktiemarknadsregler

- Näringslivets Börskommitté. Offentliga erbjudanden om aktieförvärv (2003-03-01),
<http://naringslivetsborskommitte.webdoc.nu/files/Takeover20061A.pdf>
- Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006-07-01, 1 numera ny version av 2007-07-01)
http://www.omxgroup.com/digitalAssets/29987_B__rsens_takeover_070701_svenska.pdf
- The City Code on Takeovers and Mergers,
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>.
- Noteringsavtal (2006-07-01 numera ny version av 2007-07-01),
http://www.omxgroup.com/digitalAssets/31211_Noteringsavtal_med_handledning_1_juli_2007_.pdf

Brittiska regler

Consultation Papers (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>)

- PCP15, Offeree protection conditions.
- PCP 2004/4, Conditions and pre-conditions.

Practice statements (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>)

- Practice statement No. 5, Note 2 on Rule 13 - Invocation of conditions.

Rättsfallsförteckning m.m.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden (www.aktiemarknadsnamnden.se)

- 2000:20 ”Perstorpsfallet”
- 2003:12 ”Rambøll”
- 2003:15 ”Anonymt 1”
- 2005:16 ”Anonymt 2”
- 2005:33 “Old Mutual/Skandia”
- 2005:36 “Old Mutual/Skandia”
- 2006:38 “JCE Group – Cybercom”
- 2006:42 “JCE Group – Semcon”
- 2007:18 “Anonymt 3”

Uttalanden från The Panel on Takeovers and Mergers (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>)

- 2001/15

Rättsfall UK

- [1981] 1 W.L.R. 624 (C.A.).