



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Josefin Nowén

Offentliga uppköpserbudanden  
på aktiemarknaden  
– Särskilt om break-up fees

Examensarbete  
20 poäng

Handledare  
Henrik Norinder

Börsrätt/Bolagsrätt

HT 2006

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och problemställning	5
1.3 Metod och material	6
1.4 Avgränsningar	6
1.5 Disposition	7
<b>2 EKONOMISK TEORI</b>	<b>8</b>
2.1 Principal agentteori	8
2.1.1 Informationsasymmetri	8
2.1.2 Adverse selection och moral hazard	8
<b>3 OFFENTLIGA ERBJUDANDEN</b>	<b>10</b>
3.1 Definition	10
3.2 Regelverkets framväxt – från självreglering till lagreglering	11
3.2.1 Förtroendet för aktiemarknaden	11
3.2.2 Näringslivets Börskommitté	11
3.2.3 Aktiemarknadsnämnden	13
3.2.4 Takeover-direktivet	14
<b>4 GÄLLANDE RÄTT</b>	<b>17</b>
4.1 Budprocessen	17
4.1.1 Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden	17
4.1.1.1 Regelverket	17
4.1.1.2 Finansinspektionen	18
4.1.1.3 Överklagandeinstans	20
4.1.1.4 Tillsynsmyndighet	20
4.1.2 Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden	21
4.1.2.1 Regelverkets subjekt och principer	21
4.1.2.2 Förutsättningar för bud	23
4.1.2.3 Offentliggörande	23
4.1.2.4 Fullföljandevillkor	24
4.1.2.5 Bundenhet vid erbjudandet	25

4.1.2.6	Erbjudandehandling	25
4.1.2.7	Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig	26
4.1.2.8	Due diligence	27
4.1.2.9	Bundenhet vid accept	29
4.1.2.10	Likhetsprincipen	29
4.1.2.11	För-, sido- och efteraffärer	30
4.1.2.12	Utfallet av erbjudandet	30
4.1.2.13	Sanktioner	30
<b>5</b>	<b>BREAK-UP FEES</b>	<b>31</b>
<b>5.1</b>	<b>Definition</b>	<b>31</b>
<b>5.2</b>	<b>Motiv</b>	<b>31</b>
<b>5.3</b>	<b>USA</b>	<b>33</b>
5.3.1	Fiduciary-out, stock option, asset lock-up, no-shop och no-talk	33
5.3.2	Break-up fee contra övriga affärsskyddsverktyg	35
5.3.3	Ad hoc-bedömning	37
5.3.3.1	The Business Judgment Rule	37
5.3.3.2	The Voter Coercion Standard	38
5.3.3.3	The Bidder Preclusion Standard	39
5.3.3.4	The Magic Number Standard	42
5.3.3.5	The Liquidated Damages Approach	42
<b>5.4</b>	<b>UK</b>	<b>44</b>
5.4.1	The One Percent Rule	44
5.4.1.1	Försvarsåtgärd	46
5.4.1.2	Inducement fees och övriga affärsskyddsverktyg	47
5.4.2	Fiduciary Duties	47
5.4.3	Liquidated Damages och Financial Assistance	48
<b>5.5</b>	<b>Sverige</b>	<b>51</b>
5.5.1	Allmänt	51
5.5.2	Letter of Intent	52
5.5.2.1	Generalklausulen i 36 § AvtL	53
5.5.3	Lojalitetsplikt	54
5.5.3.1	Fråntagande av aktieägares rösträtt	57
5.5.4	Låneförbudet	58
5.5.5	Försvarsåtgärd	59
5.5.6	Affärsskyddsverktyg	60
<b>6</b>	<b>SLUTSATS OCH ANALYS</b>	<b>63</b>
<b>6.1</b>	<b>Ad hoc-bedömning</b>	<b>63</b>
<b>6.2</b>	<b>De minimis</b>	<b>65</b>
<b>6.3</b>	<b>De lege ferenda</b>	<b>66</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>67</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>72</b>

# Sammanfattning

Ett *offentligt uppköpserbjudande* avser ett erbjudande på generellt angivna villkor om att överta aktierna i ett annat bolag, vars aktier är noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats, *riktat till aktieägarna* i det bolag som skall förvärfvas, *målbolaget*. Då erbjudandet sker på värdepappersmarknaden påverkas allmänhetens *förtroende* för denna marknad av hur erbjudandet utformas och genomförs, varför det är av största vikt att området kringgärdas av ett regelverk. Detta var tidigare helt självreglerat men har i dagsläget, som en följd av det så kallade takeover-direktivet, kommit att få viss offentlighetsrättslig förankring genom en ny lag om offentliga uppköpserbjudanden. Att notera är emellertid att nu anförda initiativ från EG-nivå inte inneburit stora förändringar av reglerna i materiellt hänseende, fränsett att sanktionerna gjorts påtaglig mer effektiva och avskräckande samt att det i den nya lagen intagits en bestämmelse om att en budgivare, för att över huvud få lämna ett uppköpserbjudande, måste åta sig att följa regelverket på den svenska aktiemarknaden. Vidare att de institutioner som under årens lopp kommit att få stor betydelse på området, varmed förstås NBK och AMN, som verkar för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut rekommendationer och uttolka dessa, behållit sina roller med den förändringen att dessa numer får hjälp av Fi som intagit en funktion som tillsynsmyndighet och överklagandeinstans.

Emedan det med ett *break-up fee*, vari uppsatsens fokus ligger, förstås ett *vite* som skall betalas för den händelse *ett offentligt uppköpserbjudande inte fullföljs* på grund av ett konkurrerande bud, avsaknad av aktieägarnas godkännande eller andra anledningar som parterna anser falla inom ramen för den ena partens ansvar. Det beskrivna vitet, och därmed liknande affärsskyddsverktyg, skapades för nästan två decennier sedan i USA med syftet att minska risken för såkallad "deal jumping". Mot bakgrund av att det vid offentliga uppköp vanligen löper lång tid mellan det preliminära anbudet och verkställandet av detsamma är risken stor att en tredje part under denna period uppmärksammas på attraktiva kvaliteter hos målbolaget och som en följd av detta väljer att "hoppa in och ta över" samt "toppa" det ursprungligen lagda budet.

Att budgivaren riskerar att förlora en affär som denne eftersträvar kan således vara ett skäl till att densamma väljer att använda sig av ett affärsskyddsverktyg. Tillika strävan att minska "faktiska och dolda kostnader" förknippade med ett förvärv. När budgivaren väljer ett objekt och i anslutning till detta lägger ner resurser går denne miste om möjligheten att gå samman med ett annat bolag samt riskerar att, i händelse av att förvärvet inte fullföljs, erhålla negativ publicitet kopplat till misslyckandet. Ytterligare kan det tänkas att budgivarbolaget vill ha garantier för att målbolaget inte bara använder detta som en "stalking horse" i syfte att trissa upp priset. Målbolagets intresse kan å sin sida ligga i att denne önskar attrahera seriösa budgivare, i en vilja att undvika att

budgivaren drar tillbaka budet med risk för att bolaget kan komma att betraktas som skadat gods alternativt i en önskan om att skapa incitament för budgivaren att lägga ett högt initialt bud. Otänkbart är inte heller att intresset kan tänkas emanera ur en klassisk principal agent problematik och att ledningen således agerar i egenintresse utan att ha aktieägarna i åtanke.

Ovan har visats på att USA är föregångslandet på området, men även i UK har ett användande av break-up fees i samband med offentliga uppköpserbjudanden varit vanligt under ett flertal år. Skillnaden i rättslig reglering av institutet ligger emellertid i att USA valt att via domstolsvägen och med stöd av fem olika standarder, ”the Business Judgment Rule”, ”the Voter Coercion Standard”, ”the Bidder Preclusion Standard”, ”the Magic Number Standard” och ”the Liquidated Damages Approach”, bedöma varje fall för sig, medan UK, i det regelverk som där kringgärdar offentliga uppköpserbjudanden, valt att uttryckligen införa ett de minimis krav, vari föreskrivs att break-up fees, för att vara lagenliga, inte får överstiga en procent av respektive målbolags värde.

Då fenomenet, till skillnad från vad som är fallet i ovan beskrivna rättsordningar, är nytt på den svenska aktiemarknaden råder det för närvarande en stor osäkerhet gällande vilka regler och principer som kan tänkas bli tillämpliga i samband med parters ingående och verkställande. Utgångspunkten torde dock vara att både 36 § AvtL, lojalitetsplikten, principen om aktieägares rätt att rösta i handelsplatsernas regler och 5 kap 1 § i den nya lagen om offentliga uppköpserbjudanden, kan tänkas medföra begränsningar. Tillika att det därmed måste ske en ad hoc bedömning likt den i USA, där hänsyn får tas till typen av transaktion, varmed förstås om det är en ”merger of equals”, ”a change in corporate control” eller ”a break-up of the corporate entity”, andra faktorer av intresse såsom ”fiduciary outs”, om break-up feen snarare kan anses ha använts av ledningen i syfte att motverka ett bud som i mindre utsträckning tilltalar densamma samt slutligen storleken på break-up feen.

Att även fortsättningsvis bedöma varje fall för sig i enlighet med nyss anförda kan möjligen hävdas ge det mest rättvisande resultatet, men torde resultera i en alltför stor rättslig osäkerhet på området vilket i sig kan tänkas öppna upp för ett missbruk. Detta då vi inte har samma tradition av att slita tvist i domstol som fallet är i USA varför antalet vägledande avgöranden här kommer att bli tunnsått i jämförelse. Vidare med hänsyn till de svårigheter tredje part och aktieägare torde möta för det fall dessa önskar visa på att lednings agerande inneburit ett brott mot dess lojalitetsplikt, vilket i förlängningen kan tänkas medföra ett opportunistiskt, icke lagenligt, handlande av en ledning vid ett ingående, då hot om straff inte är överhängande. Mot bakgrund av detta och ett flertal andra skäl kommer undertecknad till slutsatsen att det för att skapa enkelhet och förutsägbarhet bland praktiker vid ett användande av break-up fees är eftersträvansvärt att det även för svenskt vidkommande införs ett de minimis krav, likt det i UK, i handelsplatsernas regler.

# Förord

Fyra och ett halvt års juridikstudier börjar lida mot sitt slut och det är med stor glädje som jag nu gör mig redo för arbetslivet. Med mig i bagaget har jag nämligen år av meningsfulla kunskapsutbyten, möten med spännande människor och roliga upptåg. Denna upptäcktsresa hade emellertid inte varit möjlig om det inte vore för min underbara familj och mina glädjesprudlande vänner, så till er önskar jag nu rikta ett stort tack.

Vidare vill jag tacka Erik Sjöman, Jan Byström och Magnus Hedsund på Vinge. Ni är värda en eloge för att ni visat ett intresse i mitt uppsatsskrivande och hjälpt mig vid de tillfällen jag har haft frågor.

Avslutningsvis vill jag tacka min handledare Henrik Norinder för att han delat med sig av sin kunskap och varit ständigt positiv och uppmuntrande.

Lund i januari 2007

*Josefin Nowén*

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551).
AMN	Aktiemarknadsnämnden.
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område.
FFFS	Finansinspektionens föreskrifter.
Fi	Finansinspektionen.
FL	Förvaltningslag (1986:223).
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.
LBC	Lagen (1992:543) om börs -och clearingverksamhet.
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.
LMHF	Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.
NBK	Näringslivets Börskommitté.
NBK:OE	Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv.
Prop.	Proposition.
SB:OU	Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (Näringslivets Börskommittés reviderade regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv).
SOU	Statens offentliga utredningar.

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Företagsförvärv genom offentliga uppköpserbudanden är vanligt förekommande inom svenskt näringsliv, och innebär i korta ordalag att en presumtiv köpare, en så kallad budgivare, riktar ett offentligt erbjudande till ägarna i ett målbolag om att på generella villkor förvärva aktierna i bolaget.

Regelverket som kringgärdar offentliga uppköpserbudanden var tidigare helt självreglerat, men har efter initiativ från EG-nivå genom det så kallade takeover-direktivet kommit att få viss offentlighetsrättslig förankring i en ny lag om offentliga uppköpserbudanden. Med detta är emellertid inte sagt att de regler som under årens lopp skapats av näringslivets egna institutioner förlorat sin roll i sammanhanget utan dessa har med stöd av den nya lagen, undantaget de regler som uttryckligen intagits i den senare, i en reviderad form med hänsyn till direktivet, upptagits av handelsplatserna och gjorts till deras egna.

Då nu behandlade regelverk skall iakttas, förhandlingar företas och företagsundersökningar vidtas, får parterna räkna med att lång tid kommer att löpa från lämnandet av det preliminära anbudet och verkställandet av detsamma. I syfte att skydda affären under denna period har det på senare år blivit allt vanligare att ett budgivarbolag och ett målbolags ledning väljer att ingå ett avtal vari föreskrivs att för det fall händelser hänförliga till endera parten, eller enbart ett agerande från målbolagets ledning, *resulterar i att förvärvet inte genomförs*, det för denna part uppstår en *ersättningsskyldighet* som har fått det passande namnet *break-up fee*. Då fenomenet, till skillnad från vad som är fallet i föregångsländerna USA och UK, är nytt på den svenska aktiemarknaden råder det för närvarande en stor osäkerhet gällande vilka regler och principer som kan tänkas aktualiseras i samband med ett ingående och ett verkställande.

## 1.2 Syfte och problemställning

Uppsatsen syftar till att utifrån det regelverk som kringgärdar offentliga uppköpserbudanden, de intressekonflikter som kan tänkas uppstå inom och runt ett aktiebolag samt en studie av hur break-up fees har utformats, reglerats och bedömts i USA och UK besvara följande frågeställningar;

- Vad avses med ett break-up fee och vilka skäl torde ligga bakom parternas användande av detsamma,
- vilka regler och principer kan *de lege lata* medföra begränsningar vid ett ingående och verkställande av ett break-up fee på den svenska aktiemarknaden,



- avslutningsvis, vilken form av rättslig reglering eller bedömning bör break-up fees på den svenska aktiemarknaden underkastas *de lege ferenda*?

## 1.3 Metod och material

Metoden som använts är sedvanlig rättsdogmatisk i den meningen att jag har studerat lagstiftning, doktrin, förarbeten och praxis. Dessa källor har sedan legat till grund för en analys enligt uppsatsens angivna syften. För att inte belasta framställningen med tyngande förklaringar och jämförelser lämnar jag i fotnoterna vissa upplysningar som kan belysa den övriga texten. Mina slutsatser och egna åsikter presenteras såväl fortlöpande i uppsatsen som i det avslutande kapitlet.

Det material jag har brukat mig av har varit blandat och innefattat såväl litteratur och artiklar, som förarbeten och direktiv samt praxis. Noterbart är att jag i mitt sökande efter artiklar till viss del har begagnat mig av Internet. Jag är medveten om att denna typ av material kan innehålla värdeomdömen och att fakta kan tänkas presenteras olika beroende på vilket land artikeln härstammar ifrån och vilken åsikt författaren har. Jag har därför varit kritisk vid användandet och läst flera olika artiklar från tillika dagspress och juridiska tidskrifter i jämförelsesyfte. Jag har sedan valt att ta upp de åsikter som jag anser bäst representerar den allmänna uppfattningen. Av naturliga skäl har jag även i övrigt, då allt material inte kan medtagas, sökt att välja ut det som enligt min mening bäst kastar ljus på ämnesområdet.

När det kommer till frågan gällande vilka regler som de lege lata kan bli tillämpliga vid ett ingående och verkställande av break-up fees på den svenska aktiemarknaden finns det, mot bakgrund av att fenomenet är nytt, inte några rättsfall att hämta vägledning från, egentlig litteratur att läsa eller uttalanden från näringslivet att studera, varför svaret på frågan helt kommer att utgå ifrån en egen diskussion. Jag önskar därför slutligen göra läsaren medveten om att uppsatsen i denna del inte gör anspråk på att vara uttömmande.

## 1.4 Avgränsningar

Redogörelsen för reglerna kring offentliga uppköpserbjudanden har gjorts översiktlig med hänsyn till att en mer ingående beskrivning saknar relevans för uppfyllandet av uppsatsens syfte och besvarandet av uppsatsens frågeställning. Av nu beskrivna skäl utelämnas även i anslutning till detta en studie av bestämmelser som blir tillämpliga för det fall en ledande befattningshavare i målbolaget deltar i ett offentligt erbjudande eller om ett moderbolag lämnar ett offentligt erbjudande avseende aktier i ett dotterbolag.

I avsnittet som behandlar break-up fees på den amerikanska aktiemarknaden är det vidare noterbart att, mot bakgrund av att det är domstolens argumentation och val av standarder som är i fokus och inte en utförlig redogörelse för amerikansk rätt på området, det inte kommer att göras en jämförelse eller läggas in egna ståndpunkter avseende vilken av dessa som är att föredra, vartill kommer att jag i denna del endast kommer att ta upp de rättsfall som jag anser bäst representerar där rådande rättsläge och utesluta eventuella lagstadganden som därtill kan tänkas aktualiseras parallellt. Ytterligare att det när det kommer till diskussionen gällande break-up fees och därmed liknande affärsskyddsverktyg på den svenska aktiemarknaden det inte går att utesluta att även konkurrensrättslig lagstiftning kan bli tillämplig. En studie av regelverket får emellertid anses falla utanför ramen för denna uppsats då undertecknad i första hand valt att studera institutet utifrån ett bolagsrättsligt, börsrättsligt och avtalsrättsligt perspektiv, men även med hänsyn till att dess potentiella tillämpning är tämligen osäker och därmed skulle kräva en separat och djupgående analys.

Av största vikt är emellertid att uppsatsens fokus ligger på en studie av break-up fees i dess roll som affärsskyddsverktyg varför de rättsliga konsekvenserna av en lednings användande av detsamma som ett försvarsverktyg, det vill säga i syfte att motverka ett bud som inte tilltalar denne, inte kommer att beskrivas lika utförligt och då främst i avsnitten som berör användandet på den engelska och den svenska aktiemarknaden.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen tar sin utgångspunkt i Principal agentteorin som en följd av min önskan om att på ett så tidigt stadium som möjligt uppmärksamma läsaren på de intressekonflikter som kan tänkas uppstå inom och runt ett aktiebolag, varefter följer en beskrivning av det kombinerade lag och självreglerade regelverk som kringgärdar offentliga uppköpserbjudanden. En kort historisk tillbakablick för att skapa en känsla för syftet bakom regelverket och skälet till att det ser ut som det gör idag åtföljs av en översiktlig redogörelse för reglernas innehåll. Efter detta riktas blicken mot uppsatsens huvudområde varmed förstås ett användande av break-up fees i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Avsnittet innefattar till en början en studie av de motiv som kan tänkas ligga bakom parts ingående av detsamma, hur det kan utformas samt en redogörelse för varför det skapades. Därefter en beskrivning av hur USA och UK valt att reglera och bedöma institutet. Utifrån ovan anförda besvaras sedermera den inledande frågan gällande vilka regler och principer som de lege lata kan tänkas aktualiseras i samband med ett användande på den svenska aktiemarknaden. Avslutningsvis en för- och nackdelsbedömning avseende om det på den svenska aktiemarknaden är eftersträvansvärt, de lege ferenda, att ha ett system som liknar det i USA eller om det snarare borde införas ett system som påminner om det i UK.

## 2 Ekonomisk teori

### 2.1 Principal agentteori

Inledningsvis redogörs härmed för principal agentteorin, då min förhoppning är att läsaren, genom att ha tillskansat sig en ökad förståelse för de intressekonflikter som kan tänkas uppstå inom och runt ett aktiebolag, lättare skall kunna ta till sig den fortsatta redogörelsen och analysen samt bättre förstå syftet bakom de principer och regler som kringgärdar offentliga förvärv.

#### 2.1.1 Informationsasymmetri

Principal agentteorin utgår ifrån att företagets ledning (agenten) har ett *informationsövertag* gentemot aktieägarna (principalen), med hänsyn till att ledningen verkar närmare bolaget.<sup>1</sup> Mot bakgrund av att agenten kan välja att använda detta informationsövertag lojalt för principalens räkning eller i syfte att gynna sig själv, blir en naturlig fråga för principalen hur denne skall få agenten att välja det förstnämnda.<sup>2</sup>

Till grund för teorin och den därmed tillhörande intressekonflikten ligger ett antal antaganden. För det första att såväl principal som agent är *nyttomaximerande*, vilket innebär att de i alla lägen försöker maximera den egna nyttan. Vidare antas det föreligga en *målkonflikt* mellan parterna, agenten antas handla *opportunistiskt*, det vill säga att denne i en uppdragssituation, om dess handlingar inte övervakas, kan antas agera illojalt mot sin uppdragsgivare. Agenten anses även vara *begränsat rationell* samt *riskovillig*. I sista hand förutsätter teorin att beslut fattas utan fullständig information, varmed avses principalens bristande kunskap om agentens beteende. Det finns således ett *asymmetriskt informationsunderlag* mellan parterna, vilket kommer att utvecklas nedan.<sup>3</sup>

#### 2.1.2 Adverse selection och moral hazard

Enligt ovan nämnda teori regleras förhållandet mellan principalen och agenten genom ett *kontrakt*, vari principalen, i sin roll som uppdragsgivare, ger agenten i uppgift att utföra arbetsuppgifter för densammans räkning och där beslutsfattandet överläts till agenten.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Notera att principal agentteorin analogivis kan tillämpas på diverse andra intressekonflikter inom och runt aktiebolaget, till exempel mellan majoriteten och minoriteten, mellan aktieägare och borgenärer eller, vilket är av störst intresse för denna uppsats, mellan budgivare och målbolag. Vad gäller budgivare och målbolag, se särskilt definitionen av adverse selection i 2.1.3.

<sup>2</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 22-23.

<sup>3</sup> Nygaard, Bengtsson & Johansson (2002), s 82-84.

<sup>4</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 22.

*Adverse selection* representerar informationsproblem som föreligger innan kontraktet ingås. Uttrycket härstammar från försäkringslitteraturen och ett exempel därur kan användas som illustration. När en försäkringstagare tecknar en försäkring har denne typiskt sett tillgång till unik information som kommer att påverka kontraktet, i det att personer som vet med sig att de med stor sannolikhet kommer att drabbas av en skada, är mer benägna att ingå denna typ av avtal, än de som inte löper samma risk. I syfte att komma runt detta problem tvingas försäkringsmarknaden genomföra noggranna undersökningar av motparten samt omsorgsfullt utforma avtalsvillkoren.

En presumtiv aktieägare kan jämföras med försäkringsbolaget. Då densamma är medveten om att den innehar mindre information om risknivåer och framtida vinstmöjligheter än ledningen, gäller osäkerheten hur detta övertag kommer att utnyttjas och därmed hur denne skall kunna undersöka och få information om bolaget innan eventuellt kapital lämnas.<sup>5</sup>

*Moral hazard* företräder de övervaknings – och lojalitetsproblem som kan tänkas uppstå under kontraktets löptid till följd av agentens informationsövertag, och är den problematik som i störst utsträckning kommer att behandlas i denna uppsats. Ett belysande exempel är det övervakningsproblem som kommer i dagen i samband med att aktieägarna utser en ledning. Då ägarna inte i detalj kan kontrollera detta organ, uppkommer en osäkerhet gällande huruvida detsamma tillgodoser ägarnas intressen i samma utsträckning som om de själva skött förvaltningen.<sup>6</sup> Rättstillämpningen har försökt att komma till rätta med de intressekonflikter som sammankopplas med moral hazard genom att ålägga ledningen en skyldighet att låta beslutsfattandet styras av vinstintresset, en skyldighet som har kommit att få beteckningen *lojalitetsplikt*. Vidare erbjuder lagstiftning och självreglering informationsregler som, i den utsträckning de efterlevs, möjliggör för aktieägare och andra intressenter att fortlöpande skapa sig en bild av bolagets ekonomiska läge.<sup>7</sup>

Avslutningsvis kan sägas att försök från principalens sida att på egen hand begränsa ovanstående intressekonflikter genom övervakning<sup>8</sup> eller skapandet av incitament<sup>9</sup> i syfte att få agenten att agera i principalens intresse, är förenat med kostnader, vilka har fått det passande namnet, *agentkostnader*.<sup>10</sup>

<sup>5</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 23-24. För rättsliga försök att minska informationsunderläget, se exempelvis 2 kap 9 § LBC och 4 kap 1 § LHF som föreskriver att utgivaren av aktier skall upprätta ett prospekt vid erbjudande till allmänheten av dessa. Se uppsatsens redogörelse av due diligence för kopplingen till offentliga erbjudanden.

<sup>6</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 25.

<sup>7</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 29-30. Se 3 kap 3 § ABL, ett sådant vinstsyfte förutsätts om inget annat anges i bolagsordningen. Läs mer om lojalitetsplikten i kap 5.

<sup>8</sup> Revisorers, controllers och organisationskonsulters arbete är exempel på olika kontrollåtgärder, se Dahlman, Glader & Reidhav (2004), s 191.

<sup>9</sup> Optioner och bonussystem är exempel på incitamentsverktyg. Verktygen har emellertid på senare år varit utsatta för kritik bestående i att ersättningarna anses vara för höga och att sambandet mellan ersättning och prestation anses vara för svagt. För förslag på hur dessa bonussystem och optionsprogram kan förbättras, se Tson Söderström mfl. (2003), 107 ff.

<sup>10</sup> Dahlman, Glader & Reidhav (2004), s 183.

# 3 Offentliga erbjudanden

## 3.1 Definition

Ett offentligt uppköpserbjudande<sup>11</sup>, ett offentligt erbjudande, är som tidigare antytts, ett erbjudande på generellt angivna villkor om att överta aktierna<sup>12</sup> i ett annat bolag, vars aktier är noterade vid börs eller auktoriserad marknadsplats, *riktat till aktieägarna* i det bolag som skall förvärfvas, målbolaget.<sup>13</sup> Mottagarna, aktieägarna, har två alternativ, att acceptera erbjudandet eller att förkasta detsamma.<sup>14</sup>

Ett offentligt erbjudande är vanligtvis ett led i en planerad sammanslagning och avsikten är att det erbjudande bolaget, budgivaren, skall erhålla samtliga aktier i målbolaget.<sup>15</sup>

Karakteristiskt för erbjudandet är vidare att det görs på värdepappersmarknaden, att det riktas till ett större antal personer samt att det är standardiserat. Förhandlingar om individuella avtalsbestämmelser mellan budgivare och enskilda motparter är, redan av praktiska skäl, inte möjliga.<sup>16</sup> Ersättning för de överlåtna aktierna utgörs av aktier i det erbjudande bolaget, utbyteserbjudande, eller aktier i förening med mindre kontantbelopp eller bara i form av kontanter.<sup>17</sup> Erbjudandet kan vara av olika slag, i det att det kan avse alla aktier i ett målbolag eller inskränka sig till ett visst slag av aktie eller till ett visst antal aktier i målbolaget. Det senare kallas ett partiellt bud.<sup>18</sup>

Slutligen kan påpekas att ett offentligt erbjudande kan komma till stånd efter förhandlingar och underhandskontakter med målbolagets ledning, men det är inte en nödvändighet att så sker. För den händelse sådana kontakter ej förekommit, anses budet vara fientligt, ett "hostile take over-bid".<sup>19</sup>

---

<sup>11</sup> På engelska "takeover-bid" och på amerikanska "tender offer".

<sup>12</sup> Ett offentligt erbjudande kan även avse konvertibler, teckningsoptioner, vinstandelsbevis, emissionsrätter och andra liknande finansiella instrument som målbolaget utgivit eller som på annat sätt är relaterade till detsamma, se Kågerman (2001), s 223.

<sup>13</sup> Moberg & Samuelsson (1989), s 147.

<sup>14</sup> Kågerman (2001), s 223.

<sup>15</sup> Moberg & Samuelsson (1989), s 147.

<sup>16</sup> Kågerman (2001), s 223.

<sup>17</sup> Afrell, Klahr & Samuelsson (1998), s 232.

<sup>18</sup> Se SB:OU, p II.13.

<sup>19</sup> Kågerman (2001), s 223. Se avsnitt 4.1.1.1 och 5 kap 1 § LUA samt avsnitt 5.5.5 för en utförligare redogörelse av fientliga bud.

## 3.2 Regelverkets framväxt – från självreglering till lagreglering

### 3.2.1 Förtroendet för aktiemarknaden

Med hänsyn till att ett offentligt erbjudande görs på värdepappersmarknaden påverkas allmänhetens *förtroende* för denna marknad av hur erbjudandet utformas och genomförs. Uppfattas erbjudandet som orättvist eller otillbörligt får detta negativa konsekvenser för förtroendet, som blir början på en neråtgående spiral – omsättningen på värdepappersmarknaden minskar, effektiviteten blir lägre och marknadens förmåga att fördela kapital och risk försämras – vilken får följden att välfärden i samhället minskar.<sup>20</sup>

Mot bakgrund av ovanstående stod det tidigt klart för värdepappersmarknadens aktörer att det fanns ett behov av reglering på området. Hindrande lagreglering betraktades emellertid med stor skepticism då detsamma sågs som ett hot mot en dynamisk handel där det krävs snabba besked och beslut. Bevarandet av marknadens frihet skapade således incitament hos näringslivet till självreglering, det vill säga privat utomrättslig reglering som sker vid sidan av lagstiftning och annan myndighetsutövning, genom sina egna institutioner.<sup>21</sup>

### 3.2.2 Näringslivets Börskommitté

1966 bildades Näringslivets Börskommitté, NBK, av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare med uppgift att *verka för god sed på aktiemarknaden* genom att *ge ut rekommendationer*. NBK är inte ett offentligt organ utan drivs av en ideell förening, Föreningen för aktiemarknadsfrågor, bestående av nio medlemmar, bland annat Svenskt näringsliv, Stockholms Handelskammare, Stockholmsbörsen, Svenska fondhandlareföreningen, Svenska bankföreningen och FAR (Föreningen Auktoriserade Revisorer). Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter eller medel som på annat sätt tillkommer föreningen eller ställs till dess förfogande.<sup>22</sup>

I Storbritannien inrättades redan under 1960-talet institutioner för självreglering gällande offentliga erbjudanden, the Panel on Takeovers and Mergers (the Panel) och the City Code on Takeovers and Mergers (the Code).<sup>23</sup> Med förebild i denna takeover-kod utfärdade NBK år 1971 den första svenska rekommendationen på området. Därmed blev Sverige ett av de länder som tidigast införde regler gällande offentliga erbjudanden.<sup>24</sup> Rekommendationen, som i första hand tillkom för att öka investerarskyddet

---

<sup>20</sup> Kågerman (2001), s 223.

<sup>21</sup> Sandström (2005), s 164.

<sup>22</sup> SOU 2005:58, s 53-54 samt [www.naringslivetsborskommitte.se](http://www.naringslivetsborskommitte.se).

<sup>23</sup> Skog (1996), s 24.

<sup>24</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 9.

och för att fylla behovet av ett krav på *likabehandling av aktieägarna*<sup>25</sup> och behovet av *information* för att dessa på ett tillfredställande sätt skulle kunna ta ställning till ett erbjudande<sup>26</sup>, har sedan 1971 reviderats ett flertal gånger. I samband med revideringen 2003 beslutade sig NBK för att överge benämningen ”rekommendation” till förmån för ”regler”.<sup>27</sup>

NBK-reglerna angav, efter revideringen 2003, bland annat vilken information som skulle lämnas i samband med ett offentligt erbjudande, vilka villkor som fick ställas för erbjudandet, och vilka åtgärder som målbolaget fick vidta under erbjudandetiden. Där fanns också regler om att en aktieförvärvare som uppnår en röstandel om 30 procent eller mer av röstetalet i ett aktiemarknadsbolag<sup>28</sup> under vissa förutsättningar skulle lämna ett erbjudande om förvärv av resterande aktier i bolaget, så kallad budplikt. Slutligen fanns där också regler om innehållet i ett takeover-prospekt.<sup>29</sup>

Då NBK-reglerna inte var bindande i sig själva gjordes de avtalsrättsligt bindande i två fall. För det första genom att reglerna intogs som en bilaga i Stockholmsbörsens, NGM: s och aktietorget<sup>30</sup> noteringsavtal, varmed förstås ett civilrättsligt avtal mellan marknadsplatsen och det bolag som önskar notera sina aktier på densamma, vilket kräver undertecknande av parterna innan handel med aktierna påbörjas i bolagets fondpapper.<sup>31</sup> Följden blev därmed att bolag som hade sina aktier noterade på en handelsplats blev, i egenskap av såväl budgivare som målbolag, på avtalsrättslig grund bundna att följa NBK-reglerna. Ett eventuellt åsidosättande, från bolagets sida, av sina förpliktelser enligt noteringsavtalet, och därmed NBK-reglerna, innebar således ett avtalsbrott som kunde få rättsliga konsekvenser i form av *inomobligatoriskt skadestånd*.

Utöver detta riskerade bolaget disciplinära påföljder från marknadsplatserna genom att NBK-reglerna var intagna i noteringsavtalet. Åsidosätter ett bolag noteringsavtalet får nämligen börsen, om överträdelsen är allvarlig, besluta om avnotering, såvida detta inte är olämpligt från allmän synpunkt, av

---

<sup>25</sup> Se likhetsprincipen i avsnitt 4.1.2.9.

<sup>26</sup> Afrell (1998), s 235.

<sup>27</sup> SOU 2005:58, s 54.

<sup>28</sup> Målbolag med aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats i Sverige.

<sup>29</sup> SOU 2005:58, s 54.

<sup>30</sup> I Sverige sker handel med finansiella instrument på två olika handelsplatser: *börser* och *marknadsplatser*, 1 kap 4 § 1 och 3 pp LBC samt 2 och 4 kap LBC. Stockholmsbörsen AB och Nordic Growth Market NGM AB är exempel på börser, varmed avses en handelsplats för anslutna medlemmar som bedriver regelbunden handel med finansiella instrument och dessutom är auktoriserad. För att handla med värdepapper på en börs krävs det *medlemskap*. Värdepapper som är inregistrerade på en börs får en kvalitetsstämpel, då kraven som ställs på dessa är högre än de som ställs på andra noterade värdepapper. Aktietorget är ett exempel på en auktoriserad marknadsplats, även här är syftet att bedriva regelbunden handel med finansiella instrument, skillnaden ligger dock i att den inte bara vänder sig till anslutna medlemmar, utan även till *allmänheten*. Se Grundvall, Melin & Thorell (2003), s 16-22.

<sup>31</sup> Af Sandeberg (2002), s 36.

bolagets aktier eller, i andra fall, ålägga bolaget ett vite. Är åsidosättandet av ringare grad kan børsen istället besluta om att meddela bolaget en varning. Övervakning och tillsyn gällande efterlevnaden av noteringsavtalets regler sköts av handelsplatserna, medan frågan om bestämmande av påföljd avgörs av en särskild *disciplinnämnd* som utses av börsens styrelse. För att ett ärende skall behandlas av disciplinnämnden skall det vara fråga om disciplinärenden, det vill säga ärenden där överträdelser av reglerna sker medvetet eller av oaktsamhet. Överträdelsen skall på ett eller annat sätt vara klandervärd. Syftet med en disciplinnämnd, och skälet till varför det finns en lagstadgad skyldighet att inrätta en sådan vid en börs, är att stärka och bibehålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Nämndens möjligheter att utdöma påföljder och ta ställning till börsens regelverk vilar på avtalsrättslig grund, genom att detta står inskrivet i noteringsavtalet. Om ett bolag på en auktoriserad marknadsplats, till exempel Aktietorget, åsidosätter noteringsavtalet beslutar istället dess styrelse om disciplinära åtgärder.<sup>32</sup>

*För det andra* skapades en avtalsrättslig bundenhet genom att det i NBK-reglerna föreskrevs att när budgivaren offentliggör erbjudandet skall det i detta offentliggörande anges att för erbjudandet gäller NBK-reglerna och Aktiemarknadsnämndens, AMN: s, se mer nedan, besked om tolkning och tillämpning av reglerna. Genom att ange detta vid offentliggörandet skapades således ett bindande åtagande från budgivarens sida att följa reglerna, även om densamma inte hade aktier noterade på en svensk handelsplats. En överträdelse av reglerna kunde därmed, med stöd av åtagandet, aktualisera ett *inomobligatoriskt skadestånd*.<sup>33</sup>

### 3.2.3 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden bildades 1986 av samma institutioner som startade NBK och med "the Panel" som förebild. Syftet med AMN var att öka självanseringen på aktiemarknaden för att därigenom undvika lagstiftning på börsetikens område. Nämnden skall, i likhet med NBK, verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, skillnaden ligger emellertid däri att AMN i första hand skall göra detta genom *uttalanden, rådgivning och information*. Varje åtgärd av ett aktiemarknadsbolag eller en aktieägare i ett sådant bolag, som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett aktiemarknadsbolag, kan bli föremål för nämndens bedömning. Nämnden kan även uttala kritik mot berörda bolag, aktieägare eller rådgivare.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> SOU 2005:58, s 54-55 och Kågerman (2001), s 103-104. Närmare bestämmelser om disciplinnämndens sammansättning och arbete går att finna i LBC samt FFFS (1998:16). Att märka är att Stockholmsbörsens disciplinnämnd under den senaste tioårsperioden handlagt omkring 40 ärenden, av dessa har endast ett mycket litet antal avsett offentliga förvärv.

<sup>33</sup> Se NBK:OE p II.3. Notera att det i det gamla systemet inte fanns några sanktioner som kunde träda i kraft för den händelse ett bolag valde att inte göra detta åtagande.

<sup>34</sup> Kågerman (2001), s 81-82 samt uttalanden i fulltext, se [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se).



Yttrande kan ske på eget initiativ eller efter förfrågan. Uttalandena publiceras fortlöpande, om inte särskilda skäl föreligger, och fyller en normbildande funktion. AMN: s uppgift är alltså att tolka, tillämpa och komplettera de regler som specifikt gäller för aktiemarknaden. Nämnden kan även sägas ha haft en viss tillsyns- och övervakningsfunktion av NBK-reglerna.<sup>35</sup>

Nämndens uttalanden har under årens lopp inte varit bindande för det aktiemarknadsbolag eller den aktieägare de riktats mot, men har ändå fått genomslagskraft eftersom de ger besked om hur en seriös, sund och lämplig aktör bör bete sig i ett enskilt fall.<sup>36</sup> Att bryta mot nämndens uttalanden innebar således att bolaget eller aktieägaren brutit mot god sed och riskerade därmed dålig publicitet i media. Tanken på att förlora goodwill och anseende på marknaden är avskräckande för många bolag.<sup>37</sup>

### 3.2.4 Takeover-direktivet

Företagsförvärv genom uppköpserbudande avseende aktier har under många år varit vanligt förekommande i näringslivet runt om i Europa, och i likhet med Sverige har det i land efter land vuxit fram nationella regler om offentliga erbjudanden, regler som har många gemensamma drag men som också uppvisar klara skillnader. Mot bakgrund av principen om kapitalets fria rörelse och företagets fria etableringsrätt samt en förhoppning om att skapa ett överskådligt och enhetligt regelsystem i samtliga medlemsstater, har det alltsedan 1970-talet funnits en strävan inom EU mot en harmonisering på området. Efter många års förhandlingar, diskussioner och förslag lyckades medlemsstaterna och Europaparlamentet i april 2004 slutligen enas om ett direktiv rörande offentliga erbjudanden.<sup>38</sup> Direktivets syfte angavs vara att i första hand garantera aktieägarna i ett bolag som är föremål för uppköpserbudanden, målbolaget, en rättvis och rimlig behandling, medan målet meddelades vara att möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet. Sista datumet då direktivet, som fick namnet takeover-direktivet, skulle vara infört i medlemsstaterna sattes till den 20 mars 2006.<sup>39</sup>

I och med detta direktiv blev det nödvändigt med en översyn av det svenska självregleringssystemet. Nedan följer nu några av de jämförelser, konstateranden och förslag som utmynnade i det regelsystem vi har idag.

NBK-reglerna överensstämde till sitt materiella innehåll i väsentliga delar med motsvarande regler i direktivet. Skälet till detta var att direktivet, i likhet med vad som var fallet med den svenska regleringen, hade sin materiella förebild i den brittiska regleringen, ”the Code”.<sup>40</sup> Vidare kunde

---

<sup>35</sup> Prop. 2005/06:140, s 41.

<sup>36</sup> Kägerman (2001), s 102-103. AMN: s uttalanden sanktioneras idag genom SB:OU, p V.

<sup>37</sup> Af Sandeberg (2002), s 36.

<sup>38</sup> Direktiv 2004/25/EG samt Skog (1996), s 23-24.

<sup>39</sup> Prop. 2005/06:140, s 34.

<sup>40</sup> Prop. 2005/06:140, s 34.

det konstateras att NBK-reglerna var ett, i ett internationellt perspektiv, väl utvecklat och fungerande regelverk för uppköpserbudanden, varför det fanns en önskan om att i så stor utsträckning som möjligt bevara den investering som under mer än tre decennier av omfattande takeover-aktivitet gjorts i uppbyggnad, utveckling och fäste av denna rättsliga infrastruktur. Viss offentlighetsrättslig förankring av reglerna var emellertid oundvikligt. I direktivet fanns nämligen ett krav på att detsamma skulle genomföras genom nationellt bindande regler alternativt, för den händelse medlemsstaten valde att införa dess regler genom en kod eller annan självreglering, dessa var förankrade i lag.<sup>41</sup>

I syfte att uppfylla direktivets krav i denna del valdes därför, för svenskt vidkommande, att i LBC<sup>42</sup> ta in en bestämmelse om att en börs och en auktoriserad marknadsplats skall ha regler om offentliga uppköpserbudanden som uppfyller direktivets krav och i övrigt är ändamålsenliga. Handelsplatserna har, vid uppfyllandet av detta lagstiftade krav, lyckats med att samtidigt ta tillvara på den sakkunskap och kompetens som finns inom NBK och dess arbetsgrupper, genom att ta in en, med hänsyn till direktivet, reviderad version, av NBK-reglerna och gjort dem till sina egna.<sup>43</sup> Att reglerna till vissa delar är mer omfattade och detaljerade än direktivets bestämmelser spelar ingen roll, då direktivet syftar till en minimiharmonisering. Även framtida förändringar av reglerna kommer enligt handelsplatserna att ske i samråd med kommittén. Den nya lagregeln i LBC ger vidare börsen en möjlighet att besluta om undantag från reglerna, en möjlighet som kan överlåtas till ett av börsen bemyndigat organ. Handelsplatserna har i enlighet härmed beslutat att överlåta till AMN att fatta beslut om undantag från och tolkning av reglerna.<sup>44</sup> Genom denna lösning har således både NBK och AMN fått behålla sina tidigare funktioner, samtidigt som direktivets krav uppfyllts.

För att regleringen skall träffa även budgivare vars aktier inte är noterade vid en svensk marknadsplats, har det vidare, i en ny lag om offentliga uppköpserbudanden, LUA<sup>45</sup>, som trädde i kraft den 1 juli 2006, intagits en bestämmelse om att en budgivare, *för att få lämna ett uppköpserbudande*, skall vara skyldig att åta sig att följa de regler som marknadsplatsen vid vilken målbolagets aktier är noterade har fastställt för sådana erbjudanden och att underkasta sig de sanktioner som marknadsplatserna får besluta om vid överträdelse av dessa regler. Budgivaren är med andra ord skyldig att före erbjudandets lämnande ingå ett kontrakt med marknadsplatsen av nu nämnd innebörd. Den möjlighet som tidigare fanns för en utländsk budgivare att genom att inte göra ett bindande åtagande vid offentliggörandet kringgå reglerna, utan att någon sanktion trädde i kraft,

---

<sup>41</sup> Direktiv 2004/25/EG.

<sup>42</sup> Se 4 kap 2 a § LBC.

<sup>43</sup> Se Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden från 2006.

<sup>44</sup> Inledningen till SB:OU.

<sup>45</sup> 2 kap 1 § LUA.

föreligger således inte längre.<sup>46</sup> Istället uppnås, för alla budgivare, en ordning som liknar den som tidigare gällde för en budgivare som var noterad på en marknadsplats och som hade ingått ett noteringsavtal som inkluderade NBK-reglerna.<sup>47</sup>

Som den uppmärksamme läsaren har insett fanns det i det tidigare, självreglerade systemet, ingen egentlig tillsynsmyndighet som övervakade reglernas efterlevnad, utan i praktiken svarade i allt väsentligt de berörda marknadsplatserna och AMN för denna tillsyn. Här krävdes emellertid en förändring, då direktivet<sup>48</sup> ställde krav på att en sådan myndighet inrättades. Det naturliga valet föll på Finansinspektionen, Fi, med hänsyn till att en sådan tillsyn hade starka samband med den tillsyn Fi redan företog.<sup>49</sup> Enligt 1 kap 2 § LHF skall handel med finansiella instrument bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. Tillsynen över efterlevnaden av denna och andra regler i lagen utövas av Fi. Det innebär att inspektionen bland annat har tillsyn över handeln med aktier i aktiemarknadsbolag. Fi har vidare, enligt 11 kap 1 § LBC, ett specifikt tillsynsansvar över företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument, till exempel aktier, och som för detta ändamål har fått auktorisation som börs eller marknadsplats.

Avslutningsvis kunde det fastslås att det gamla, och i stort sett obefintliga sanktionssystem som fanns i det tidigare regelverket, inte uppfyllde direktivets krav på effektiva, proportionella och avskräckande sanktioner. En övergripande redogörelse för de sanktioner som idag kan komma att aktualiseras vid en överträdelse av regler gällande offentliga erbjudanden samt regler, nya som gamla, kopplade till budprocessen i övrigt kommer att följa nedan. Då redogörelsen inte gör anspråk på att vara djupgående kommer den i vissa delar att vara synnerligen deskriptiv och stundtals uppräknande, den är emellertid nödvändig för att ge läsaren en erforderlig kunskap som kommer att komma till användning i de mer ingående avsnitten som följer.

---

<sup>46</sup> Frågan är emellertid om detta någonsin har varit ett reellt problem. Vid en genomgång vidtagen av Takeover-utredningen, visade det sig nämligen att sedan regeln om att en budgivare skall ange att för erbjudandet gäller NBK:OE och AMN:s besked om tolkning och tillämpning därav infördes i NBK:OE, har en sådan föreskrift intagits undantagslöst. Även om det inte finns legala sanktioner kopplade till en regel, kan marknadspåverkan i form av att ett bolag riskerar förlust av goodwill och förtroende vara nog så effektivt. Vidare har, för den händelse svenska rådgivare är inkopplade vid ett förvärv, dessa ett rådgivningsansvar, vilket torde leda till att de utövar påtryckning i rätt riktning.

<sup>47</sup> Prop. 2005/06:140, s 98.

<sup>48</sup> Direktiv 2004/25/EG, artikel 4.

<sup>49</sup> Prop. 2005/06:140, s 73.

# 4 Gällande rätt

## 4.1 Budprocessen

### 4.1.1 Lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

Med ett offentligt uppköpserbudande förstås *ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier*, 1 kap 2 § 1 p LUA. Lagen tillämpas endast på aktier i ett svenskt, och, med vissa undantag, ett utländskt bolag som är noterat vid en börs eller auktoriserad marknadsplats i Sverige, 2 kap 1 § stycke 2 LUA.<sup>50</sup>

#### 4.1.1.1 Regelverket

I föregående avsnitt har det redogjorts för två sätt varpå en budgivare kan bli bunden av reglerna som kringgärdar offentliga uppköpserbudanden. När det gällde vissa centrala bestämmelser, för vilka en övergripande redogörelse följer i detta avsnitt, av väsentligen civilrättslig karaktär, ansågs det emellertid mindre lämpligt med denna kombination av självreglering och lag, varför dessa regler har tagits in direkt i LUA.<sup>51</sup>

Till en början kan det sägas att det enligt 3 kap LUA uppkommer budplikt, det vill säga en skyldighet att lämna ett offentligt uppköpserbudande för resterande aktier i ett bolag, då en person, antingen ensam eller tillsammans med en närstående, uppnår ett aktieinnehav som representerar minst 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Detta antingen genom förvärv eller då ett närståendeförhållande skapas genom etablering av ett koncernförhållande.<sup>52</sup>

Vidare skall, se 4 kap LUA, en budgivare med hemvist i Sverige och ett målbolag som är ett svenskt aktiebolag vars aktier är noterade vid en börs, auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad, informera sina anställda och deras eventuella arbetstagarorganisationer så snart som erbjudandet har offentliggjorts. När erbjudandehandlingen, prospektet, offentliggörs, ska information lämnas på motsvarande sätt som nyss redogjorts för.<sup>53</sup> Målbolaget skall även lämna information om sin rekommendation gällande erbjudandet till aktieägarna.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> Fi (2006), s 1.

<sup>51</sup> Prop. 2005/06:140, s 44.

<sup>52</sup> Fi (2006), s 2. Se 1 kap 11 § ABL för definition av koncern.

<sup>53</sup> Läs mer om erbjudandehandlingen nedan.

<sup>54</sup> Se mer om styrelsens skyldighet att uttala sig i avsnitt 4.1.2.7.

*Ett offentligt erbjudande är riktat till aktieägarna i målbolaget. Det är därför viktigt att målbolagets ledning, inte utan aktieägarnas stöd, vidtar så kallade försvarsåtgärder, som motarbetar erbjudandet. Mot bakgrund av detta förbjuder 5 kap 1 § LUA målbolaget från att vidta en åtgärd som är ägnad att försämra förutsättningarna för ett erbjudande ifall åtgärden inte har godkänts av målbolagets bolagsstämma och målbolaget vidtagit åtgärden på basis av information som härrör sig från budgivaren.*

Förbudet gäller inte sökandet av alternativa erbjudanden<sup>55</sup>, utan tar sikte på att styrelsen inte med stöd av ett tidigare bemyndigande kan besluta om exempelvis en riktad emission, en apportemission eller ett återköp av egna aktier, om åtgärden typiskt sett är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. En sådan åtgärd kan beslutas endast av bolagsstämman. Det innebär också att om en sådan åtgärd, innan erbjudandet lämnades, har beslutats av styrelsen under förutsättning av bolagsstämmans godkännande i efterhand, åtgärden inte får genomföras förrän stämman har lämnat sitt godkännande. På motsvarande sätt kan exempelvis en överlåtelse eller ett förvärv av tillgångar kräva stämmans beslut.<sup>56</sup>

I 6 kap LUA går det till slut att utläsa en möjlighet att i bolagsordningen ta in bestämmelser om så kallat genombrott. En bestämmelse om genombrott innebär att vissa bestämmelser i bolagsordningen och i aktieägaravtal förlorar sin verkan i händelse av ett offentligt erbjudande. En sådan bestämmelse medför till exempel att ett hembudsförbehåll<sup>57</sup> inte gäller. Tanken är att möjliggöra för en budgivare att under vissa förutsättningar bryta igenom kontrollmekanismer i målbolaget och på så sätt lättare genomföra ett uppköp. Det skall emellertid påpekas att om en tillämpning av en bestämmelse om genombrott leder till att en aktieägars rättighet försämras eller bortfaller skall budgivaren betala skäligen ersättning till aktieägaren.<sup>58</sup>

#### **4.1.1.2 Finansinspektionen**

Det har tidigare belysts att Fi, i och med ikraftträdandet av LUA, fått ett utökat ansvar vid offentliga erbjudanden. Enligt 1 kap 2 § LUA skall en budgivare i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet informera Fi om erbjudandet. Tanken bakom detta stadgande är att minska utrymmet för insiderhandel<sup>59</sup>. Vidare skall det av informationen till Fi

---

<sup>55</sup> När en styrelse söker upp en annan budgivare, vilken tilltalar ledningen, brukar denne benämnas ”White knight”. Se mer om försvarsåtgärder i avsnitt 4.1.1.1 och 5.5.5 samt SB:OU p II.14, avsnitt 4.1.2.7 om styrelsens uttalande.

<sup>56</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 39 och Prop. 2005/06:140, s 110.

<sup>57</sup> En grundläggande princip i aktiebolagslagen är att aktier är fritt överlåtbara, i bolagsordningen kan emellertid tas in föreskrifter om så kallade hembud – säljerbjudande till någon som har förköpsrätt.

<sup>58</sup> Prop. 2005/06:140, s 61-64.

<sup>59</sup> Enligt 1 § LMHF förstås med *insiderinformation*, information om en *icke offentliggjord* eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att *väsentligt påverka priset* på finansiella instrument. Den som får del av sådan information och som därefter för egen eller

framgå att budgivaren har åtagit sig att följa den aktuella marknadsplatsens regler och sanktioner kopplade till offentliga erbjudanden, varmed den avtalsmässiga bundenhet som talats om i föregående kapitel skapas. Kravet på offentliggörande uppfylls genom SB:OU, p II.3, se nedan avsnitt 4.1.2.3, som ålägger den som har beslutat att lämna ett erbjudande att omedelbart offentliggöra erbjudandet genom ett pressmeddelande med visst innehåll.<sup>60</sup>

Inom fyra veckor från att ett erbjudande lämnats enligt ovan skall budgivaren upprätta en erbjudandehandling, ett prospekt,<sup>61</sup> och hos Fi ansöka om godkännande av densamma, 2 kap 3 § LUA. Om erbjudandehandlingen uppfyller *lagens krav* ska Fi godkänna och registrera den inom tio eller tjugo arbetsdagar i enlighet med 2 a kap 5-6 §§ LHF. Fi får inte godkänna en av budgivaren upprättad erbjudandehandling, om inte budgivaren har gjort ett åtagande att följa bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden på den aktuella marknadsplatsen, 2 kap 1 § och 7 kap 3 § LUA och 2 a kap 8 § LHF. Erbjudandehandlingen skall innehålla den information som föreskrivs i 2 a kap 2 § LHF *för att aktieägarna skall kunna fatta ett välgrundat beslut*. Exempel på sådan information är budgivarens identitet och, om budgivaren är en juridisk person, dennes juridiska form, namn och säte, vilka aktier som omfattas av erbjudandet, acceptfristen, det vederlag som erbjuds för de aktier som omfattas av erbjudandet, hur erbjudandet är finansierat och, om vederlaget utgörs av annat än kontanter, en beskrivning av vederlaget som gör det möjligt att värdera det, det största och minsta antal aktier som budgivaren erbjuder sig att förvärva, motiven för erbjudandet, budgivarens avsikter i fråga om den framtida verksamheten i målbolaget och, i den mån detta påverkas, i det budgivande bolaget, samt budgivarens avsikter i fråga om bolagens anställda och ledning, inklusive varje väsentlig förändring av anställningsvillkoren. Att märka är emellertid att för den händelse vederlaget utgörs helt eller delvis av finansiella instrument skall, enligt 2 a kap 3 § LHF, erbjudandehandlingen även innehålla den information som är likvärdig ett prospekt för finansiella instrument av samma slag, se 2 kap LHF. När Fi godkänt erbjudandehandlingen, skall inspektionen registrera handlingen och budgivaren offentliggöra den, 2 a kap 9 § LHF.

Som läsaren säkert redan insett har AMN behållit en viktig roll i samband med offentliga uppköpserbjudanden, vilket visar sig bland annat i att Fi, med stöd av 7 kap 10 § LUA, överlåtit behörigheten att fatta beslut gällande, förlängning av tidsfristen för upprättande och ansökan om godkännande av erbjudandehandling, besked om viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder samt undantag från bestämmelserna om budplikt eller försvarsåtgärder, till AMN.<sup>62</sup>

---

annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör, riskerar att dömas för insiderbrott till böter eller fängelse, se 2-4 §§ LMHF. Detsamma gäller den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.

<sup>60</sup> Prop. 2005/06:140, s 99.

<sup>61</sup> Mer om erbjudandehandlingen i avsnitt 4.1.2.6.

<sup>62</sup> Fi (2006), s 2.

### 4.1.1.3 Överklagandeinstans

Ett beslut taget av AMN kan, enligt 8 kap 1 § LUA, överklagas till Fi. För det fall den som begärt beslutet av AMN är densamma som överklagar det, skall skrivelsen skickas till AMN inom tre veckor från den dag sökanden tog del av beslutet, och ifall beslutet överklagas av annan än sökanden, inom tre veckor från att beslutet kungjordes på nämndens hemsida. Rätten att överklaga för annan än sökanden är begränsad till ”den beslutet angår (saklegitimation), om det har gått honom eller henne emot (kontraritet)”.<sup>63</sup> I vilken utsträckning annan än sökanden kan överklaga organets beslut får avgöras från fall till fall, men det torde gå att sluta sig till att denna rätt främst kommer att aktualiseras när det gäller frågor om budplikt och försvarsåtgärder. Normalt kommer dock ett negativt förhandsbesked eller en avslagen dispensansökan inte kunna angripas av annan än sökanden.<sup>64</sup> För den händelse AMN avvisar en skrivelse med motiveringen att den är för sent inkommen, kan detta avvisningsbeslut överklagas hos Fi.

Både AMN och Fi kan emellertid fastslå att ett beslut skall gälla omedelbart, i vilket fall berörda parter inte behöver vänta på att det skall vinna laga kraft. 29 § FL ger vidare Fi möjligheten att bestämma att ett beslut inte får verkställas tills vidare (inhibition). Slutligen kan ett beslut taget av Fi, se 8 kap 3 § LUA, överklagas hos allmän förvaltningsdomstol.<sup>65</sup>

### 4.1.1.4 Tillsynsmyndighet

I sin roll som tillsynsmyndighet åligger det Fi, enligt 7 kap 1 § LUA, en skyldighet att övervaka att reglerna om budgivarens åtaganden, budplikt, information till anställda och försvarsåtgärder följs samt en skyldighet att se till att marknadsplatsernas regelverk uppfyller de krav som ställts i takeoverdirektivet och att de i övrigt är ändamålsenliga.

För att kunna uppfylla ovan anförda åtagande har Fi, vid fall av överträdelse, givits en rätt att ingripa genom att begära in uppgifter och kalla till förhör samt förbjuda ett offentligt uppköpserbjudande och reklam kopplat till ett sådant erbjudande, 6 kap 1 a, 1 c och 1 d §§ LHF. Ett sådant ingripande kan kombineras med ett vitesföreläggande.<sup>66</sup>

En erbjudandehandling som inte innehåller ett åtagande enligt 2 kap 1 § LUA får inte godkännas av Fi, se dess 7 kap 3 § ovan, och för den händelse detta åtagande inte gjorts, och erbjudandet förbjudits enligt 6 kap LHF, har Fi rätt att besluta att budgivaren är skyldig att betala en särskild avgift som ska uppgå till lägst 50 000 kronor och högst 100 miljoner kronor, 7 kap 2 § LUA. Motivet till det högre beloppet är att uppfylla direktivets krav på sanktioner som är effektiva, proportionerliga och avskräckande, då ärenden

---

<sup>63</sup> Fi (2006), s 4.

<sup>64</sup> Prop. 2005/06:140, s 125.

<sup>65</sup> Fi (2006), s 4.

<sup>66</sup> Fi (2006), s 5.

rörande uppköpserbudanden regelmässigt rör avsevärda ekonomiska värden.<sup>67</sup>

Om överträdelsen däremot består i att budgivaren eller ledningen i målbolaget inte informerat sina anställda och eventuella arbetstagarorganisationer i enlighet med 4 kap 1 och 2 §§ LUA eller i att styrelsen i målbolaget vidtagit otillåtna försvarsåtgärder, se 5 kap LUA, får Fi förelägga dessa att vidta rättelse genom att fullgöra informationsskyldigheten eller avbryta försvarsåtgärden. Föreläggandet får förenas med vite. Liknande åtgärder finns till buds vid en överträdelse av budplikten, se 7 kap 6 § LUA.<sup>68</sup>

## 4.1.2 Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden

LBC ställer, som redogjorts för ovan, krav på att en börs och en auktoriserad marknadsplats skall ha regler om offentliga uppköpserbudanden (takeover) avseende aktier i de bolag vilkas aktier är noterade på handelsplatserna. Reglerna skall uppfylla de krav som ställs i Takeover-direktivet och i övrigt vara ändamålsenliga. Genom att ta in NBK:s reviderade regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv har handelsplatserna uppfyllt de angivna lagkraven. Jag kommer i det följande att hänvisa till NBK-reglerna såsom de intagits vid Stockholmsbörsen. Det bör påpekas att dessa i första hand tar sikte på vad som gäller vid *frivilliga erbjudanden*, men att de även, med vissa undantag, kan tillämpas vid obligatoriska bud, budplikt. En djupare redogörelse för budplikten och därmed tillhörande undantag ligger emellertid utanför ramen för denna uppsats och lämnas av detta skäl härmed därhän.<sup>69</sup>

### 4.1.2.1 Regelverkets subjekt och principer

Reglerna är tillämpliga ifall *då någon (budgivaren) offentligt erbjuder innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen, uteslutande eller såväl på en utländsk marknadsplats, (målbolaget) att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier till budgivaren*. Reglerna skall vidare, om inte annat anges, även tillämpas vid ett offentligt erbjudande avseende utländska aktier (eller depåbevis) som är noterade vid Stockholmsbörsen. Detta gäller emellertid endast om bolagets aktier inte är upptagna till notering på en reglerad marknad i det land där bolaget har sitt bolagsrättsliga säte.

Det är uppenbart att det, i de fall ett utländskt bolag har sina aktier noterade inte bara i Sverige utan också i ett eller flera andra länder, kan uppkomma lagkonflikter och att det, för den händelse en budgivare har att iaktta inte

---

<sup>67</sup> Prop. 2005/06:140, s 115.

<sup>68</sup> Fi (2006), s 5.

<sup>69</sup> Se SB:OU, p II.16.



bara svenska regler utan även bestämmelserna i ett eller flera andra länder, kan vara mycket tidsödande och kostnadskrävande att utforma erbjudandet så att det uppfyller kraven i samtliga länder. Budgivaren och målbolaget medges därför rätt, att med stöd av SB:OU p I.2, hemställa om AMN:s dispens från reglerna alternativt dispens från skyldigheten att rikta erbjudandet till aktieägare i alla länder och från skyldigheten att tillämpa de svenska reglerna fullt ut i alla avseenden.<sup>70</sup>

Även i andra fall än nyss nämnda, då förhållandena i olika budsituationer sällan är identiska och det inte är möjligt att i ett generellt tillämpligt regelverk fullt ut beakta sådana skillnader, finns en möjlighet för parterna i en budprocess att vända sig till AMN som kan medge undantag från reglerna. Ett sådant undantag kan förenas med villkor.<sup>71</sup>

Reglerna tillämpas inte bara på erbjudanden som avser samtliga aktier i målbolaget utan också på partiella erbjudanden.<sup>72</sup> Med aktier likställs konvertibler, teckningsoptioner, kapitalandelsbevis, vinstandelsbevis, emissionsrätter och motsvarande finansiella instrument.<sup>73</sup>

Bestämmelserna skall alltså följas av budgivare<sup>74</sup> och, i vissa delar, målbolag. Det är emellertid för förtroendet på aktiemarknaden och näringslivet av största vikt att reglerna också respekteras av dem som ger råd eller på annat sätt biträder parter vid offentliga uppköp.<sup>75</sup>

I enlighet med vad som nyligen antytts kan ett regelverk för offentliga uppköpserbjudanden inte i detalj behandla alla frågor som i praktiken kan uppkomma vid sådana erbjudanden. Det är därför av stor vikt att det finns en instans som kan ge auktoritativa besked om hur reglerna skall tolkas, tillämpas och som kan ge besked om hur olika parter bör förfara i konkreta situationer. Även denna uppgift ankommer på AMN, som ju har att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.<sup>76</sup>

SB:OU skall tolkas mot bakgrund av sitt syfte. Till ledning för tolkningen finns ett antal principer från Takeover-direktivet, varav följande är av störst intresse för denna uppsats. ”*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.”<sup>77</sup> Innehavarna

---

<sup>70</sup> SB:OU, p I.1 och handledningen till punkten.

<sup>71</sup> SB:OU, p I.2 och handledningen till punkten.

<sup>72</sup> SB:OU, p II.13 och handledningen till punkten.

<sup>73</sup> SB:OU, p I.1 och handledningen till punkten.

<sup>74</sup> Enligt SB:OU, p I.3 skall med åtgärder vidtagna av budgivaren jämföras åtgärder vidtagna av; företag inom samma koncern, make eller sambo till budgivaren, barn till budgivaren som står under dennes vårdnad, den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktigt gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över målbolagets förvaltning, samt någon som samarbetar med budgivaren i syfte att uppnå kontroll över målbolaget.

<sup>75</sup> Inledningen till SB:OU.

<sup>76</sup> SB:OU, p I.2 och handledningen till punkten.

<sup>77</sup> Se likhetsprincipen i avsnitt 4.1.2.9.

av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och *information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet* och när målbolagets styrelse ger värdepappersinnehavarna råd skall den 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.*<sup>78</sup>

#### 4.1.2.2 Förutsättningar för bud

Ett offentligt uppköpserbjudande påverkar normalt kursen på aktierna i målbolaget, ibland också i budgivarbolaget, varför ett sådant erbjudande har stor betydelse för aktiehandeln, men också för ledningen i målbolaget och den i bolaget bedrivna verksamheten. Det är mot bakgrund av detta som det i p II.1 föreskrivs att ett offentligt erbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. Kravet, som syftar till att säkerställa att budgivaren har en allvarligt menad avsikt, innebär att budgivaren normalt skall ha använt sig av expertis som är förtrogen med den svenska aktiemarknaden och dess reglering, samt att densamma har förvissat sig om att denne har finansiella resurser, egna eller krediter, att genomföra erbjudandet.<sup>79</sup> Budgivaren förutsätts i efterhand kunna visa, till exempel genom att förete utkast till pressmeddelanden, analyser och underlag till ledningen, hur förberedelsearbetet genomförts.<sup>80</sup>

Då bestämmelsen tar sikte på budgivarens vilja och förmåga att genomföra erbjudandet, och inte på dennes utsikter att nå framgång med budet, innebär kravet inte att budgivaren måste ha förvissat sig om att nödvändiga myndighetstillstånd eller bolagsstämmobeslut kommer att erhållas alternativt fattas. Det torde inte heller innebära att en förvissning om att en större aktieägare kommer att acceptera erbjudandet krävs.<sup>81</sup>

#### 4.1.2.3 Offentliggörande

Läsaren är numer införstådd i att en budgivare i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet, enligt 2 kap 2 § LUA, är skyldig att informera Fi om erbjudandet och om åtagandet i 2 kap 1 § samma lag samt att detta lämpligen görs genom det pressmeddelande vari erbjudandet offentliggörs. Krav på att den som beslutat att lämna ett erbjudande

---

<sup>78</sup> Se avsnitt 5.5.3 och 5.5.3.1 om lojalitetsprincipen samt aktieägares rätt att rösta.

<sup>79</sup> SB:OU, p II.1 och handledningen till punkten.

<sup>80</sup> Se AMN 2001:17; Vid AMN:s granskning av förberedelsearbetet utvisade underlaget att förutsättningar för att fullfölja ett erbjudande inte förelåg, budgivaren förtydligade i efterhand att denne aldrig haft för avsikt att genomföra budet. Reglerna i p II.1 förhindrar i dagsläget användandet av sådana förhandlingsutspel. Se även Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 19.

<sup>81</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 18-19 samt handledningen till SB:OU, p II.1.

omedelbart skall offentliggöra detta genom ett sådant meddelande och att detta skall innehålla för kursbildningen relevanta fakta, går att finna i p II.3.

I likhet med vad som gäller för all annan information som skall offentliggöras enligt SB:OU, skall pressmeddelandet enligt p I.4, utöver överlämnandet till Fi, lämnas till minst två etablerade nyhetsbyråer samt minst tre rikstäckande dagstidningar och, om en sådan finns, hållas tillgänglig på budgivarens hemsida. Motsvarande information skall enligt punkten samtidigt lämnas till Stockholmsbörsen.

Pressmeddelandet, som syftar till att skydda prisbildningen på aktierna genom ett omedelbart offentliggörande och därmed minska risken för läckor och insideraffärer<sup>82</sup>, skall bland annat ange vem budgivaren är, hur många aktier i målbolaget som budgivaren äger eller på annat sätt kontrollerar, vilka finansiella instrument som omfattas av erbjudandet, huvudsakliga villkoren för erbjudandet, hur erbjudandet är finansierat samt om budgivaren har ställt upp villkor för fullföljandet av erbjudandet. Enligt punkten skall budgivaren även ange, se ovan, *att budgivaren gentemot Stockholmsbörsen har åtagit sig att följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden och underkasta sig de sanktioner som börsen får besluta om vid överträdelse av dessa regler.* Budgivaren skall vidare, genom pressmeddelandet, göra motsvarande åtagande gentemot aktieägarna i målbolaget. Detta innebär också att om AMN uttalat sig om tolkning eller tillämpning i en viss fråga, se återigen p I.2, så är budgivaren och målbolagets aktieägare bundna av nämndens besked.<sup>83</sup>

#### 4.1.2.4 Fullföljandevillkor

Med hänsyn till att ett uppköpserbjudande är riktat till en stor krets aktieägare med varierande förmåga att bedöma erbjudandet är det angeläget att detsamma så lång som möjligt präglas av enkelhet och tydlighet. Mot detta måste emellertid ställas att det för budgivarens intresse av och förmåga att fullfölja erbjudandet kan vara av avgörande betydelse att vissa förutsättningar är för handen när erbjudandet fullföljs och att budgivaren därför kan behöva förena sitt erbjudande med fullföljandevillkor. SB:OU slår därför, i dess p II.4, fast att sådana villkor är tillåtna. Viktigt att notera är dock att villkoret måste vara utformat så att det *objektivt* går att fastställa om det uppfyllts eller inte.

Så kallade Due diligence-villkor kan på ett uttrycksfullt sätt exemplifiera kravet på objektivitet. Ett villkor får inte utformas så att erbjudandets fullgörande görs beroende av att budgivaren anser att resultatet av en kommande företagsundersökning blir ”tillfredställande”, då dennes subjektiva uppfattning saknar relevans.<sup>84</sup>

---

<sup>82</sup> För redogörelse av insiderinformation, se not tillhörande avsnitt 4.1.1.2.

<sup>83</sup> SB:OU, p II.3 och handledningen till punkten.

<sup>84</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 24 samt SB:OU, p II.4 och handledningen till punkten. Mer om due diligence i avsnitt 4.1.2.8.

#### 4.1.2.5 Bundenhet vid erbjudandet

Huvudregeln är att en *budgivare är bunden av sitt erbjudande* om att förvärva aktier, som denne lämnar i pressmeddelandet, samt att erbjudandet är oåterkalleligt. Från detta görs emellertid i p II.5, tre *undantag*, varav *alla utgår från att budgivaren uppställt villkor för erbjudandets fullgörande*, se ovan. För det *första* får erbjudandet återkallas om budgivaren villkorat budets fullgörande med att denne uppnår en viss anslutning i erbjudandet, vanligen 90 %, eller av att bolagsstämman i målbolaget eller budgivarbolaget fattar ett visst beslut. För det *andra* får budgivaren återkalla sitt erbjudande om denne villkorat erbjudandets fullgörande av att inte någon annan lämnar ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget på villkor som för överlåtaren är förmånligare än budgivarens erbjudande, och så de fakto sker. Det *tredje* undantaget avser icke uppfyllelse av annat fullföljandevillkor än nyss nämnt. Rätten att återkalla är emellertid inte oinskränkt i detta fall, utan en återkallelse får endast ske om den bristande uppfyllelsen kan anses vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. För den händelse budgivaren, med stöd av dessa undantag, väljer att återkalla erbjudandet skall detta omedelbart offentliggöras i enlighet med p I.4.

#### 4.1.2.6 Erbjudandehandling

I likhet med vad som föreskrivs i 2 kap 3 § LUA ålägger SB:OU, p II.6 budgivaren en skyldighet att inom fyra veckor från erbjudandet upprätta en erbjudandehandling, ett prospekt, som skall godkännas av Fi och snarast efter det offentliggöras på det sätt som anges i LHF.<sup>85</sup> Om budgivaren är ett svenskt aktiebolag ansvarar normalt styrelsen för att så sker och för att innehållet följer lag, annan författning och andra regler.

Då erbjudandehandlingen bland annat skall innehålla vissa upplysningar om målbolaget, är det önskvärt att den upprättas efter samråd med densammas styrelse. Om sådan medverkan emellertid inte kan erhållas, skall upplysning om detta lämnas i handlingen, samt hur den i erbjudandehandlingen lämnade informationen om målbolaget istället inhämtats, p IV.1.

Innehållet i erbjudandehandlingen skall enligt p IV.2, motsvarande vad som gäller enligt LUA, uppfylla kraven i 2 a kap LHF och därmed innehålla den information som behövs för att aktieägarna skall kunna fatta ett välgrundat beslut. Utöver vad som följer av denna lag, skall emellertid enligt SB:OU, se samma punkt, erbjudandehandlingen även ha ett innehåll enligt bilagan till SB:OU.<sup>86</sup> Huruvida erbjudandehandlingen innehåller de regler som uppställts av marknadsplatserna i bilagan ankommer dock på dem själva att kontrollera, då Fi bara har en skyldighet att se till att handlingen följer lagens riktlinjer.<sup>87</sup>

---

<sup>85</sup> Arbetet med att utarbeta handlingen skall bedrivas skyndsamt, skulle det emellertid finnas behov, kan dispens sökas från AMN, se handledningen till SB:OU, p II.6.

<sup>86</sup> SB:OU, p IV.1 och handledningen till punkten samt bilagan till SB:OU.

<sup>87</sup> Fi (2006), s 3. Se avsnitt 4.1.1.2.

För att underlätta informationsspridningen rörande ett offentligt erbjudande och göra innehållet i erbjudandet mera lättillgängligt kan budgivaren, se p II.6, som ett komplement till erbjudandehandlingen upprätta en mindre informationsbroschyr som skall sändas till aktieägarna istället för erbjudandehandlingen. För utförligare information gällande vad en sådan skall innehålla hänvisas till p IV.3.

Med såväl erbjudandehandlingen som broschyren kan följa en blankett för *accept av erbjudandet*. Acceptfristen i erbjudandet skall vara minst tre veckor och högst tio veckor, får inte börja löpa förrän handlingen har offentliggjorts på sätt som anges i LHF. Möjlighet till förlängning av fristen finns om budgivaren förbehållit sig rätten att göra detta eller om erläggandet av vederlag till dem som redan accepterat erbjudandet inte fördröjs av förlängningen.<sup>88</sup>

#### **4.1.2.7 Måbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig**

Den uppfattning som styrelsen i måbolaget har om erbjudandet är i de flesta fall av stort intresse för aktieägarna när de skall ta ställning till om de skall acceptera budet. Skälet till detta är att ledningen i regel har en större insikt om förhållandena i och kring bolaget.<sup>89</sup> Densamma skall därför enligt p II.14, inom skälig tid före acceptfristens utgång, offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och ange skälen därför. Kan ett sådant besked inte lämnas skall detta klargöras, likaså skall för det fall en styrelseledamot inte har deltagit i ärendet på grund av en intressekonflikt eller om en styrelseledamot reserverat sig, detta redovisas. Därtill skall, om uttalandet görs i sådan tid att det kan införas i erbjudandehandlingen, så ske.

Uttalandet skall vidare, med utgångspunkt i vad budgivaren påtalat i erbjudandehandlingen, innehålla styrelsens uppfattning om den inverkan som genomförandet av erbjudandet kommer att ha på bolaget, och dess uppfattning om budgivarens strategiska planer för detta. Särskilt skall effekten på sysselsättningen beaktas.

Vid utformandet av uttalandet föreligger det en skyldighet för styrelsen att *agera i samtliga aktieägares intresse*<sup>90</sup>, varmed förstås att styrelsen inte får styras av särskilda hänsyn till viss eller vissa ägare och inte heller av erbjudandets påverkan på styrelsens egen position. I punkten uppställs inget krav på att styrelsen i samband med detta skall anlita oberoende expertis för att ge underlag till uttalandet, att göra så är emellertid lämpligt.<sup>91</sup>

Slutligen erinras i nyss redogjorda punkt om att det i 5 kap 1 § LUA, se ovan, finns bestämmelser som begränsar styrelsens och verkställande

---

<sup>88</sup> SB:OU, p II.6 och handledningen till punkten.

<sup>89</sup> Se Principal agentteorin ovan.

<sup>90</sup> Se redogörelsen för likhetsprincipen och lojalitetsplikten nedan.

<sup>91</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 38.

direktörens rätt att vidta försvarsåtgärder som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.<sup>92</sup>

#### 4.1.2.8 Due diligence

En grundläggande princip i det börsrättsliga regelverket är att *alla samtidigt skall ha tillgång till samma information* från bolaget.<sup>93</sup> Det förekommer emellertid att budgivaren i samband med ett offentligt erbjudande framställer önskemål till målbolaget om att få genomföra en såkallad *due diligence* (företagsundersökning). Med detta förstås i korthet att köparen *samlar in och analyserar information om målbolaget*, normalt med hjälp av rådgivare, för att få reda på eventuella risker kopplade till transaktionen.<sup>94</sup> Då ett sådant önskemål innebär ett tydligt avsteg från nyss nämnda princip, har det i SB:OU, p II.15 intagits regler gällande detta.

Enligt punkten ankommer det på målbolagets ledning att, med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och med beaktande av vilket utrymme som kringgärdande lagstiftning, framförallt ABL, LMHF samt reglerna i marknadsplatsens noteringsavtal<sup>95</sup> lämnar för ett sådant deltagande, ta ställning till om bolaget kan och skall medverka till en due diligence.

Styrelsen bör medge att målbolaget medverkar endast om densamma bedömer det *tilltänkta budet vara av intresse för aktieägarna* att få ta ställning till och att budgivaren, som en förutsättning för att lämna erbjudandet, skriftligen krävt att få genomföra en undersökning. Styrelsen måste tillika i sitt ställningstagande väga in risken för att målbolaget skadas, genom att exempelvis företagshemligheter lämnas ut, samt med hänsyn till denna risk se till att undersökningen inte blir mer omfattande än vad som är nödvändigt för erbjudandet och sker på så kort tid som möjligt.<sup>96</sup> Även det intrång i den löpande rörelsen och utnyttjandet av resurser i målbolagets organisation som en omfattande undersökning kan tänkas innebära, måste beaktas.<sup>97</sup>

Lämpligt är vidare att styrelsen ser till att ett sekretessavtal upprättas. Ett sådant avtal bör i huvudsak reglera ett förbud för budgivaren att röja sekretessbelagd information som utlämnas av målbolaget, förbud mot att använda sådan information för något annat syfte än att utvärdera målbolaget samt slutligen en förpliktelse för budgivaren att tillse att dennes konsulter och styrelsledarmöter iakttar sekretessbestämmelserna.<sup>98</sup> Dessutom bör allt

<sup>92</sup> SB:OU, p II.14 och handledningen till punkten.

<sup>93</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 40.

<sup>94</sup> Sevenius (2003), s 99-122 samt Svernlöv (2004) del 2, s 30-37.

<sup>95</sup> Återigen, med ett noteringsavtal avses ett civilrättsligt avtal mellan marknadsplatsen och det bolag som önskar notera sina aktier på densamma. För exempel, se Stockholmsbörsens (The Nordic Exchange) noteringsavtal med handledning på [http://www.omxgroup.com/digitalAssets/6918\\_Listing\\_agreement\\_with\\_guidance\\_060701\\_se.pdf](http://www.omxgroup.com/digitalAssets/6918_Listing_agreement_with_guidance_060701_se.pdf).

<sup>96</sup> SB:OU, p II.15 och handledningen till punkten.

<sup>97</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 40.

<sup>98</sup> Svernlöv (2004) del 1, s 26.

material som lämnats ut dokumenteras, likaså till vilka personer så skett och när.

Om flera budgivare begär att få göra en due diligence är det av största vikt att målbolaget tillämpar reglerna på samma sätt gentemot samtliga av dessa. Har information lämnats till en budgivare, och begär därefter en annan motsvarande information, skall denna begäran således tillmötesgå, om förutsättningarna i övrigt är likartade. Med detta är emellertid inte sagt att styrelsen inte får göra en riskbedömning gällande konsekvenserna av ett informationsutlämnande till vissa budgivare, särskilt i en konkurrenssituation.<sup>99</sup>

Lämnar målbolaget i samband med undersökningen ut icke-offentliggjord information till budgivaren, och denna i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier, skall målbolaget se till att denna obalans i informationsläget rättas till innan aktieägarna har att ta ställning till budet. Detta kan ske genom att informationen, i dess helhet eller i sammanfattning, lämnas genom ett pressmeddelande alternativt tas in i erbjudandehandlingen. Målbolaget måste därmed vara medvetet om att ingen värdepåverkande information kan utlämnas till en budgivare som inte också kan offentliggöras. Om något offentligt erbjudande inte lämnas efter en due diligence företagits bortfaller dock målbolagets skyldighet att, till följd av SB:OU, offentliggöra den lämnade informationen.<sup>100</sup>

Med hänsyn till att en budgivare således kan få del av information som övriga aktieägare och aktiemarknaden inte har tillgång till och som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier samt då det finns en önskan att upprätthålla principen om aktieägarnas likabehandling och förtroendet för aktiemarknadens funktionssätt, skall en budgivare i detta läge avstå från att köpa och sälja aktier i målbolaget till dess motsvarande information offentliggjorts.<sup>101</sup>

---

<sup>99</sup> SB:OU, p II.15 och handledningen till punkten.

<sup>100</sup> SB:OU, p II.15 och handledningen till punkten.

<sup>101</sup> SB:OU, p II.2 och handledningen till punkten. Det i bestämmelsen uppställda kravet att den erhållna informationen ”är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka en värdering av bolagets aktier” är lägre än motsvarande krav i LMHF. Dess 1 § föreskriver som bekant att det med *insiderinformation* förstås information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument. Det i SB:OU uppställda handelsförbudet är således mer långtgående än lagens förbud samt torde dessutom, till skillnad från lagen, träffa alla typer av affärer som budgivaren gör. Med detta avses även affärer som sker utanför börs eller annan organiserad marknadsplats eller värdepappersinstitut. Av intresse är vidare hur handelsförbudet förhåller sig till Stockholmsbörsens *noteringsavtal*. Båda synes göra samma gränsdragning, det vill säga, den information som avses är sådan som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen, se noteringsavtalets p 25. Skyldighet att gå ut publikt med information uppstår normalt enligt noteringsavtalet *först då händelsen inträffat*, p 25 visar på att informationen kan röra sig om exempelvis förvärv eller avyttring av företag, erhållande av en större order eller träffande av samarbetsavtal eller andra avtal av större betydelse. Under en due-diligence kan budgivaren få information om att *en sådan händelse är på gång*, men att beslutet ännu inte fattats eller avtalet påskrivits och det är denna typ av händelser som SB:OU, p II.2 och dess handelsförbud fångar in. Se Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 42.

Då nyss har redogjorts för vad som gäller för undersökningar som företas innan ett offentliggörande av budet, kan det naturligtvis vara av intresse att veta om en due diligence kan företas även efter denna tidpunkt. Enligt SB:OU, p II.15, bör emellertid så endast ske om det är nödvändigt för att bedöma om ett i erbjudandet uppställt fullföljandevillkor, se p II.4, är uppfyllt eller ej.

#### 4.1.2.9 Bundenhet vid accept

En aktieägare som accepterat erbjudandet är som huvudregel bunden av sin handling enligt p II.7. På motsvarande sätt som budgivaren får återkalla sitt anbud i fall av icke uppfyllda villkor, får emellertid även målbolagets aktieägare göra detta. Ett annat fall då aktieägaren kan medges rätt att återkalla en accept är om konkurrensmyndigheten i samband med ett offentligt erbjudande, för budets fullbordan, kräver att något av bolagen skall avyttra en verksamhet och budgivaren ändå fullföljer budet. Skälet till detta är att ett sådant beslut kan innebära en väsentlig förändring av målbolagets eller budgivarens verksamhet.

En accept får normalt återkallas fram till den tidpunkt som i erbjudandet anges som sista tidpunkt för accept.<sup>102</sup>

#### 4.1.2.10 Likhetsprincipen

Den börsrättsliga likhetsprincip<sup>103</sup> som tar sig uttryck i p II.8, vilken föreskriver att *en budgivare skall behandla alla innehavare av aktier med identiska villkor lika*, är av *grundläggande betydelse för förtroendet för aktiemarknaden och reglerna om offentliga erbjudanden*, men gäller inte obetingat. Undantag kan exempelvis komma ifråga om en aktieägare, av olika skäl inte kan ta emot det vederlag som budgivaren erbjuder alternativt då det föreligger tungt vägande praktiska motiv. Det kan exempelvis vid erbjudanden avseende bolag med ett mycket stort antal aktieägare vara befogat att erbjuda kontant ersättning för mindre poster, trots att det i övrigt utgår annat vederlag.<sup>104</sup>

I det fall ett offentligt erbjudande riktas *till innehavare av aktier med icke identiska villkor*, kan dessa erbjudas vederlag som skiljer sig åt i fråga om såväl form som värde, se p II.9. Likhetsprincipen har emellertid satt sitt avtryck även på denna punkt, genom att den föreskriver att varje innehavarkategori måste ges en rättvis och rimlig behandling. Avrundningar

---

<sup>102</sup> SB:OU, p II.7 och handledningen till punkten.

<sup>103</sup> Jfr med den bolagsrättsliga likhetsprincipen i 4 kap 1 § ABL. Innebörden är densamma, det vill säga att *alla aktieägare skall behandlas lika*. Skillnaden ligger istället i att den bolagsrättsliga principen gäller förhållandet mellan bolaget och dess aktieägare, medan den börsrättsliga likhetsprincipen i första hand berör förhållandet mellan en viss utomstående tredje man (budgivaren) och målbolagets aktieägare. Annorlunda uttryckt riktar sig den bolagsrättsliga principen till befintliga aktieägare och den börsrättsliga till potentiella. Se NJA 1985 s 343 samt Jonsson (2000), s 66-67.

<sup>104</sup> Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s 32 samt SB:OU, p II.8 och handledningen till punkten.



av praktisk natur får enligt punkten alltid göras. Vidare kan kommersiella och marknadsmässiga skäl motivera avvikelser.<sup>105</sup> Ett exempel på en accepterad avvikelse är den skillnad som ofta görs mellan röststarka och röstsvaga aktier. En prisskillnad på drygt 10-20 procent mellan A- och B-aktier anses i regel vara acceptabelt.<sup>106</sup>

#### **4.1.2.11 För-, sido- och efteraffärer**

Likabehandlingsprincipen genomsyrar tillika de fall det rör sig om förvärv av aktier i målbolaget som budgivaren företagit före, under eller efter lämnandet av ett offentligt uppköpserbjudande, se p II.10, p II.11 och p II.12. Principen tar sig uttryck i att villkoren för uppköpserbjudandet måste anpassas till villkoren i de eventuella för-, sido- eller efteraffärer som gjorts om villkoren i någon av nu nämnda affärer varit, är eller kommer att bli förmånligare för aktieägarna än villkoren i erbjudandet.<sup>107</sup>

#### **4.1.2.12 Utfallet av erbjudandet**

När acceptfristen löpt ut är det av väsentligt intresse för aktieägarna och aktiemarknaden att budgivaren så snart som möjligt informerar om utfallet av erbjudandet i enlighet med regeln om offentliggörande i p I.4. Bland annat skall information gällande antalet förvärvade aktier och röstetal, huruvida uppställda fullföljandevillkor uppfyllts och vid vilken tidpunkt erläggandet av vederlaget beräknas påbörjas, lämnas. I förekommande fall skall även upplysning avges om eventuellt beslut att förlänga acceptfristen, beslut att begära tvångsinlösen av återstående aktier<sup>108</sup> eller beslut om förvärv av ytterligare aktier på marknaden, se p II.17.<sup>109</sup>

#### **4.1.2.13 Sanktioner**

Avslutningsvis föreskriver SB:OU att för det fall budgivaren åsidosätter eller bryter mot reglerna i densamma eller mot AMN:s tolkning eller tillämpning därav<sup>110</sup> eller – i förekommande fall- AMN:s tidigare tolkningar av NBK-reglerna, får Stockholmsbörsens disciplinnämnd besluta att en särskild avgift skall tas ut av budgivaren. Avgiften skall uppgå till lägst 50 000 kr och högst 100 miljoner kronor.

Kan överträdelsen anses vara av mindre allvarligt slag eller ursäktlig kan disciplinnämnden dock besluta att avstå från påföljd, se SB:OU, p V.

---

<sup>105</sup> SB:OU, p II.9 och handledningen till punkten.

<sup>106</sup> AMN 1991:3, AMN 2001:3, AMN 2004:18 och AMN 2004:19.

<sup>107</sup> SB:OU, p II.10, p II.11 och p II.12 samt handledningen till punkterna.

<sup>108</sup> Se 22 kap ABL; Inlösen av minoritetsaktier.

<sup>109</sup> SB:OU, p II.17 och handledningen till punkten.

<sup>110</sup> Notera skillnaden i sanktioner i förhållande till det äldre självreglerade systemet.

# 5 Break-up fees

## 5.1 Definition

Med ett break-up fee förstås ett vite<sup>111</sup> som skall betalas för den händelse *ett offentligt uppköpserbjudande inte fullföljs* på grund av ett konkurrerande bud, avsaknad av aktieägarnas godkännande eller andra anledningar som parterna anser falla inom ramen för den ena partens ansvar. Break-up fees återspeglar således en allokering av risk mellan parterna.<sup>112</sup>

## 5.2 Motiv

Break-up fees och andra ”deal protections”<sup>113</sup> skapades i USA under tidigt nittiotal med syftet att minska risken för så kallad ”deal jumping”. Mot bakgrund av att det vid offentliga uppköp vanligen löper lång tid mellan det preliminära anbudet och verkställandet av detsamma är sannolikheten stor att en tredje part under denna period uppmärksammas på attraktiva kvaliteter hos målbolaget<sup>114</sup> alternativt på de effekter som förvärvet kan komma att få för konkurrensen. Som en följd av detta väljer då denna part att ”hoppa in och ta över” samt ”toppa” det ursprungligen lagda budet. Att budgivaren riskerar att förlora en affär som den eftersträvar är alltså ett av skälen till varför denne ingår ett avtal vari det finns ”deal protections”, men det finns fler motiv, liksom det finns flera skäl till varför målbolaget väljer att acceptera ett sådant avtal.<sup>115</sup>

Ett viktigt incitament för *budgivaren* är att minska de faktiska och ”dolda” kostnaderna. *Faktiska kostnader* förknippade med att hitta ett lämpligt objekt är på intet sätt försumbara; tid skall nedläggas, experter skall anlitas, due diligence skall genomföras och myndighetstillstånd sökas.

När det kommer till de ”dolda” *kostnaderna* är dessa inte lika lätta att kalkylera som nyss nämnda, men får anses vara nog så viktiga för budgivaren.<sup>116</sup> När denne väljer ett objekt och lägger ner resurser på det

---

<sup>111</sup> Med vite avses ett av parter avtalat skadestånd som kan tas ut för det fall motpart tredskas och som tjänar det dubbla syftet att verka som påtryckningsmedel för fullgörande av förpliktelser samt tillika onödiggöra den för skadeståndstalan i vanlig ordning nödvändiga utredningen om skadans storlek och förutsättningarna därför, se Adlercreutz (2002), s 304-305.

<sup>112</sup> Horn (2001), s 135.

<sup>113</sup> Se nedan redogörelsen för ”deal protections” i form av ”stock options”, ”asset lock-ups”, ”no shop” och ”no talk” avtal.

<sup>114</sup> Se innehållet i pressmeddelandet, SB:OU, p II.3 samt erbjudandehandlingen, 2 a kap 2 § LHF samt redogörelsen i föregående kapitel. När en potentiell budgivare väl har gjort en due diligence, se avsnitt 4.1.2.8, blir det lättare för tredje part som kan använda sig av det erbjudna priset, samt kan känna sig trygg i att målbolaget klarat undersökningen.

<sup>115</sup> Heath Price (2003), s 631.

<sup>116</sup> Heath Price (2003), s 632.

enligt ovan, går den miste om möjligheten att gå samman med ett annat målbolag. Om då det valda bolaget hoppar av affären, kan det vara för sent för budgivaren att återerövra möjligheter som den tidigare innehaft. Detta gäller särskilt på dynamiska marknader som till exempel tele- och kommunikation. En annan ”dold” kostnad är den ekonomiska effekt som sammankopplas med att budgivaren förlorar en affär inom räckhåll. Risken är att bolaget erhåller negativ publicitet och en svagare marknadsposition, som en följd av att detsamma blivit övertrumpat av ett konkurrerande bolag som lyckats bättre.<sup>117</sup>

Avslutningsvis vill budgivaren ofta ha garantier för att målbolaget inte bara använder densamma som en ”*stalking horse*”. Genom att lägga det initiala budet sätter budgivaren så att säga ”bollen” i rullning och, som ovan antytts, belyser målbolagets attraktiva kvaliteter, vilket ofta är inledningen på en auktionsprocess där det bolag som är villigt att betala mest kommer ut som segrare.<sup>118</sup>

För *målbolaget* kan ett viktigt incitament vara att, för den händelse detsamma är intresserat av att finna en partner att gå samman med, denne måste ingå ”deal protections” för att *attrahera seriösa budgivare*. Då dessa avtal ofta ”låser in” båda parter är målbolaget garanterat det erbjudna priset och bär således inte risken att budgivaren skall sänka eller dra tillbaka detta. Målbolaget kan vidare, tillika vad som gäller för budgivaren, bli ersatt av ett annat bolag, vilket kan få till följd att kunder, leverantörer och andra potentiella budgivare, kan komma att betrakta bolaget som ”*skadat gods*”.<sup>119</sup> En ytterligare möjlighet är att målbolagets ledning, i egenintresse, väljer att ingå ”deal protections” med en budgivare som kan erbjuda densamma tillfredställande avgångsvederlag eller en möjlighet att sitta kvar i ledande position i bolaget.<sup>120</sup> Alternativt kan det tänkas att målbolagets motiv är att skydda bolaget från ett fientligt uppköp och att affärsskyddsverket således används som ett försvarsverktyg.

När det gäller break-up fees explicit ligger det vidare i målbolagets intresse att ingå ett avtal om att ersätta en initial budgivare för dess direkta och till viss del faktiska kostnader för det fall det offentliga budet inte fullföljs, då detta skapar incitament hos densamma att lägga ett högt första bud. Auktionsprocessen sätter då fart på en bra nivå, intresse skapas hos andra investerare och målbolagets marknadsvärde blir synligt. Vilket i slutändan resulterar i att aktieägarna får ett bra pris för sina aktier.<sup>121</sup>

---

<sup>117</sup> Heath Price (2003), s 633.

<sup>118</sup> [http://home.business.utah.edu/finml1/research/termfees\\_JFE2002-265\\_final.pdf](http://home.business.utah.edu/finml1/research/termfees_JFE2002-265_final.pdf), s 8-9, [http://www.venable.com/publication.cfm/publications.cfm?action=view&publication\\_id=503&publication\\_type\\_id=2](http://www.venable.com/publication.cfm/publications.cfm?action=view&publication_id=503&publication_type_id=2).

<sup>119</sup> Heath Price (2003), s 634.

<sup>120</sup> [http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm?abstract\\_id=676348](http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm?abstract_id=676348), s 10. Se även den inledande redogörelsen av principal agent problematiken.

<sup>121</sup> [http://home.business.utah.edu/finml1/research/termfees\\_JFE2002-265\\_final.pdf](http://home.business.utah.edu/finml1/research/termfees_JFE2002-265_final.pdf), s 8-9, [http://www.venable.com/publication.cfm/publications.cfm?action=view&publication\\_id=503&publication\\_type\\_id=2](http://www.venable.com/publication.cfm/publications.cfm?action=view&publication_id=503&publication_type_id=2).

Av ovanstående skäl, och säkert flera andra, väljer således budgivar- och målbolag att binda varandra, i syfte att skapa incitament för att genomföra affären så snabbt som möjligt, utan inblandning från tredje part och för att försäkra att parterna behåller sitt engagemang efter att avtalet signerats.<sup>122</sup>

I USA och England har användandet av break-up fees i samband med offentliga uppköpserbjudanden varit vanligt under ett flertal år, medan det för svenskt vidkommande är ett relativt nytt fenomen.<sup>123</sup> Av denna anledning kommer jag, innan jag redogör för de regler och principer som kan tänkas aktualiseras vid användandet på den svenska aktiemarknaden, och för att ha mer att stå på när jag i analysen beskriver hur en bedömning och eventuell reglering av break-up fees bör göras, översiktligt skildra hur nyss nämnda länder ser på institutet.

Vidare önskar jag i anslutning till detta uppmärksamma läsaren på att den fortsatta framställningen, särskilt vad gäller USA och UK, *i första hand* kommer att utgå från de regler och avgöranden som kopplas till användandet av *break-up fees vid "icke-fientliga" förvärv*, och därmed dess roll som affärsskyddsverktyg. Break-up fees karakteristika<sup>124</sup> gör den lämplig att även använda som försvarsåtgärd, men då detta inte är dess huvudfunktion, och då många skickliga författare innan mig ingående behandlat försvarsåtgärder vid fientliga förvärv, kommer denna funktion endast behandlas kortfattat och då främst i avsnitten som berör svenska och engelska regler och principer. Min tro är avslutningsvis, att läsaren i detta och följande kapitel kommer att skönja några av de intressekonflikter som behandlades inledningsvis.

## 5.3 USA

### 5.3.1 Fiduciary-out, stock option, asset lock-up, no-shop och no-talk

Som antytts ovan har break-up fees sitt ursprung i USA och utgör där det populäraste affärsskyddsverktyget vid "icke-fientliga" förvärv.<sup>125</sup> En redogörelse av de andra medlemmarna i familjen "deal protections" följer nu nedan.

"*Stock option*" innebär att budgivaren begär att målbolaget utfärdar aktieoptioner, med ej emitterade aktier, som blir brukbara genom en riktad

---

<sup>122</sup> Heath Price (2003), s 634.

<sup>123</sup> För exempel på offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden som på senare tid inkluderat break-up fees, se pressmeddelandet daterat den 1 december 2003 om samgåendet mellan Powervave Technologies och LGP Allgon samt pressmeddelandet daterat den 21 augusti 2006 gällande LogicaCMG plc:s plan på att förvärva VM-data AB. Mer om detta i avsnitt 5.5.1.

<sup>124</sup> När tredje part övertar målbolaget, tar densamma även över kostnaden för break-up feen, vilket naturligtvis kan verka avskräckande för det fall break-up feen har satts till ett högt belopp.

<sup>125</sup> Heath Price (2003), s 639.

nyemission<sup>126</sup> för det fall ”deal jumping” är för handen. Beroende på antalet aktier som blir tillgängliga, kan budgivaren på detta sätt komma att bli en kontrollerande aktieägare eller åtminstone ägare av en stor minoritet, vilket i sig innebär en ökad kostnad för en potentiell tredje part som önskar inkräkta.

”Asset lock-up” liknar ”stock-option” till sin form och går ut på att en av parterna – vanligen budgivaren – ges möjlighet att köpa vissa specificerade tillgångar av den potentiella förvärvspartnern, till ett attraktivt pris, om det offentliga uppköpet inte genomförs. Eftersom tillgångarna vanligen är avgörande för företagets verksamhet och vinst, har detta affärsskyddsverktyg ofta kallats ”crown jewel defense”. Effekten blir att det är föga förtjänstfullt för motparten att lämna den initiala affären samtidigt som tredje part förlorar intresset då denne inte kan förvärva väsentliga tillgångar.<sup>127</sup>

Nyss nämnda inlåsningsavtal används även som försvarsåtgärder vid fientliga bud, varmed ju förstås ett bud där styrelsen i målbolaget inte tillstyrker detsamma och därför vidtar åtgärder för att förhindra dess fullföljande. Distinktionen gällande när ”asset lock-ups” och ”stock options” kan anses utgöra försvarsåtgärder eller ”deal protections” vid ”icke fientliga” bud kan vara svår att dra, *liksom fallet är vid break-up fees*, då det i dessa ligger att de skall verka avskräckande gentemot tredje part. Skillnaden kan emellertid sägas ligga i förhållandet mellan budgivaren och målbolaget. Vid ett fientligt förvärv utgör budgivaren, varmed målbolaget ingår ”asset lock-ups” eller ”stock options”, en ”White knight”, det vill säga en av styrelsen uppsökt part som i större utsträckning tilltalar målbolaget än potentiell tredje part som hotar med uppköp. Budgivaren, vid ett ”icke fientligt” förvärv, utgörs istället av en ursprunglig, skyddsvärd part som lagt ner kostnader på att uppsöka och undersöka målbolaget och som dess ledning vidtagit förhandlingar med.<sup>128</sup>

Utöver att sätta upp strukturella barriärer gentemot tredje part, är det i detta sammanhang vanligt att parterna ingår kontraktuella trogenhetslöften. Ett

---

<sup>126</sup> Tredje parts befintliga eller kommande aktieinnehav blir på detta sätt utspädd.

<sup>127</sup> Kenyon–Slade (2004), s 45.

<sup>128</sup> I USA har styrelsen mycket större möjligheter att vidta försvarsåtgärder än vad som är fallet i Sverige, se 5 kap LUA som ställer krav på bolagsstämmans godkännande. Detta torde bero på att styrelsen i USA innehar en starkare ställning gentemot sina aktieägare och har fått till följd att det utvecklats en rad påhittiga försvarsåtgärder med ofta talande namn. Exempel på sådana åtgärder är till en början *golden parachutes*, varmed förstås orimligt höga ersättningar som utgår till målbolagets ledning i händelse av ett fientligt bud. En annan preventiv åtgärd, som kan vidtas innan ett fientligt bud erläggs, är så kallade *poison pills*, vars syfte är att göra bolaget oattraktivt inför tredje part genom att målbolaget till exempel sluter ett avtal med en ”White knight” om att denne skall få förvärva en stor del av målbolagets tillgångar till underpris vid ett sådant bud. Även efter ett fientligt buds erläggande kan målbolaget vidta åtgärder. Ett exempel på en sådan åtgärd är så kallat *Pac Man defence*, vars namn är hämtat från dataspellet där det gäller för spelaren att sluka sin motståndare innan denne slukar spelaren själv. Som namnet antyder går taktiken ut på att målbolaget i sin tur riktar ett fientligt bud på budgivaren och genom detta sätter press på densamma. Se Ross, Westerfield & Jordan (2003), s 859-863, för mer information.

typiskt ”no-shop” avtal föreskriver att målbolaget, under den period som löper mellan signering av förvärvsavtalet och bolagsstämman, inte får aktivt ”shoppa runt” i syfte att hitta en bättre affär. För det fall tredje part, utan inverkan från målbolaget, ändå lägger ett bud medges dock målbolaget rätt att svara på detsamma. Begränsningen ligger således i initiativtagandet. ”No-shop” avtal har generellt godkänts av amerikanska domstolar<sup>129</sup>, med undantag för några fall då parterna valt att kombinera nyss nämnda avtal med andra affärsskyddsverktyg.<sup>130</sup>

”No-talk” avtal är mer restriktiva, och innehåller vanligen ett förbud mot att målbolaget ”svarar på konkurrerande bud, håller diskussioner med eller ingår avtal med konkurrerande budgivare”, och gäller oavsett initiativtagande från målbolagets sida. Avtalet gör det nästintill omöjligt för tredje part att inkräkta, och lämnar därför ett fientligt övertag som enda kvarstående möjlighet.<sup>131</sup> Föga förvånande har domstolarna i USA i flera fall funnit att ”no-talk” avtal i för stor utsträckning gynnar parterna i avtalet till aktieägarnas nackdel.<sup>132</sup>

Ovanstående affärsskyddsverktyg kombineras vanligen med en så kallad ”fiduciary out”-klausul.<sup>133</sup> De rättsliga plikterna för director och officer har i amerikans rätt traditionellt delats upp i två kategorier vilka hänför sig till ledningens roll som fiduciary (förtroendeman). Den första kategorin, aktsamhetsplikten (*the duty of care*) är inte särskilt sträng och innebär att bolagsledningen skall agera på en informerad basis, i god tro och med företagets bästa för ögonen. Ledningen är däremot hårt bunden av lojalitetsplikten (*the duty of loyalty*) vars syfte är att avhålla densamma från att utnyttja sina uppdrag för att nå personliga fördelar, till nackdel för företaget eller dess aktieägare. Ett åsidosättande av dessa skyldigheter kan medföra ogiltighet och skadestånd.<sup>134</sup> Klausulen i sig innebär att parterna kan inkludera affärsskyddsverktygen i förvärvsavtalet, med en begränsad möjlighet att överge dessa för det fall ett fullföljande av dem skulle innebära att ledningen bryter mot sina ”fiduciary duties”.<sup>135</sup>

### 5.3.2 Break-up fee contra övriga affärsskyddsverktyg

Till sin konstruktion är break-up fees enkla i jämförelse med andra affärsskyddsverktyg i det att de består av en summa som skall betalas och en lista med uppräknade händelser som utlöser betalningsskyldigheten. Summan bestäms antingen till en procentsats, vanligen mellan 1-5 procent av transaktionens värde eller till ett visst penningbelopp.<sup>136</sup> Den viktigaste

<sup>129</sup> Kenyon-Slade (2004), s 44 och Heath Price (2003), s 637.

<sup>130</sup> Se exempelvis QVC Network, Inc., v Paramount Communications, Inc.

<sup>131</sup> Heath Price (2003), s 637.

<sup>132</sup> Se exempelvis Phelps Dodge Corp v. Cyprus Amex Minerals.

<sup>133</sup> Heath Price (2003), s 637.

<sup>134</sup> Dotevall (1999), s 124-125.

<sup>135</sup> Kenyon-Slade (2004), s 44 och 419.

<sup>136</sup> Kenyon-Slade (2004), s 423.

skillnaden i förhållande till andra affärsskyddsverktyg, vilket också är bakgrunden till dess popularitet, ligger emellertid i dess duala funktion. Break-up fees skyddar affären, samtidigt som de möjliggör för part att återfå nedlagda kostnader.<sup>137</sup> Noterbart är vidare att det på senare år har blivit allt vanligare med *ömsesidiga* (reverse) break-up fees, varmed förstås att budgivare och målbolag binder varandra i lika utsträckning.<sup>138</sup>

Faktorer som utlöser break-up fees tillhör normalt en av fyra breda kategorier som redogörs för nedan. Det skall emellertid redan nu påpekas att denna lista på intet sätt är uttömmande samt att en part vanligen inte blir ersättningsskyldig för det fall händelsen ligger utanför dennes kontroll eller det kan anses visat att densamma agerat ”in good faith”.<sup>139</sup>

(1) *Att styrelsen åberopar en ”fiduciary out”-klausul.*

Detta innebär i sig att parter kan undkomma skyldigheter kopplade till nyss behandlade affärsskyddsverktyg utan att bryta mot förvärvsavtalet, men inte utan att bli ersättningsskyldiga.<sup>140</sup>

(2) *Att bolaget bryter mot avtal eller garantier.*

Vanligen har part i detta fall ej lyckats erhålla nödvändiga konkurrens – och myndighetstillstånd.

(3) *Att aktieägarna väljer att inte acceptera budet.*

Beroende på vad parterna avtalat medför det faktum att styrelsen rekommenderat budet i vissa fall att bolaget undslipper betalningsansvar, då styrelsen får anses ha gjort vad den kunnat för att övertala aktieägarna, medan samma förhållande saknar betydelse i andra fall.<sup>141</sup>

(4) *Att aktieägarna väljer att acceptera ett bud från tredje part.*

Denna punkt tar naturligtvis sikte på att den ursprungliga budgivaren blir utmanövrerad av tredje part i samband med budets erläggande. I syfte att även fånga in försenade förvärv av en tredje part som sker en tid efter att det ursprungliga budet fallit igenom, innehåller emellertid många amerikanska kontrakt idag en så kallad ”two-tier” break-up fee. Med detta förstås att för det fall målbolagets styrelse inte rekommenderar budet, eller aktieägarna väljer att inte acceptera detsamma, utlöses den första betalningsskyldigheten på 2 procent. Om sedan samma bolag, året efter, väljer att gå samman med tredje part, blir denne skyldig att betala ytterligare 2 procent. En variant på nyss nämnda konstruktion är en så kallad ”topping fee”, vilken medger den övergivna parten rätt att erhålla en penningssumma bestående av skillnaden

---

<sup>137</sup> Heath Price (2003), s 641.

<sup>138</sup> [www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/financial/globalma200606\\_e.pdf](http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/financial/globalma200606_e.pdf), enligt Kenyon-Slade (2004) gäller detta endast vid ”merger of equals”, det vill säga strategiska förvärv, s 46 och 423.

<sup>139</sup> Normalt anses med ”in good faith” i dessa sammanhang att part gjort vad som står i dess makt för att uppfylla sitt åtagande.

<sup>140</sup> Som läsaren inser kan en styrelse inte åberopa en ”fiduciary-out”-klausul i syfte att komma undan ett break-up fee, utan det är snarare så att klausulen utlöser detsamma.

<sup>141</sup> Skillnaderna talar för att vissa praktiker anser att aktieägarna kan hållas ansvariga för bristande accept, medan andra endast finner det nödvändigt att binda styrelsens agerande.

mellan vad tredje part betalar och vad den ursprungliga budgivaren erbjöd.<sup>142</sup>

### 5.3.3 Ad hoc-bedömning

En studie av amerikansk domstols behandling av break-up fees visar på både variation och inkonsekvens. Det är lätt att till en början tro att detta beror på att landet har femtio jurisdiktioner som alla bidrar till den amerikanska rätten, men inte ens delstaten Delaware<sup>143</sup>, vars domare har ett rykte om sig att vara duktiga i aktiebolagsrätt, och vars domar kommer att utgöra grund för min fortsatta framställning, visar på någon uniform prövning.

I sin bedömning gällande *huruvida ledningen kan anses ha brutit mot sina skyldigheter gentemot aktieägarna genom att ingå ett avtal innehållande ett break-up fee* vid ett ”icke fientligt förvärv” har domstolen utgått från nedan följande regler och standarder. Beskrivningen i detta avsnitt kommer inte att inkludera en redogörelse för vilken bedömningsgrund som är att föredra, eller för och nackdelar med respektive grund, då detta ligger utanför ramen för denna uppsats. Viss jämförelse kommer som ovan antytts att ske i analysen, men då endast gällande ett användande av en mer förutsägbar bedömningsgrund contra en som inriktar sig på en ad hoc-bedömning, och slutligen enbart i syfte att klargöra det nuvarande och reflektera över det framtida svenska rättsläget. Att märka är vidare att då det är kärnan i domstolens argumentation och bedömning som eftersträvas, och inte en utförlig redogörelse för amerikansk rätt, utesluts ibland viss lagreglering som kan komma att aktualiseras parallellt.

#### 5.3.3.1 The Business Judgment Rule

The *Business Judgment Rule* ställer krav på ledningen att densamma skall ”agera på en informerad basis samt göra noggranna övervägningar” innan beslut tas om att ingå ett förvärvsavtal och förslag framförs till aktieägarna.<sup>144</sup> Att notera är emellertid att det vid användandet av nyss nämnda regel presumeras att ledningen ”vid sitt affärsbeslut agerade i en uppriktig och god tro om att den vidtagna handlingen var i företagets och dess aktieägars intresse”.<sup>145</sup> Skälet till detta är att domstolarna håller principen om att affärsmän är de som är bäst skickade att fatta affärsbeslut

---

<sup>142</sup> [http://papers.ssm.com/sou3/papers.cfm?abstract\\_id=676348](http://papers.ssm.com/sou3/papers.cfm?abstract_id=676348), s 7 samt Heath Price (2003), s 639-640.

<sup>143</sup> Mot bakgrund av att aktiebolagsrätten faller inom den delstatliga normgivningsmakten, och Delaware utgör det ”legala hemmet” för ett disproportionellt stort antal företag har detsamma kommit att bli ”the mother court of corporate law”, vars domar ständigt refereras av andra domstolar. Se Heath Price (2003), s 638.

<sup>144</sup> Smith v. Van Gorkom.

<sup>145</sup> Aronson v. Lewis.



högt, och menar att det inte är domstolens sak att i efterhand kritisera ett beslut som synes ha vidtagits i god tro och med de bästa intentioner.<sup>146</sup>

Till skillnad från många legala standarder i USA som inriktar sig på själva beslutets ”fönuftighet”, används the Business Judgment Rule i samband med en bedömning av break-up fees till stöd för en analys av ledningens medvetna process. Istället för att titta på resultatet av ledningens beslut, tittar domstolen således på *det sätt varpå ledningen agerat innan beslutet togs*, det vill säga om den tagit del av alla fakta samt agerat genomtänkt.<sup>147</sup> Utgångspunkten synes vara att grov oaktsamhet från ledningens sida bryter igenom presumtionen.<sup>148</sup> Vanligen är det just *förhandlingssituationen* som är i fokus, vilket kan exemplifieras genom ett fall från 1986, där domstolen fann bevis som visade på att ett ursprungligt break-up fee på \$ 123 miljoner genom tuffa förhandlingar gått ner till runt \$ 19 miljoner. Detta ansågs utgöra tillräcklig grund för domstolen att underkänna aktieägares talan om att ledningen agerat grovt oaktsamt vid godkännandet av ett break-up fee.<sup>149</sup> Som läsaren inser finns det inte ett lika med tecken mellan väl genomförda förhandlingar och slutsatsen att beslutet i sig är korrekt, men däremot slutsatsen att beslutet tagits i god tro efter övervägningar och med de bästa intentioner, vilket är tillräckligt för nu redogjorda regel.

The Business Judgment Rule har i första hand, men definitivt inte alltid, används i ”*merger of equals*” kontexter, det vill säga fall där två företag av ungefär samma storlek gått samman i en ”aktie för aktie” kombination, samt i fall där *företag inte köpt en majoritet av aktierna* i ett annat företag. Av intresse i detta sammanhang är att ingen av dessa företagsförvärvstyper anses kunna utlösa den, främst vid fientliga förvärv, kända ”*Revlon*” principen, vilken föreskriver ”att i den stund som det blir uppenbart att målbolaget kommer att säljas, och att detta kommer att leda till en ”*sale of control*”, har ledningen en *överskuggande plikt att söka maximera det kortsiktiga försäljningspriset*”.<sup>150</sup> Varför the Business Judgment Rule är lämplig vid dessa förvärvstyper är att ledningen i dessa fall vanligen gör det medvetna valet att inte söka det maximala nutida värdet för aktieägarna, utan att ingå i en union som har ett större framtida värde för dessa.<sup>151</sup>

### 5.3.3.2 The Voter Coercion Standard

När bolagsledningen kommunicerar publikt eller direkt till aktieägarna om saker som berör bolaget åligger det densamma att, i enlighet med sina fiduciary duties, ha en ärlig framtoning.<sup>152</sup> Då gränsen emellertid är hårfin

---

<sup>146</sup> Solash v. Telex Corp. För en utförlig redogörelse av the Business Judgment Rule se Gevurtz (2000), s 278-301.

<sup>147</sup> Aronson v. Lewis samt Heath Price (2003), s 653.

<sup>148</sup> Se till exempel Smith v. Van Gorkom där ledningen ansågs ha tagit viktiga beslut utan något mått av tanke, mot bakgrund av att ledningen godkände försäljning av företaget efter ett flyktigt möte på två timmar.

<sup>149</sup> Beatrice Companies Inc. Litig. samt Heath Price (2003), s 654.

<sup>150</sup> Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. samt Hamilton (1992), s 455-456.

<sup>151</sup> Heath Price (2003), s 655.

<sup>152</sup> Malone v. Brincat samt Heath Price (2003), s 656.

mellan att ledningen påverkar aktieägarna när de offentliggör ingåendet av ett break-up fee och att densamma pressar dessa till att acceptera budet då motsatt agerande uppfattas som för kostsamt, har domstolen börjat använda sig av *the Voter Coercion Standard*. Syftet är att pröva huruvida ledningen kan anses ha haft som sitt enda och primära syfte att ”omintetgöra aktieägarnas röst”.<sup>153</sup>

Även om tanken i sig är god har emellertid till dags datum ännu ingen domstol underkänt ett break-up fee med stöd av denna standard.<sup>154</sup> Aktieägarnas svårigheter kan illustreras med fallet *Brazen v. Bell Atl. Corp.*, vari domstolen uttalade att ”enbart det faktum att aktieägarna vet med sig att ett underlåtande att acceptera ett bud kan utlösa en betalningsskyldighet kan inte anses tillräckligt för att aktualisera *the Voter Coercion*”.<sup>155</sup>

Domstolens motsträvighet minskar emellertid inte intresset för vad densamma fokuserar på vid sin bedömning. Till skillnad från vad som var fallet vid *the Business Judgment Rule*, ligger vikten inte vid själva processen som leder fram till beslutet, utan på de *faktorer som utlöser betalningsskyldigheten*.<sup>156</sup> Kärnfrågan i sammanhanget är huruvida så sker redan på grund av en initial icke accept av aktieägarna eller först efter att tredje man blandat sig in i leken. Domstolarna synes nämligen föredra det senare, vilket leder till den juridiska slutsatsen att break-up fees som utlöses som en följd av ”deal jumping” inte leder till en prövning under *the Voter Coercion Standard*. Om läsaren ser till syftet med standarden är det lättare att förstå resonemanget, det är ju inte så att aktieägare pressas till att rösta till följd av en rädsla för att ”ingen röst” skall utlösa betalningsskyldigheten, utan så sker ju bara för det fall densamma får ett bättre bud, vilket indirekt innebär att det blir tredje part som står kostnaden.

En annan viktig fråga är om break-up feen är ömsesidig eller ej, då det är mindre troligt att domstolarna finner att en ömsesidig sådan är ”coercive”. Skälet till detta är naturligtvis att båda sidors aktieägare tjänar på konstruktionen i det att break-up feen är dubbel i sin roll som skydds- och ersättningsverktyg. Mot bakgrund av detta blir det svårt för missnöjda aktieägare att hävda att ledningen ingick break-up feen med enda syftet att omintetgöra deras röst.<sup>157</sup>

### 5.3.3.3 The Bidder Preclusion Standard

Nyss har redogjorts för två sätt varpå aktieägare kan angripa en lednings agerande, av naturliga skäl kan det emellertid tänkas att ett sådant förfarande även ligger i *tredje parts* intresse. Till skillnad från aktieägarna, vars

---

<sup>153</sup> *Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp.* För utförlig beskrivning av aktieägares rätt att rösta i Mergers and acquisitions -sammanhang, och skyddet därav, se Gevurtz (2000), s 646-648.

<sup>154</sup> Heath Price (2003), s 656.

<sup>155</sup> *Brazen v. Bell Atl. Corp.* [http://home.business.utah.edu/finm11/research/termfees/JFE2002-265\\_final.pdf](http://home.business.utah.edu/finm11/research/termfees/JFE2002-265_final.pdf), s 10-11.

<sup>156</sup> Heath Price (2003), s 658.

<sup>157</sup> Heath Price (2003), s 659.

yrkande består i att ledningen brutit mot sina fiduciary duties, återstår för tredje part endast ett yrkande om att densamma varit utsatta för en orätt. Av denna anledning, samt då *aktieägare vanligen framhåller att stora break-up fees avskräcker bud från tredje part*, har det skapats en standard för bedömning av huruvida ledningens ingående av ett break-up fee kan anses ha otillbörligt uteslutit ytterligare budgivare.<sup>158</sup> Till grund för standarden ligger enkel ekonomi, ökad efterfråga leder till ett högre pris, vilket i slutändan kommer aktieägarna till del.

Vid användandet av standarden undersöker domstolen vanligen samtliga tre bedömningspunkter som kommer att redogöras för nedan.

(1) *Storleken på break-up feen.*

För det första kan break-up feen, för det fall storleken på densamma är hög, hindra en auktionsprocess genom att det blir för oekonomiskt för tredje part att buda på målbolaget. Detta då densamma måste kalkylera med att kostnaden för break-up feen kommer att betunga den nya företagskombinationen. Målbolagets ledning medges således härmed en möjlighet att höja break-up feen till en så hög nivå att tredje part inte budar, alternativt tvingas till att förena budet med ett fullföljandevillkor. Ett sådant fullföljandevillkor kan exempelvis uttala att budets fullgörande är beroende av att budgivarbolaget erhåller ett ogiltigförklarande av break-up feen från domstol.<sup>159</sup>

Vid sin bedömning har domstolen i dessa fall jämfört break-up feens storlek med värdet på hela transaktionen. Två fall kan användas som illustration. I *Cirrus Holding Co. v. Cirrus Industries* uttalade domstolen att även om break-up feen i det fallet inte kunde anses hög i absoluta termer, var den ovanligt hög vid en jämförelse enligt nyss nämnda princip och kunde således verka avskräckande för tredje part.<sup>160</sup> Motsatt ståndpunkt kom fram i *McMillan v. Intercargo Corp.* där domstolen inte kunde se hur en 3,5 procentig fee skulle kunna avskräcka en tredje part som var beredd att betala mycket mer för målbolaget.<sup>161</sup>

(2) *Vad som utlöser break-up feen.*

För det andra har den utlösande faktorn betydelse. Åligger det målbolaget en betalningsskyldighet redan då kontakt förs med tredje part eller utlöses break-up feen först när tredje part lägger ett högre bud som accepteras? Det första fallet torde med största sannolikhet utestänga tredje part, då denne för att kunna lägga ett seriöst bud vanligen vill genomföra en due diligence. En sådan undersökning kräver samarbete med målbolaget, varmed det följer en avskräckande betalningsskyldighet. Det andra fallet anses däremot

---

<sup>158</sup> [http://papers.ssrn.com/sou3/papers.cfm?abstract\\_id=676348](http://papers.ssrn.com/sou3/papers.cfm?abstract_id=676348), s 3 samt Heath Price (2003), s 661. Se vidare tidigare nämnda fall, *QVC Network, Inc. V. Paramount Communications, Inc.*, vari det uttalades att break-up fees och andra affärsskyddsverktyg som stänger ute ytterligare budgivning gör detta till nackdel för aktieägarna.

<sup>159</sup> Heath Price (2003), s 662. För redogörelse av fullföljandevillkor, se avsnitt 4.1.2.4.

<sup>160</sup> *Cirrus Holding Co.v. Cirrus Indus.*

<sup>161</sup> *McMillan v. Intercargo Corp.* samt Heath Price (2003), s 663.

godtagbart ur synvinkeln att det varken är det faktum att tredje part lägger ett bud, eller det faktum att denne förhandlar med målbolaget som utlöser betalningsskyldigheten, utan först själva accepten. Tredje part kan då svårligen anses utestängd med stöd av den utlösande faktorn.<sup>162</sup>

(3) *Vid vilken tidpunkt under förvärvet break-up feen träder ikraft.*

Den tredje och avslutande bedömningsgrunden behandlar den tidpunkt under förvärvsprocessen vid vilken målbolaget blir bundet av break-up feen. Utgångspunkten kan sägas vara att ju tidigare så sker, desto större är sannolikheten att domstolen anser att tredje part utestängts från processen. En period av "window-shopping" efter potentiella budgivare är således att föredra.<sup>163</sup>

Till skillnad från vad som är fallet vid the Business Judgment Rule samt the Voter Coercion Standard, används the Bidder Preclusion Standard vanligen inte vid strategiska förvärv. Standarden finner snarare sin huvudsakliga tillämpning vid så kallade "Revlon-fall".<sup>164</sup> Som ovan antytts kvarstår för ledningen, när bolaget vidtar en transaktion som kommer att innebära "a change in corporate control" eller "a break-up of the corporate entity", i första hand en *skyldighet att maximera försäljningspriset*. Ser man till syftet med standarden, att förhindra att tredje part utestängs genom att öppna upp för auktion, är det lätt att förstå varför densamma bedöms vara lämplig. Ledningen anses nämligen i de flesta fall ha uppfyllt sin "Revlon-duty", varmed menas att maximera aktieägarvärdet, när denne möjliggjort för auktion, då detta anses vara det bästa sättet för att erhålla högsta möjliga försäljningspris.

Det är nu fullt förståeligt om läsaren känner sig lite förvirrad. Å ena sidan har jag inledningsvis talat om att ett incitament för en ledning att ingå break-up fees är att dess skydd skapar en trygghet för budgivaren som denne vanligen återgäldar genom att lägga ett högre bud, vilket i sin tur sparkar igång auktionsprocessen på en hög nivå till förmån för aktieägarna. Samtidigt har jag nu redogjort för en standard som visar på att affärsskyddsverktyget kan verka avskräckande för tredje part och utesluta ytterligare budgivning. Häri ligger emellertid mycket av den komplexitet som sammankopplas med break-up fees och som torde vara ett av skälen till att domstolen för en "från fall till fall-bedömning". Huruvida break-up fees tjänar som en katalysator vid inledandet av en auktion eller som en begränsning av densamma kommer nog att kvarstå en fråga "varom de lärde tvistar".

---

<sup>162</sup> Matador Capital Management Corp. v. BRC Holdings Inc. samt Heath Price (2003), s 663-664.

<sup>163</sup> Heath Price (2003), s 664.

<sup>164</sup> Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. samt Heath Price (2003), s 665.

### 5.3.3.4 The Magic Number Standard

För en domare som önskar använda sig av en enklare ”bright-line rule”<sup>165</sup> är *the Magic Number Standard* svaret på dess pragmatiska längtan. Vid en bedömning tittar domstolen på den procentsats av transaktionens värde som break-up feen utgör och jämför denna med en *procentsats som anses vara vid första anblick rimlig*. Motivet bakom standarden synes vara att det i takt med att användandet av break-up fees blir allt vanligare finns ett värde i en konsensus vad gäller procentsatsen, oavsett hur transaktionen i övrigt ser ut. Detta leder i sin tur till förutsägbara resultat och med största sannolikhet minskad benägenhet att vända sig till domstol.<sup>166</sup>

Standardens namn tyder på att det finns en viss procentsats som utgör det ”magiska numret”, men det är snarare så att det under årens lopp i praxis har utvecklats ett visst procentspann inom vilket det anses rimligt att break-up fees befinner sig. 1996 uttalade domstolen i *Kysor Indus. Corp. v. Margaux Inc.* att detta spann torde sträcka sig mellan 1 till 5 procent.<sup>167</sup> En definitiv övre gräns sattes emellertid i en fotnot till fallet *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*, där domstolen karakteriserade ett break-up fee på 6,3 procent som ett som ”stretched the definition of range of reasonableness and probably stretches the definition beyond its breaking point”.<sup>168</sup>

### 5.3.3.5 The Liquidated Damages Approach

Ovan har fyra olika bedömningsgrunder beskrivits varav alla har sina rötter i aktiebolagsrätten. Avslutningsvis har emellertid domstolen, till stöd för sin bedömning, även vänt sig till det *avtalsrättsliga området* och därmed tillhörande ”*Liquidated damages*”. Med detta förstås ”...a sum stipulated and agreed on by the parties, at the time of entering into a contract, as being payable as compensation for injuries in the event of a breach”.<sup>169</sup> Uppfattningen att break-up fees utgör en handling av ledningen inom densamma ”fiduciary”-relation med aktieägarna kvarstår, men genom att break-up fees tas in i förvärsavtal blir de tillika avtalsrättsliga bestämmelser.<sup>170</sup>

Vägen från aktiebolagsrätten mot avtalsrätten tog sin början 1997 med *Brazen v. Bell Atl. Corp.* Fallet är även ett bra exempel på domstolens förkärlek för att blanda nyss redogjorda standarder och regler. Som ovan antytts använde sig the Court of Chancery i fallet av *the Voter Coercion standard*, men avslutade med att godkänna break-up feen med stöd av the *Business Judgment Rule*. Kärändens argumentation om att break-up feen

---

<sup>165</sup> Enklare, klarare och mer förutsägbar regel.

<sup>166</sup> Heath Price (2003), s 667-669.

<sup>167</sup> *Kysor Indus. Corp. v. Margaux Inc.*

<sup>168</sup> *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*  
<http://www.mofo.com/news/updates/files/update1422.html>.

<sup>169</sup> 674 AM. JUR. 2D Sales (section) 894 (1985) samt Heath Price (2003), s 670.

<sup>170</sup> Mer om Letter of intent i avsnitt 5.5.2.

skulle jämföras med en ”liquidated damages”-klausul lämnades dock helt utan avseende.

The Supreme Court höll med tidigare domstol om att break-up feen skulle godkännas, men motsatte sig valet av standard. Med hänsyn till att det i förvärvsavtalet uttryckligen föreskrevs att break-up feen utgjorde ”liquidated damages” och inte ”a penalty”<sup>171</sup>, var det enligt domstolen häri utgångspunkten låg.<sup>172</sup> Resonemanget som fördes i fallet, att ett break-up fee måste ha beskrivits som en ”liquidated damages”-klausul av parterna i avtalet för att klassificeras och bedömas i enlighet med detta av domstolen, har utgjort vägledning även för senare avgöranden. Att märka är vidare att bedömningen uteslutande använts vid strategiska förvärv, varför frågan kvarstår gällande huruvida den är tillämplig även vid så kallade ”Revlon-fall”.<sup>173</sup>

När break-up fees väl klassats som ”liquidated damages”-klausuler analyseras dessa i enlighet med ett så kallat ”two-prong”-test, innebärande att ”where (1) the damages are uncertain and (2) the amount agreed upon is reasonable, such an agreement will not be disturbed.”<sup>174</sup> Del (1) går ut på att domstolen bedömer huruvida ersättningsstorleken var osäker vid ingåendet av break-up feen. Hur det däremot såg ut vid utlösandet av densamma är orelevant. Syftet bakom den första ”prongen” är att då vissa marknader är i ständig förändring kan det innebära stora svårigheter för parterna att göra en beräkning av effekterna av ”deal jumping”, vilket får till följd att skadan bara kan uppskattas.<sup>175</sup> Del (2) innebär att domstolen undersöker två relaterade faktorer. Den första är den förväntade kostnaden för parterna för det fall det offentliga uppköpserbudandet inte skulle genomföras. Den andra är svårigheten att kalkylera en sådan förlust, desto större svårighet, desto lättare torde det vara att visa att summan var rimlig.<sup>176</sup>

I *Brazen v. Bell Atl. Corp* fann domstolen att parterna agerade på en instabil marknad samt att break-up feen var rimlig mot bakgrund av att parterna beaktat ”dolda kostnader” i form av förlust av möjlighet att handla exklusivt med varandra, kostnader för förhandling i samband med förvärvet,

---

<sup>171</sup> Skillnaden mellan när en klausul anses utgöra en ”liquidated damages”-klausul och ”a penalty” ligger i att den senare är ogiltig *per se* då den ”...provides damages in excess of those that a party actually suffers or could reasonably expect to suffer from the breach of the kind the provision covers”. ”A penalty” syftar således inte till att ersätta part för åsamkad skada, utan används som ett vertyg för att pressa part till att ära sina åtaganden. Naturligtvis gör domstolen en egen bedömning av huruvida det ena eller det andra fallet är för handen. Det faktum att parterna betecknat klausulen som ”liquidated damages”, hindrar inte domstolen från att bedöma den som ”a penalty”.  
[http://malmo.stadsbibliotek.org/search\\*swe/?searchtype=X&searcharg=Binding+Promises](http://malmo.stadsbibliotek.org/search*swe/?searchtype=X&searcharg=Binding+Promises), s 40.

<sup>172</sup> *Brazen v. Bell Atl. Corp* samt *Heath price* (2003), s 671.

<sup>173</sup> *Heath Price* (2003), s 674.

<sup>174</sup> *Heath Price* (2003), s 671.

<sup>175</sup> En naturlig fråga, utan ett egentligt svar, är huruvida break-up fees som används på marknader som är stabila och förutsägbara kan uppfylla denna första prong? Möjligen tar domstolen i dessa fall till en bedömning enligt övriga standarder och regler.

<sup>176</sup> *Heath Price* (2003), s 672.

sannolikheten för ”deal jumping” och slutligen storleken på break-up fees i andra, liknande transaktioner.<sup>177</sup>

## 5.4 UK

### 5.4.1 The One Percent Rule

Efter att ha studerat de regler och standarder som kringgärdar break-up fees i USA går det att sluta sig till att systemet är både varierande och till viss del inkonsekvent. Motsatt förhållande råder emellertid i UK. Frågan om break-up fees har där inte varit under domstolsprövning, utan istället har ”the Panel” skapat en regel i ”the Code” som vid första anblick är både otvedtydlig och uniform.

Som beskrivits i ett tidigare avsnitt har the Panel on Takeovers and Mergers och dess the City Code on Takeovers and Mergers utgjort förebild för de institutioner som reglerar offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. The Panel är en självständig institution som skapades 1968 med syfte att utfärda och utveckla the Code samt övervaka offentliga uppköpserbjudanden.<sup>178</sup> Dess huvudsakliga mål är att generera goda affärsstandarder samt försäkra aktieägare om att de får en rättvis behandling, genom att erbjuda flexibilitet, visshet och snabbhet.<sup>179</sup>

I regel 21.2 i the Code har termen break-up fees ersatts med ”inducement fees”. Vidare föreskriver densamma att regeln gäller ”...any arrangement which may be entered into between an offeror or a potential offeror and the offeree company pursuant to which a cash sum will be payable by the offeree company if certain events occur which have the effect of preventing the offer from proceeding or causing it to fail”.<sup>180</sup> Ett exempel på en sådan händelse kan enligt the Panel vara att ledningen för målbolaget rekommenderar aktieägarna att acceptera ett högre och konkurrerande bud.<sup>181</sup>

Den springande punkten är dock att regel 21.2 innehåller ett krav på att inducement fees skall vara *de minimis*, vilket *normalt* innebär att dessa inte får vara högre än *en procent av ”the offer value”*.<sup>182</sup> För det fall budgivaren redan äger en betydande andel av aktierna i målbolaget, är ”the offer value” naturligtvis lägre än värdet av hela målbolaget. Detta får till följd att det i dessa fall används ett *de minimis* test som utgår från en procent av målbolagets värde, kalkylerat med referens till det erbjudna priset för bolaget.<sup>183</sup> Att märka är vidare att det enligt the Panel är fullt möjligt för ett

---

<sup>177</sup> Brazen v. Bell Atl. Corp.

<sup>178</sup> <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>.

<sup>179</sup> Report (2003), s 6.

<sup>180</sup> The Code (2006), Note 1 on Rule 21.2.

<sup>181</sup> Statement (1999/10), s 1.

<sup>182</sup> The Code (2006), Rule 21.2.

<sup>183</sup> Report (2001), s 14.

målbolag att ingå avtal om inducement fees med *fler än en budgivare*, var och en upp till den relevanta en procents gränsen, trots att detta i vissa fall kan komma att leda till att den totala summa som målbolaget skall betala överstiger en procent av detsammans värde.<sup>184</sup>

Motiven som ligger bakom skapandet av regeln liknar i mångt och mycket de skäl som utgör grund för de diversifierade standarderna och reglerna i USA. The Panel pekade nämligen vid utfärdandet på vikten av att inducement fees inte genererar ogynnsamma effekter för målbolagets aktieägarintresse. Vidare påpekades att sådana fees, för den händelse det inte skapas "safeguards", kan tänkas reducera nyss nämnda aktieägars medel samt utestänga tredje part från budgivning.<sup>185</sup> Att tillåtligheten av inducement fees kopplas till en procentsats skapar förutsägbarhet vilket i sig uppfyller the Panels mål om att generera visshet hos praktiker. Samtidigt undviker regeln på ett enkelt sätt diskussioner gällande om break-up fees kan anses avskräckande eller fungera som en katalysator, vilket är ett av problemen med USA:s the Bidder Preclusion Standard.

Som läsaren inser är det mot bakgrund av detta troligt att the Panel böjer sig för ett bolags åsikt om att dess användande av ett inducement fee varit till aktieägarnas fördel och inte verkat avskräckande för tredje part, för den händelse detsamma endast utgjort en procent eller mindre av "the offer value". Av intresse är emellertid ordet *normalt* i regeln, då detta tyder på att the Panel kan tänka sig att acceptera inducement fees utöver denna gräns. Någon vägledning i detta fall går inte att hitta bland the Panels uttalanden, men möjligen kan det med hjälp av *fri argumentation* tänkas att ett högre fee i procent skulle kunna accepteras om feen är ömsesidig, kan anses vara i aktieägarnas intresse och ingås med ett bolag utan fäste i UK. Det går emellertid inte att utesluta att ordet normalt endast har till syfte att fånga in möjligheten för målbolaget att ingå avtal om inducement fees med flera budgivare, vilket som ovan antytts, kan tänkas leda till att procentsatsen överstigs.

Förutom de minimis kravet uttrycker regeln en skyldighet för *målbolagets ledning samt dess finansiella rådgivare* att innan avtal om inducement fees ingås med en budgivare, *i skrift till the Panel bekräfta* att ledningen och dess rådgivare anser att ett sådant användande, bland annat, är i *aktieägarnas intresse*.<sup>186</sup> Ett klagande av vad en sådan bekräftelse skall innehålla mer explicit kom 2004 från the Panel. I utlåtandet går att utläsa att dokumentet skall bekräfta att normala kommersiella förhandlingar utgjort grund för avtalet om inducement fees, att det inte finns några andra icke offentliggjorda avtal eller överenskommelser vid sidan om detta samt att ingåendet gjorts i aktieägarnas intresse. Dokumentet skall även innehålla de grunder som kan tänkas utlösa betalningsskyldigheten och skälet till varför just de grunderna ansågs lämpliga. Slutligen krävs att ledningen och dess rådgivare tillhandahåller relevant information gällande möjliga

---

<sup>184</sup> Practice Statement No.4, s 2.

<sup>185</sup> Statement (1999/10), s 1 samt Report (2001), s 14.

<sup>186</sup> The Code (2006), Rule 21.2.



konkurrerande bud, varmed exempelvis förstås status på diskussioner med tredje part, erbjudandevillkor och när i tiden ett sådant bud kan tänkas läggas.<sup>187</sup>

Ett avtal innehållande ett inducement fee skall vidare enligt regel 21.2, synliggöras i det pressmeddelande<sup>188</sup> som skall utfärdas i samband med ett offentligt uppköpserbjudande samt i den därefter följande erbjudandehandlingen.<sup>189</sup> Till detta kommer att kopior av avtalet, enligt regel 26 i the Code, skall hållas tillgängliga för inspektion på särskilt angiven plats från det att erbjudandehandlingen publicerats till dess att ett offentligt uppköp genomförs.<sup>190</sup> Vad gäller offentliggörande av avtalet ställer the Panel till sist ett krav på att densamma vid tidigast tidpunkt möjligt skall konsulteras i alla fall där inducement fees eller liknande avtal föreslås.<sup>191</sup>

#### 5.4.1.1 Försvarsåtgärd

Ovan har indikationer givits om att inducement fees/ break-up fees kan komma att användas av parter som en *försvarsåtgärd* vid ett fientliga bud. Av detta skäl har the Panel gjort följande uttalande. För det fall målbolagets ledning, som en del av en försvarsstrategi, väljer att avvara en eller flera av bolagets tillgångar eller en hel verksamhet till en ”White knight”<sup>192</sup> och i anslutning till detta ingår ett inducement fee, skall ledningen, trots att regel 21.2 inte är klar på denna punkt, vara medveten om att regel 21.1 (e) i the Code medför vissa restriktioner. Regel 21.1 (e) förbjuder nämligen ledningen från att ingå ett sådant avtal annat än under den löpande verksamheten, om ett offentligt bud har lagts eller det finns anledning att anta att ett *bona fide*<sup>193</sup>erbjudande är nära förestående, såvida ledningen inte har erhållit aktieägarnas godkännande på en bolagsstämma.<sup>194</sup> För den händelse *inducement feen är de minimis och övriga krav i regel 21.2 uppfyllts kan emellertid the Panel medge att ett sådant avtal ingås utan ett godkännande*. Kravet på de minimis uppfylls i dessa fall om inducement feen utgör mindre än en procent av de tillgångar målbolaget har för avsikt att avvara och mindre än en procent av målbolagets värde, kalkylerat med referens till budpriset.<sup>195</sup>

---

<sup>187</sup> Practice Statement No.4, s 2-3.

<sup>188</sup> The Code (2006), Rule 2.5. För svensk motsvarighet se redogörelse av SB:OU, p II.3 om pressmeddelande.

<sup>189</sup> The Code (2006), Rule 24.2. För svensk motsvarighet se redogörelse av 2 kap 3 § LUA samt SB:OU, p II.6 om erbjudandehandling.

<sup>190</sup> The Code (2006), Rule 26.

<sup>191</sup> The Code (2006), Rule 21.2.

<sup>192</sup> Återigen, ”White knight” innebär en av ledningen vald part som i större utsträckning tilltalar densamma än tredje part som hotar med uppköp.

<sup>193</sup> Bona fide översätts med god tro, äkta enligt Nationalencyklopedin, [http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/jsp/esse/web\\_translate.jsp?t\\_word=bona%20fide](http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/jsp/esse/web_translate.jsp?t_word=bona%20fide).

<sup>194</sup> Se den tydliga kopplingen till hur försvarsåtgärder regleras i svensk rätt, 5 kap 1 § LUA.

<sup>195</sup> Report (2003), s 14.

### 5.4.1.2 Inducement fees och övriga affärsskyddsverktyg

Även om regel 21.1 i första hand riktar sig mot användandet av inducement fees, är den tillika tillämplig vid andra affärsskyddsverktyg som till exempel "asset lock-ups" och "no-shop" avtal, genom att regeln uttryckligen föreskriver att densamma "...applies to any other favourable arrangements with an offeror or potential offeror which have a similar or comparable financial or economic effect, even if such arrangements do not actually involve any cash payment".<sup>196</sup> Nu berörda affärsskyddsverktyg är vidare, i likhet med vad som var fallet i USA, vanligen knutna till en så kallad "fiduciary-out" klausul.<sup>197</sup>

I anslutning till detta kan det vara av intresse att veta att the Panel i ett uttalande som kom föregående år tangerade problematiken med avtal som till exempel begränsar målbolagets möjligheter att vara i kontakt med en konkurrerande budgivare eller som påtvingar detsamma diverse sekretessåtaganden i kombination med ett inducement fee. Enligt the Panel gäller i dessa fall regel 21.2 med dess de minimis regel som vanligt, men bara under förutsättning att de utlösande faktorerna kopplats till ett icke genomförande av det offentliga uppköpserbjudandet. Avslutningsvis uttryckte the Panel i uttalandet även vikten av att inducement fees och andra liknande avtal återspeglar reglerna och principerna i the Code, och att parterna mot bakgrund av detta i avtalen skall inskriva en klausul med följande lydelse. "*Nothing in this agreement shall oblige (the offeree company) to pay any amount which the Panel determines would not be permitted by Rule 21.2 of the Takeover Code*".<sup>198</sup>

### 5.4.2 Fiduciary Duties

Med hänsyn till att jag i det tidigare avsnittet visat på att affärsskyddsverktyg i UK vanligen knyts till en "fiduciary-out"-klausul är det inte svårt att inse att det även enligt engelsk rätt åligger bolagets ledning en lojalitetsplikt. Denna tar sig uttryck i att en director beskrivs som en trustee, vars rättsliga ställning består i att denne agerar som agent åt dess huvudman. Lojalitetsplikten är vidare, tillika vad som gäller enligt amerikansk rätt, betydligt strängare än the duty of care, varmed förstås att bolagsledningen skall agera på en informerad basis, i god tro och med företagets bästa för ögonen.

Ur ställningen som trustee anses det alltså följa vissa "fiduciary duties", som delas upp i två huvudsakliga förpliktelser, "*the duty to act bona fide*" och "*the duty not to allow one's interest and responsibility to conflict*". Den första skyldigheten kan i korthet sägas innebära att en director inte får beakta andra intressen än bolagets. Bedömningen huruvida detta krav är

---

<sup>196</sup> The Code (2006), Rule 21.2.

<sup>197</sup> Horn (2001), s 140.

<sup>198</sup> Practice Statement No.15, s 1-2.

uppfyllt skall vara objektiv, varvid karaktären av det motstridiga intresse som tillgodosetts saknar betydelse.<sup>199</sup> Den andra skyldigheten avser ett förbud för director att försätta sig i en position där hans personliga intressen råkar i konflikt med bolagets eller att förskaffa sig någon form av dold vinst i sitt uppdrag. Lojalitetsplikten innebär slutligen att bolagsledningen skall agera som om bolaget skall fortsätta som a *going concern*.<sup>200</sup> Risk finns annars att ledningen, med tanke på att bolaget ändå skall säljas, inte i samma utsträckning ärar sina skyldigheter.

Den tidigare redogörelsen av break-up fees har visat på att det i många fall kan tänkas ligga andra intressen än bolagets och dess aktieägares till grund för en lednings beslut att ingå ett sådant avtal. Mot bakgrund av detta rådde det under en lång period i UK en osäkerhet gällande om en lednings ingående av ett inducement fee skulle kunna anses rättstridigt med stöd av att densamma inte verkat inom ramen för sina ”fiduciary duties”. I och med skapandet av regel 21.2 i the Code, får det emellertid hållas för troligt att så länge parterna uppfyller de minimis kravet och övriga punkter i regeln kommer ledningens agerande inte att träffas av lojalitetsplikten.<sup>201</sup>

### 5.4.3 Liquidated Damages och Financial Assistance

Utöver ”fiduciary duties” finns det i engelsk rätt två andra regler vars rättsliga tillämpning i samband med inducement fees ifrågasatts av vissa författare och ansetts möjliga av andra, och som av detta skäl förtjänar en egen, om än kortfattad, redogörelse.

Principen om ”*liquidated damages*” har i engelsk rätt ungefär samma utformning som dess motsvarighet i USA. Då det är vanligt att parterna till ett kontrakt väljer att själva reglera vad som skall ske för det fall någon av dem bryter mot avtalet, har domstolarna i UK sedan länge upprätthållit principen att för den händelse ett avsteg från vad som avtalats leder till utlösandet av en betalningsskyldighet, skall denna summa kompensera förlorande part, ”liquidated damages”, och inte verka som ett hot eller ett straff, ”a penalty”, som hänger över den potentiellt felande parten i syfte att framtvunga en prestation.<sup>202</sup> Genom att inducement fees tas in i förvärsavtalet blir de som antytts ovan även en avtalsrättslig förpliktelse och det går därmed, enligt vissa författare<sup>203</sup>, inte att utesluta att de således kan komma att träffas av denna princip. Detta även om sannolikheten är mindre i dagsläget med tanke på regel 21.2 i the Code.

Frågor som måste ställas i anslutning till detta är emellertid om det är lämpligt med ytterligare en bedömningsgrund med tanke på att det är just

---

<sup>199</sup> Dotevall (1989), s 269.

<sup>200</sup> Dotevall (1989), s 270.

<sup>201</sup> Horn (2001), s 140.

<sup>202</sup> Atiyah & Smith (2005), s 391.

<sup>203</sup> Se exempelvis Heath Price (2003), s 698-699 samt Horn (2001), s 140.

klarhet och förutsägbarhet som synes eftersträvas på området. Vidare om det ens finns ett intresse hos domstolen i UK att röra sig från det aktiebolagsrättsliga området mot det avtalsrättsliga, särskilt med hänsyn till att domstolen i John Growther Group PLC v. Carpets International PLC, slagit fast att "...any agreement consummated by directors that conflicts with the corporate law duty of good faith will be unenforceable as a matter of contract law".<sup>204</sup> Troligt är att regel 21.2 i the Code utesluter en tillämpning av principen om "liquidated damages", men i väntan på ett avgörande som mer explicit behandlar området får rättsläget anses oklart.

Den regel som orsakat störst huvudbry för praktiker gällande dess tillämplighet i samband med användandet av inducement fees är dock the Companies Act's<sup>205</sup> förbud mot "*Financial Assistance*" i section 151.<sup>206</sup> Ett av skälen till detta torde vara att det i regel 21.2 i the Code<sup>207</sup> uttryckligen föreskrivs att *the Panel* vid sin bedömning av inducement fees och därmed liknande avtal *endast kan ta the Code i beaktande* och att densamma således inte kan göra en utökad prövning av exempelvis section 151 i the Companies Act eller av annan relevant lag eller reglering.

Av section 151 är det i första hand den inledande punkten som är av intresse. Ur denna går det att utläsa att "where a person *is acquiring or is proposing to acquire* shares in a company, it is not lawful for the company or any of its subsidiaries to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of that acquisition before or at the same time as the acquisition takes place".

Punkt 2 i samma regel har en liknande utformning men syftar snarare till att olagliggöra "financial assistance" som sker efter det att bolaget förvärvat aktierna. Argumentationen<sup>208</sup> som kopplas till denna punkt utgår från att densamma kan bli tillämplig för det fall budgivaren redan före ingåendet av ett inducement fee äger en del av målbolaget. Då argumentationen om möjligt är än mer akademisk än nedan följande och i slutändan alltid synes leda till åsikten att dess tillämpning är tämligen långsökt lämnas den emellertid härmed därefter för att istället lägga fokus på den första punkten.

Med stöd av en vidsträckt bokstavstolkning kan det hävdas att punkt ett i section 151 förbjuder företag från att *indirekt hjälpa part som har planer på att förvärva aktier i bolaget, även om en sådan försäljning inte kommer till stånd*. För att förstå resonemanget bättre krävs dock en närmare studie av punktens tre viktiga fraser, "financial assistance", "for the purpose" och "proposing to acquire shares".

Att "*financial*" syftar till att hjälpen skall ha med ett penningvärde att göra är lätt att förstå, likaså att inducement fees kan anses "financial" med

---

<sup>204</sup> John Growther Group PLC v. Carpets International PLC samt Heath Price (2003), s 699.

<sup>205</sup> The Companies Act (1985).

<sup>206</sup> Kenyon-Slade (2004), s 632.

<sup>207</sup> The Code (2006), Rule 21.2, p 2 Statutory provisions.

<sup>208</sup> Se Heath Price (2003), s 689-690 för en mer utförlig argumentation.

hänsyn till att de skapar en skyldighet att betala en summa för det fall vissa reglerade händelser inträffar. Ordet ”assistance” är emellertid debatterbart. Å ena sidan kan ordet anses innefatta alla handlingar av ett företag som underlättar ett köp av detsamma, vilket inducement fees med dess duala roll som affärsskydds – och ersättningsverktyg uppfyller, samtidigt som det å andra sidan kan hävdas att då hjälpen inte erhålles förrän transaktionen faktiskt fallit igenom kan inducement fees inte anses innefattas. Även hjälp som lämnas indirekt kan dock vara olaglig enligt regeln, och ett argument kopplat till detta kan tänkas vara att inducement fees indirekt hjälper potentiella förvärvare mot bakgrund av att de minskar den totala ekonomiska kostnaden av transaktionen.<sup>209</sup>

Den andra frasen antyder att ”financial assistance” bara är olaglig för det fall den överlämnas ”for the purpose of the acquisition”. Argument mot att meningen ”for the purpose” är för handen kan vara att inducement fees inte syftar till att finansiellt underlätta budgivarens förvärv av målbolaget, utan snarare till att få denne att känna sig säker gällande målbolagets intentioner. Till detta kommer återigen att betalningsskyldigheten trots allt bara uppstår för det fall det offentliga uppköpserbudandet inte genomförs, och att den således med svårhet kan anses vara en dold metod för finansiering av förvärvet. Mot detta kan emellertid anföras ett fall från 2003, *Chaston v. SWP Group plc*, vari ett målbolag hade betalat en del av ett favoriserat budgivarbolags due diligence kostnader. Trots svarandens argumentation om att summan bara representerade ett bevis på målbolagets intentioner, uttalade domstolen att svaranden de facto brutit mot förbudet då ”as a matter of commercial reality, the fees in question smoothed the path to the acquisition of shares”. För den händelsen även inducement fees kan anses ha denna effekt föreligger således en risk att dessa faller in under frasen.<sup>210</sup>

Den tredje och avslutande frasen, ”proposing to acquire shares”, får anses vara den mest kontroversiella i sammanhanget. För det fall ett målbolag ingår avtal om att detsamma skall låna budgivaren pengar till förvärvet, anses ”financial assistance” uppstå vid tidpunkten för avtalsingåendet och inte när aktierna de facto köps. På samma sätt kan inducement fees anses utgöra ”financial assistance” från tidpunkten då förvärvsavtalet blir juridiskt bindande mellan parterna. Den olösta kärnfrågan i sammanhanget är dock om det ändå inte är så att oavsett tidpunkt då ”financial assistance” kan tänkas uppstå, det i slutändan krävs genomförandet av ett förvärv för att aktualisera section 151. Vilket i sig innebär att inducement fees av naturliga skäl hamnar utanför. Motivet bakom skapandet av regeln, att förhindra att bolag köps upp med hjälp av dess egna tillgångar, talar ytterligare i denna riktning.<sup>211</sup>

Även om nyss nämnda fraser skulle kunna anses uppfylla innehåller vidare section 152 två andra faktorer av vikt i sammanhanget. Parterna måste till att börja med undvika att ett inducement fee uppfattas som en ”cost

---

<sup>209</sup> Heath Price (2003), s 683-684.

<sup>210</sup> *Chaston v. SWP Group plc*. samt Heath Price (2003), s 685.

<sup>211</sup> Heath Price (2003), s 686-692.

indemnity”, det vill säga som ett verktyg för att *fullt ut ersätta* den initiala budgivaren, då ”cost indemnities” enligt domstolarna i UK ger en prima facie indikation om dess olaglighet som ”financial assistance”. Detta kan möjligen göras genom att parterna visar på att ingåendet av feen endast var ett sätt att förmå dessa att gå vidare med budet. Lyckas parterna med detta är det därefter upp till dessa att visa på att storleken på feen inte minskar målbolagets nettotillgångar ”to a material extent”. Det är nämligen först om denna sista faktor är för handen som agerandet kan anses utgöra olaglig ”financial assistance”. En naturlig fråga i samband med detta är dock om inte en överträdelse av ”material” också skulle innebära en överträdelse av de minimis regeln i 21.2 i the Code. Följden blir för det fallet att parterna, så länge de håller sig inom en procent gränsen, varken riskerar att aktualisera regel 21.2 eller förbudet mot ”financial assistance”.<sup>212</sup> Tillika vad som gällde vid ”liquidated damages” får rättsläget emellertid anses oklart. Som antytts ovan är dock diskussionen synnerligen akademisk, och antagligen kan praktikerna i UK förlita sig till att de, så länge de håller sig inom ramarna för vad som föreskrivs i the Code, kan ingå inducement fees utan risk för ytterligare rättsliga konsekvenser.

## 5.5 Sverige

### 5.5.1 Allmänt

Det är nu hög tid att vända blicken mot den svenska rättsarenan och de regler som där kan tänkas aktualiseras vid ett användande av break-up fees. Ovan har visats på att institutet är ett relativt nytt fenomen och det finns mot bakgrund av detta i skrivande stund inte några rättsfall att hämta vägledning från, egentlig litteratur att läsa eller uttalanden från AMN att studera. Den följande framställningen kommer med hänsyn till detta att vara en diskussion gällande de regelverk som enligt min mening kan tänkas relevanta, med en naturlig reservation för att redogörelsen inte gör anspråk på att vara uttömmande samt att regelverk stundom behandlas enbart i syfte att kunna utesluta dess tillämpning.

Då det vidare är min fulla övertygelse att det är lättare att ta till sig en framställning om det finns exempel att utgå ifrån, kommer härmed nedan att visas på två fall i samband med offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden vari parterna valt att använda sig av break-up fees.

*Powerwave Technologies* och *LGP Allgons* avsikt att genomföra ett strategiskt samgående via ett av Powerwave rekommenderat offentligt erbjudande till aktieägarna i LGP, offentliggjordes genom ett pressmeddelande daterat den 1 december 2003.<sup>213</sup> Ur samma meddelande

---

<sup>212</sup> Kenyon-Slade (2004), s 632.

<sup>213</sup> Av intresse kan vara att Powerwave, vid tidpunkten för pressmeddelandet, var ett företag med säte i Delaware, USA, noterat på Nasdaq National Market, leverantör av effektförstärkare med hög prestanda till mobila nät, medan LGP var noterat på

gick det under rubriken allmänt att utläsa att parterna ingått ett *ömsesidigt* break-up fee under följande lydelse;

”I enlighet med ett avtal mellan LGP och Powerwave daterat den 30 november 2003 har parterna...överenskommit att varken vidta någon åtgärd, direkt eller indirekt, som har till syfte att på något sätt negativt påverka möjligheten att framgångsrikt fullgöra sammanslagningen, eller att från någon annan söka eller ta initiativ till förslag eller erbjudanden avseende företagsförvärv eller sammanslagning där någon av parterna deltar. I händelse av brott mot avtalet skall den avtalsbrytande parten ersätta den andra partens kostnader med ett belopp om 4 miljoner dollar. Avtalet kommer att offentliggöras i sin helhet i prospektet”.

Det andra belysande exemplet är hämtat från ett pressmeddelande daterat den 21 augusti 2006, vari *LogicaCMG plc* offentliggjorde sitt rekommenderade bud på *WM-data AB*<sup>214</sup> samt i del II under rubriken ”Arrangements with WM-data” upplyste om nedanstående;

”LogicaCMG and WM-data have entered into an agreement in respect of the payment of certain costs in connection with the Offer. The agreement provides that WM-data will be liable to reimburse LogicaCMG for costs incurred in connection with the Offer up to a maximum limit of £2.9 million if WM-data recommends a competing bid to the Offer for WM-data which is successful. If in such circumstances the competing third party bid is unsuccessful, and the Offer nonetheless lapses as a direct result of such competing offer, WM-data shall be obliged to reimburse LogicaCMG for up to 50 per cent of the cost incurred in connection with the Offer up to a maximum limit of £2.0 million. The agreement further provides that if LogicaCMG withdraws the Offer or the Offer lapses as a result of one or more conditions to the Offer not being fulfilled or waived, LogicaCMG will pay WM-data a fee of £500,000”.

## 5.5.2 Letter of Intent

I tidigare redogjorda avsnitt och i exemplen ovan har det antytts att parterna, vid ingåendet av break-up fees, inskriver detta i ett avtal som föregår förvärvet. Detta avtal torde vanligen bestå i ett såkallat *Letter of intent*, eller på svenska närmast avsiktsförklaring. Varmed förstås ett avtal som typiskt sett har en oklar status och som vanligen syftar till att skapa en initial

---

Stockholmsbörsen och leverantör av lösningar inom utrustning för radiobaserad mobil infrastruktur. Vidare att förvärvet genomfördes till fullo den 3 maj 2004, se <http://www.powerwave.com/pr-2004-05-03.asp>.

<sup>214</sup> Vid tidpunkten för pressmeddelandet var LogicaCMG noterat på både the London Stock Exchange och Euronext (Amsterdam), och aktiv inom IT-sektorn, WM-data, tillika aktiv inom sektorn, var noterat på Stockholmsbörsen. Senast tillgänglig information, a` dags datum, gällande förvärvet kom den 31 oktober 2006, vari det offentliggjordes att LogicaCMG erhållit mer än 95 procent av aktierna och konvertiblerna i WM-data, och att detsamma därmed hade för avsikt att tvångsinlösa resterande innehav, se 22 kap 1 § ABL samt <http://www.logicacmg.com/announce/Information%20on%20compulsory%20redemption%2031%20Oct%202006.pdf>.

trygghet i affärsrelationen genom att dokumentera de principer och avtalspunkter parterna fram till denna punkt kommit överens om, inklusive parternas intention att genomföra en förhandling med gott uppsåt, med avsikt att nå fram till bindande avtal om en affär.<sup>215</sup>

Frågan huruvida ett Letter of intent skall anses bindande eller ej måste avgöras genom en tolkning av dess innehåll, att märka är dock att så inte anses vara fallet i dess renodlade form.<sup>216</sup> För att komma ur denna osäkerhet är det därför av största vikt att parterna i avsiktsförklaringen noga anger vilka delar som är avsedda att vara icke-bindande och vilka som skall äga kraft även efter det att avsiktsförklaringen i sig upphört att gälla.

Punkter som normalt intas i den *icke-bindande delen* är en beskrivning av objektet, en preliminär prisöverenskommelse, centrala frågor som part redan vid denna tidpunkt önskar villkora köpet av samt övriga delar av transaktionen som parterna vill reglera, exempelvis garantier och nyckelpersoner. Vidare brukar avsiktsförklaringen i denna del även fastställa ramarna för en eventuell due diligence.

Då detta avtal vanligen föregår en due diligence, men efterkommer ett sekretessavtal, är det, i den mån parterna inte redan är bundna av det senare avtalet, vanligt att ett särskilt sekretessåtagande införs i den *bindande delen*. Tillika är det brukligt att häri införa en lagvalsklausul, så att parterna vet med sig vilken rättsordning som blir tillämplig för det fall en konflikt kopplad till nu anförda bindande del uppstår alternativt frågor gällande avsiktsförklaringens tolkning framkommer. Av naturliga skäl är det också *i denna senare bindande del som klausuler gällande exklusivitet normalt intas*, varmed förstås affärsskyddsverktyg som ”no-shop” avtal och break-up fees.<sup>217</sup>

Nyss anförda resonemang visar på vikten av att både målbolag och budgivarbolag vid ingåendet av ett break-up fee med stöd av ett Letter of intent i klaggörande ordalag tydliggör vilken status den del vari detsamma ingår är avsedd att ha, så att inte part låter sig förledas av det icke bindande intryck som avtalets rubrik förmedlar alternativt att part lockas att tro att motsatt part är bunden, trots att så inte är fallet. Att märka är vidare att det som avtalats, till följd av det börsrättsliga regelverket, måste införas i pressmeddelandet och i den därefter följande erbjudandehandlingen.<sup>218</sup>

### 5.5.2.1 Generalklausulen i 36 § AvtL

Med hänsyn till att ett break-up fee således tas in i ett avtal, kan det återigen konstateras att det tillika blir en avtalsrättslig förpliktelse, och att det därmed, för svenskt vidkommande, inte går att utesluta en tillämpning av 36

---

<sup>215</sup> Orrbeck (2006), s 72.

<sup>216</sup> Svernlöv (2004) del 1, s 29.

<sup>217</sup> Svernlöv (2004) del 1, s 30-31.

<sup>218</sup> Se SB:OU, II.3 om pressmeddelanden samt 2 kap 3 § LUA och SB:OU, p II.6 om erbjudandehandling.



§ AvtL. Paragrafen föreskriver i korthet att domstol medges möjlighet att *jämka avtalsvillkor* alternativt lämna dessa utan avseende för det fall villkoret är *oskäligt* med hänsyn till avtalets innehåll, omständigheterna vid avtalets tillkomst, senare inträffade förhållanden eller omständigheterna i övrigt. Vid en prövning i enlighet med nyss anförda skall särskilt beaktas behovet av skydd för konsumenter eller annan normalt underlägsen kontrahent.

Part bör följaktligen mot bakgrund av vad som nyss anförts gällande befintligheten av generalklausulen i avtalslagen, vara medveten om att för det fall ett break-up fee sätts till en, i lagtextens mening, *oskäligt hög summa*, risk finns att detsamma kan komma att nedsättas av domstol alternativt lämnas utan avseende. Det skall i anslutning till detta sägas att domstolen synes ha valt ett *restriktivt* förhållningssätt till användandet av paragrafen, ett faktum som emellertid inte fråntar vikten av dess potentiella tillämplighet.<sup>219</sup>

När en domstol skall göra en oskälighetsbedömning av viten, varmed break-up fees kan likställas, skall hänsyn tas till påföljande punkter. Dess belopp i relation till överträdelsens karaktär och den ekonomiska förlusten – att den berättigades förlust klart understiger den avtalade summan talar starkt för jämkning- det intresse som den berättigade i övrigt kan ha haft av att den sanktionerade handlingen företas eller underlåts samt omständigheterna vid avtalets tillkomst. Vidare, ändrade förhållanden som kan ha medfört att ett avtalat belopp framstår som oskäligt samt om part kan anses ha utnyttjat en överlägsen ställning vid ingåendet. Avslutningsvis huruvida sanktionen har som huvudsakliga syfte att fungera som påtryckningsmedel eller om syftet främst är att garantera den berättigade ersättning för eventuell förlust, varav det senare av naturliga skäl betraktas med mer blida ögon av domstolen.<sup>220</sup>

Då det inte finns några vägledande avgöranden gällande vad som kan anses utgöra ett skäligt break-up fee, och då det inte ur domstols bedömningspunkter ovan med lätthet går att sluta sig till vad som gäller mer exakt, får parterna vid ingåendet försöka göra en så rimlig uppskattning som möjligt av de kostnader som kan tänkas vara för handen för det fall det offentliga uppköpserbudandet inte genomförs, och söka i mesta möjliga mån undvika att överkompensera den berättigade, i syfte att försöka förhindra att part i efterhand, med avsikt att undkomma betalningsskyldigheten, åberopar och vinner framgång med 36 § AvtL.

### 5.5.3 Lojalitetsplikt

Av intresse i samband med break-up fees på den svenska aktiemarknaden är vidare att det tillika enligt svensk rätt åligger bolagets ledning en lojalitetsplikt, vilken emellertid, i förhållande till dess motsvarighet i ovan

---

<sup>219</sup> Adlercreutz (2002), s 299.

<sup>220</sup> Prop. 1975/76:81, s 141-142.

redogjorda rättsordningar, får anses ytterst oklar i det att det saknas en allmän juridisk lära i aktiebolagsrätten som ger uttryck för densamma.<sup>221</sup> Av hävd synes emellertid plikten anses härröra från reglerna om sysslomannaskap, då ledningen har ett uppdrag att handla för annans räkning. Ytterst viktigt i ett sysslomannaförhållande är för det första att huvudmannen har förtroende för uppdragstagaren med hänsyn till att uppdraget bygger på en långtgående överföring av representationsrätt. Vidare är det av vikt att uppdragstagaren uteslutande agerar i huvudmannens intresse och att all tillkommande vinst överlämnas till densamma. Likheten skall dock inte överdrivas. Ledningen intar nämligen en friare ställning än sysslomannen i den mening att densamma bedriver en verksamhet och därmed ständigt måste fatta beslut och ta risker vilket får till följd att det saknas möjlighet att vända sig till huvudmannen vid varje osäkerhet. Kontentan får således bli att ansvaret inte kan vara lika ingående, men att ledningen trots det intar en *sysslomannalik ställning*, varur det kan härledas en *allmän vård- eller lojalitetsplikt med en tillhörande skyldighet för ledningen att inte utnyttja sin ställning i bolaget till nackdel för detsamma*.<sup>222</sup>

Mer konkret kan lojalitetsplikten sägas kunna utläsas ur framförallt jävsreglerna för styrelseledamot respektive verkställande direktör i 8 kap 23 § ABL samt 8 kap 34 § samma lag. Paragraferna föreskriver att nyss nämnda parter inte får handlägga fråga som rör avtal mellan dessa och bolaget, mellan bolaget och tredje man eller mellan bolaget och annan juridisk person, om *parterna har ett väsentligt intresse i saken som kan vara stridande mot bolagets*. Vidare kan likabehandlingsprincipen i 8 kap 41 § ABL, vari föreskrivs att ledningen *inte får företa en handling som är ägnad att ge otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare*, anses ge uttryck för en form av lojalitetsplikt.<sup>223</sup>

Inte nog med att lojalitetsplikten i svensk rätt kan anses synnerligen oklar, det synes även råda tvistiga meningar om gentemot vem densamma skall iaktas. Avses med bolaget uteslutande aktieägarna eller skall även andra intressenter (stakeholders) beaktas? Bergström och Samuelsson förefaller vara av ståndpunkten att det för att lojalitetsplikten skall vara meningsfull denna måste vara knuten till en *exklusiv huvudman*. Med hänsyn till att det är *aktieägarna* som utser styrelsen och som står all risk borde dessa därmed

---

<sup>221</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 110.

<sup>222</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 110-11, Dotevall (1999), s 128-129 samt Sandström (2005), s 248-249. Se även Svensk kod för bolagsstyrning, s 26 på <http://bolagsstyrning.se/files/docs/svensk-kod-for-bolagsstyrning.pdf>. Att en lojalitetsplikt föreligger torde vara extra viktigt i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Skälet till detta är att aktieägarna under den löpande verksamheten kan utnyttja sin rösträtt i syfte att ersätta ledningen eller visa sitt missnöje genom att sälja aktierna och därmed med hot om straff enligt nu anförda skapa incitament för ledningen att agera i dessas intresse, ett incitament som emellertid ej längre kvarstår när ledningen fått vetskap om att relationen ändock kommer att avslutas som följd av förvärvet. Se Principal agentteorin.

<sup>223</sup> Dotevall (1999), s 129-132. Jämför med den börsrättsliga likhetsprincipen i avsnitt 4.1.2.10.

vara de som har rätt att avgöra varåt lojaliteten skall riktas, särskilt då andra stakeholders kan säkerställa sina intressen via kontrakt.<sup>224</sup> Sandström å sin sida förespråkar emellertid att det ur skadeståndsreglerna i 29 kap ABL går att utläsa att ledningen har en begränsad plikt att värna om både *aktieägare och tredje mans intresse*, varför lojalitetsplikten torde utvidgas till att även omfatta andra stakeholders.<sup>225</sup> Dotevall för avslutningsvis ett resonemang om att för det fall bolagets intresse är lika med alla aktieägares så blir *lojalitetsplikten meningslös om alla dessa är överens*, varför författaren synes inta samma ståndpunkt som Sandström.<sup>226</sup>

För en ledning i färd med att ingå ett break-up fee med ett budgivarbolag är av naturliga skäl ovan anförda resonemang synnerligen förvirrande. I syfte att konkretisera ledningens lojalitetsplikt i explicita fall synes emellertid den amerikanska rätten, trots skillnader i teoretiska utgångspunkter, kunna tjäna som förebild<sup>227</sup>, varför, för det fall Bergström och Samuelssons åsikt om att plikten riktas mot aktieägarna iakttas, följande resonemang kan föras.

Till en början torde det kunna *förutsättas* att en ledning, vid ett ingående av ett break-up fee, gör detta i en *uppriktig och god tro* om att den vidtagna handlingen är i företagens och dess aktieägares bästa intresse samt att noggranna övervägningar gjorts i anslutning till detta. För ett genombrott av presumptionen och följaktligen ett brott mot lojalitetsplikten, skulle det därmed krävas att ledningens agerande kan klassificeras som *grovt oaktsamt*. Ett exempel på ett sådant beteende skulle kunna tänkas vara att ledningen, utan att försöka förhandla ner eller vidare reflektera över syftet med ingåendet eller vilka konsekvenser det kan tänkas få, ingår detsamma enbart för att det ligger i budgivarbolagets intresse.

Det har ovan visats på att en bedömning enligt nu anförda, som utgår från en studie av det sätt varpå en ledning agerat innan beslutet, passar bäst i ”merger of equals” sammanhang, då det inte är ett strävande efter att söka maximera det kortsiktiga nutida försäljningsvärdet som är i fokus utan att ledningen agerat på en informerad basis och med de bästa intentioner.

Fall då det däremot kan tänkas emanera en överskuggande skyldighet att maximera aktiepriset ur lojalitetsplikten torde emellertid vara då ledningen ingår ett break-up fee i samband med att bolaget vidtar en transaktion som kommer att innebära ”a change in corporate control” eller ”a break-up of the corporate entity”. En relevant fråga i anslutning till detta är således *hurvida ledningens ingående kan anses otillbörligt utesluta ytterligare budgivare genom att förhindra ett auktionsförfarande till nackdel för aktieägarna. För det första* kan så vara för handen för det fall ledningen sätter break-up feen till en för *hög summa*, då tredje part måste kalkylera med att detsamma kommer att betunga den nya företagskombinationen. Ovan har visats på svårigheterna att bedöma vad som avses med nu anförda, men återigen kan

---

<sup>224</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s 111-112.

<sup>225</sup> Sandström (2005), s 249.

<sup>226</sup> Dotevall (2001), s 113.

<sup>227</sup> Dotevall (1999), s 129.

sägas att parterna skall sträva efter att ersätta motpart för faktiska kostnader och undvika att syfta till att överkompensera den berättigade eller straffa den felande. För det andra får den utlösande faktorn anses vara av vikt. För den händelse parterna väljer att koppla utlösandet av ett break-up fee redan till det fall målbolaget för kontakter med tredje part, torde detta anses stridande mot lojalitetsplikten då det, som antytts tidigare, finns en uppenbar risk för att tredje part utestängs mot bakgrund av att denne exempelvis kan tänkas ha betänkligheter mot att ”köpa grisen i säcken”. Med ett genomförande av en due diligence skulle som en följd av den utlösande faktorn nämligen efterkomma en avskräckande betalningsskyldighet. Att däremot koppla utlösandet av en betalningsskyldighet till att tredje part lägger ett högre konkurrerande bud som accepteras torde emellertid anses förenligt med ledningens skyldigheter, då det, som ovan beskrivits, inte är vare sig det faktum att tredje part lägger ett bud, eller det faktum att denne förhandlar med målbolaget som utlöser betalningsskyldigheten, utan först själva accepten, vilket gör att tredje part med svårighet kan anses utestängd. Slutligen kan tidpunkten under förvärvet vid vilken målbolaget blir bundet av break-up feen tänkas påverka ett uteslutande av tredje part, med hänsyn till att det är eftersträvansvärt att målbolaget ”kollar av marknaden efter ytterligare lämpliga potentiella budgivare” innan ingåendet. Premissen torde vara att ju tidigare så sker, desto större är sannolikheten och följaktligen desto större är risken att ett brott mot lojalitetsplikten kan anses föreligga.

Sandström och Dotevalls ståndpunkt tar på intet sätt udden av nu anförda resonemang med hänsyn till att även de anser att lojalitetsplikten riktas mot aktieägarna, men innebär ändå rent konkret att även andra stakeholders intressen kan komma att beaktas. Troligt är att detta får störst betydelse i ovan anförda så kallade ”Revlon-fall” och att det kan tänkas få till följd att för den händelse en ledning kan visa på att det trots att ett ingående av ett break-up fee inte var i aktieägarnas bästa intresse, ett brott mot lojalitetsplikten ändå inte kan anses vara för handen, då det exempelvis kan visas på att budgivaren varmed vitet ingicks kan garantera bolagets anställda en långsiktig trygghet vilket i ett längre perspektiv kommer bolaget till del. Rättsläget får emellertid även i denna del anses oklart, och en ledning får således, vid ett ingående, eftersträva att alltid reflektera över vilka intressen som kan tänkas påverkas och därmed söka legitimera detsamma genom att göra noggranna övervägningar.

### **5.5.3.1 Fråntagande av aktieägares rösträtt**

Ledningens lojalitetsplikt kan vidare härledas ur en av SB:OU:s övergripande principer som föreskriver att ”*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*”.<sup>228</sup> För det fall en lednings ingående av ett break-up fee kan anses ”omintetgöra aktieägarnas röst” genom att ledningens agerande pressar dessa till att acceptera ett offentligt erbjudande mot bakgrund av att

---

<sup>228</sup> Se inledningen till SB:OU.

ett motsatt handlande uppfattas som för kostsamt, innebär detta således ett brott mot både lojalitetsplikten såsom den beskrivits ovan och nu anförda princip i SB:OU.

Återigen är faktorn som utlöser en betalningsskyldighet av stor vikt. Förbinds denna redan till aktieägarnas icke accept, i frånvaro av ett konkurrerande bud, föreligger risk att det kan uppfattas som att lednings agerande syftar till att frånta aktieägarna deras möjlighet att ta ställning till budet. Anledningen är att aktieägarna i detta fall är medvetna om att en ”icke accept” innebär att ett offentligt uppköp inte genomförs och att bolaget som en följd kommer att kvarstå såsom tidigare, men nu belastat med en stor kostnad. Ett händelseförlopp som av naturliga skäl kan verka avskräckande.

Att ledningen kopplar betalningsskyldigheten till en ”icke accept” av aktieägarna som en följd av en accept av ett högre konkurrerande bud från tredje part torde däremot inte vara stridande mot nu anförda regler. Skälet till detta är att det i dessa fall inte finns en rädsla hos aktieägarna att en ”icke accept” leder till en betalningsskyldighet, då denna indirekt kommer att övertas av tredje part.

Vidare torde, som antytts tidigare, ömsesidiga break up fees inte aktualisera nu behandlade lojalitetsplikt och princip om aktieägares rätt att rösta, med hänsyn till att båda sidors aktieägare kan sägas tjäna på en sådan konstruktion. En lednings ingående av ett ömsesidigt break-up fee kan således, ånyo, mot bakgrund av att break-up feen är dubbel i sin roll som ersättnings – och skyddsverktyg, svårligen angripas på punkten att detsamma ingåtts med enda syftet att omintetgöra aktieägarnas röst.

En bolagsledning i begrepp att ingå ett break-up fee med ett budgivarbolag borde således, om hänsyn tas till nu anförda resonemang, och om densamma eftersträvar att i mesta möjliga mån undvika att nu behandlade plikt och princip kan komma att aktualiseras, ingå ett ömsesidigt break-up fee med en tillhörande utlösande faktor som kopplas till en accept av tredje parts bud. Att märka är vidare att en bedömning enligt nu redogjorda kan tänkas få störst betydelse i ”merger of equals” sammanhang, då maximering av aktiepriset får anses vara av överordnad betydelse i såkallade ”Revlon-fall”, men att det naturligtvis inte går att utesluta dess betydelse även i dessa senare fall.

#### **5.5.4 Låneförbudet**

Efter att ha läst om section 151 i the Companies Act's potentiella tillämplighet i samband med break-up fees på den engelska aktiemarknaden är det närliggande att reflektera över huruvida dess motsvarighet i svensk rätt, det såkallade *förvärvslåneförbudet*, kan komma att aktualiseras för svenskt vidkommande. Förbudet, som går att utläsas ur 21 kap 5 § ABL, föreskriver att ett aktiebolag inte får ge *förskott, lämna lån* eller ställa

säkerhet för lån om syftet är att gäldenären eller honom närstående *skall förvärva aktier i bolaget* eller överordnat bolag inom koncernen. Paragrafen sanktioneras genom 30 kap 1 § samma lag, vari sägs att den som uppsåtligen eller av grov oaktsamhet medverkar till en överträdelse av nu nämnda bestämmelse kan dömas till böter eller fängelse i högst ett år.<sup>229</sup> Det går naturligtvis, med stöd av en mycket vidsträckt bokstavstolkning, att hävda att break-up fees kan liknas vid åtminstone ett förskott i paragrafens mening, då syftet när en ledning och ett budgivarbolag ingår detsamma faktiskt är att det senare skall förvärva målbolaget och att paragrafen därmed kan tänkas var tillämplig. Att påstå nu anförda torde emellertid vara att gå för långt. Till en början är *ordalydelsen* i nu redogjorda paragraf *klarare* än dess engelska motsvarighet, men viktigast är ändock, vilket läsaren nu är fullt införstådd i, att kärnan i ett break-up fees konstruktion är just att detsamma skall utlösas först för det fall ett offentligt uppköpserbjudande *inte genomförs*. Enligt propositionen<sup>230</sup> som föregick lagstadgandet syftar förvärvslåneförbudet till att förhindra att ett förvärv av ett aktiebolag finansieras med hjälp av dess egna medel. Ett sådant förfarande skulle nämligen innebära att tillgångar frånhänds bolaget och tillförs de tidigare aktieägarna samtidigt som bolaget får en *fordran på den nya aktieägaren*. Från borgenärernas synpunkt är riskerna med ett sådant förfarande i praktiken desamma som om aktieägarna direkt lånar från bolaget. Det är mot bakgrund av detta således tydligt att det, för att ett överlämnande av en summa skall anses utgöra ett lån eller ett förskott i lagens mening, det krävs att ett förvärv faktiskt genomförs så att mottagaren av densamma intar rollen av ny aktieägare varpå bolaget har en fordran. Att därmed tolka in att en lednings ingående av ett break-up fee skulle kunna aktualisera förvärvslåneförbudet och tillhörande sanktioner skulle enligt min mening vara direkt stridande mot stadgandets intention och det sätt varpå det har kommit att tillämpas.

### 5.5.5 Försvarsåtgärd

Om syftet med en lednings ingående av ett break-up fee på den svenska aktiemarknaden, inte är att detsamma skall användas som ett affärsskyddsverktyg, utan snarare för att motverka ett fientligt bud, träder som tidigare redogjorts för, förbudet i 5 kap 1 § LUA ikraft. En tillämpning av lagrummet innebär i detta fall att en ledning, efter att densamma fått *grundad anledning att anta att ett erbjudande från tredje part är nära förestående*, eller om *tredje part faktiskt lämnat ett offentligt bud*, bara får ingå ett break-up fee med ett bolag som i större utsträckning tilltalar densamma, i avsikt att försämra förutsättningarna för tredje parts lämnande eller genomförande av sitt bud, om ett godkännande erhållits från bolagsstämman.

---

<sup>229</sup> Sandström (2005), s 317-318.

<sup>230</sup> Prop. 2004/05:85, s 432.

För en ledning som önskar kringgå nu anförda lagrum finns det, med hänsyn till att skyldigheten som tidigast inträder vid den tidpunkt då ledningen "...har en grundad anledning att anta..."<sup>231</sup>, naturligtvis en möjlighet att i preventivt syfte, det vill säga innan en grund för antagande föreligger, ingå ett avtal med en "White knight" varur det går att utläsa att *för det fall* tredje part lämnar ett offentligt bud på bolaget detta kommer att utlösa ett break-up fee tillkommande den av bolaget utvalda medkontrahenten. Det en ledning kan tänkas uppnå med ett sådant avtal är att densamma, utan att aktualisera 5 kap 1 § LUA, kan lyckas avskräcka tredje part från att lägga ett bud på bolaget med hänsyn till att kostnaden för bolaget kan förväntas bli större då budet i sig kommer att utlösa en betalningsskyldighet.

Ett agerande enligt nu beskrivna är dock ackompanjerat med en icke försumbar risk. För den händelse tredje part inte avskräcks av det av ledningen ingångna avtalet utan lägger ett bud med påföljande betalningsskyldighet, kan nämligen själva *verkställandet* komma att innebära ett brott mot nu behandlade paragraf i LUA, då den ökade kostnaden som kommer att belasta tredje part nu kan tänkas ses som en åtgärd vidtagen i syfte att försämra förutsättningarna för budet. Fi medges därmed rätt att ålägga ledningen att avbryta försvarsåtgärden i förening med ett vite<sup>232</sup>, varmed i detta fall förstås att förhindra ett utlösande av betalningsskyldigheten genom att företrädesvis bryta avtalet med ledningens "White knight". Att göra så kan emellertid innebära ett avtalsbrott med en efterföljande skadeståndsskyldighet. Ledningens val i detta fall kan således komma att bli "mellan pest och kolera", varför ett nu behandlat handlande inte är att rekommendera.

Noterbart är vidare att det faktum att break-up feen utgör ett försvarsverktyg istället för ett affärsskyddsverktyg inte fråntar lojalitetsplikten, 36 § AvtL, likhetsprincipen eller andra ovan anförda regelverk och principer deras potentiella tillämplighet.

## 5.5.6 Affärsskyddsverktyg

Åter tillbaka i ett "vänligt klimat" kan det påpekas att det även på den svenska aktiemarknaden kan finnas en önskan hos parterna att kombinera såkallade "stock options", "asset lock-ups", "no-shops" och "no-talks" med en "*fiduciary out*". Klausulen torde vanligen utformas så att den medger rätt för bolagets ledning att återropa densamma och därmed undkomma skyldigheter kopplade till nu nämnda affärsskyddsverktyg, för det fall dessa kan tänkas aktualisera ett *brott mot* ovan behandlade *lojalitetsplikt* med en tillhörande *ogiltighetstalan och eventuellt skadestånd*.<sup>233</sup> Ett undslippande är emellertid sällan gratis och troligtvis kommer nu nämnda klausul att förbindas till utlösandet av ett break-up fee. Att på detta sätt göra ett återopande av en "fiduciary out"-klausul till den utlösande faktorn bör

<sup>231</sup> Prop. 2005/06:140, s 109.

<sup>232</sup> 7 kap 6 § LUA.

<sup>233</sup> 8 kap 42 § ABL och 29 kap ABL.

sannolikt inte möta några hinder i regelverket som kringgärdar offentliga uppköpserbjudanden. En intressant konsekvens är dock, då ovan behandlade regler och principer som kan tänkas bli tillämpliga i samband med break-up fees även i detta fall kan aktualiseras, att det de facto kan bli så att en ledning som åberopar klausulen för att undslippa ett ansvar kopplat till ett brott mot lojalitetsplikten, ändå kan komma att träffas av principen, men denna gång som en följd av dess ingående och verkställande av ett break-up fee. Att notera i anslutning till detta är emellertid att nu anförda diskussion, precis som tidigare, är just en diskussion, och att det naturligtvis kommer att bli olika resultat från fall till fall beroende på hur transaktionen ser ut och hur parterna har agerat.

Så långt vad som gäller ”fiduciary-out”-klausuler. En ledning bör emellertid, vid ett ingående av nu behandlade affärsskyddsverktyg, break-up fees undantaget, vara medveten om nu följande regler och principer som kan tänkas bli tillämpliga i samband med ingåendet och verkställandet, lojalitetsplikten medräknad. Redogörelsen för dessa nedan kommer att vara översiktlig, men kan ändå i dess korthet tänkas bli intressant för en läsare.

Ett ”no-shop”-avtal torde generellt anses godtagbart på den svenska aktiemarknaden, med stöd av att ledningen bara begränsas vad gäller att ”shoppa” runt efter andra potentiella budgivare. Tredje part har således, så länge det är densamma som tar initiativ till kontakt med ledningen, samma möjligheter att exempelvis genomföra en due diligence. Mot bakgrund av att det vidare finns regler om offentliggörande kommer ändå tredje part, trots att ledningen inte tar kontakt, i stor utsträckning uppmärksammas på möjligheten att förvärva bolaget. Dess karakteristik gör det därmed besvärligt att angripa med stöd av lojalitetsplikten, då det är svårt att exempelvis hävda att avtalet avskräcker tredje part och att detsamma således är till nackdel för bolaget. Varning utfärdas dock för att kombinera avtalet med andra affärsskyddsverktyg då detta kan få till följd att detsamma uppfattas som alltför inskränkande.

”No-talk”-avtal borde däremot, för det fall ledningen är riskobenägen, undvikas då dessa får anses vila på en tunnare juridisk grund. Avtalsingåendet riskerar att bedömas som ett brott mot lojalitetsprincipen mot bakgrund av att det bland annat verkar avskräckande mot tredje part, då denne, med hänsyn till att avtalet förbjuder all kontakt med ledningen, bara kvarlämnas en möjlighet att genomföra ett fientligt bud, vilket i förlängningen kan hävdas vara till nackdel för aktieägarna med stöd av principen om att ledningen har en skyldighet att maximera aktiepriset. Mot ett sådant avtalsinnehåll skulle det vidare möjligen kunna hävdas att SB:OU, p II.15, innefattar en skyldighet att låta tredje part få del av samma information, det vill säga att i praktiken få genomföra en företagsundersökning, som målbolagets medkontrahent utfått vid utförandet av en due diligence, om förutsättningarna i övrigt är likartade och det inte föreligger exempelvis en konkurrenssituation eller risk för spridande av företagshemligheter.



Då ”*stock option*” syftar till ett genomförande av en riktad emission i händelse av ett inkräktande av tredje part kan det till en början påpekas att initialläget vid nyemissioner av detta slag är att det för ett genomförande krävs ett bolagsstämmobeslut.<sup>234</sup> En ledning medges emellertid rätt att ta nu behandlade beslut för det fall stöd finns i form av ett av stämman tidigare lämnat bemyndigande eller genom att densamma i efterhand godkänner emissionen.<sup>235</sup> Det föreligger således, rent aktiebolagsrättsligt, inte några hinder mot att en ledning ingår och verkställer ett avtal av ovan nämnda innehåll såvida nyss nämnda förutsättningar är uppfyllda. Ett uteslutande av att avtalet kan komma att träffas av lojalitetsplikten går dock inte att göras.

Avslutningsvis ligger normalt sett även ett beslut om att sälja ett bolags tillgångar inom styrelsens befogenhet, varför en lednings ingående och verkställande av ett ”*asset lock-up*”-avtal torde vara förenligt med aktiebolagsrätten.<sup>236</sup> Ledningen bör dock iaktta viss försiktighet, och eventuellt hänskjuta frågan till bolagsstämman, för det fall försäljningen kan komma att bli av sådan art och omfattning att den inte längre kan anses falla in under den normala affärsverksamheten. Även ett bolagsstämmobeslut med detta innehåll kan emellertid angripas med stöd av 7 kap 47 § ABL om det kan anses visat att försäljningen på ett otillbörligt sätt gynnar den av bolaget utvalda medkontrahenten till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Icke att förglömma är emellertid vidare att ledningens agerande, med stöd av ett liknande resonemang som förts tidigare, även i detta fall tillika vad som gäller för ”*stock-options*” kan tänkas angripas som ett brott mot lojalitetsplikten.<sup>237</sup>

---

<sup>234</sup> 11 kap 2 § ABL.

<sup>235</sup> 13 kap 35 § ABL och 13 kap 31 § ABL. För ett bemyndigande tillika godkännande i efterhand krävs i likhet med vad som gäller för ett initialt beslut av bolagsstämman om en riktad emission, en majoritet om två tredjedelar av såväl avgivna röster som på stämman företrädda aktier, se 13 kap 2 § ABL.

<sup>236</sup> Jämför 8 kap 4 § ABL och 8 kap 29 § ABL.

<sup>237</sup> För det fall ”*stock options*” och ”*asset lock-ups*” används som försvarsverktyg kommer 5 kap 1 § LUA att aktualiseras, och tänkbart är att ett liknande resonemang kan föras som ovan gällande *break-up fees*, att för det fall nu nämnda avtal ingås i god tid före ett fientligt bud lämnas, detta inte är ogiltigt i sig, men att verkställandet av detsamma kan komma att träffas av konflikten mellan å ena sidan den avtalsrättsliga förbindelsen gentemot medkontrahenten, och å andra sidan lagregeln med tillhörande sanktioner.

## 6 Slutsats och analys

Även om rättsläget vad avser break-up fees på den svenska aktiemarknaden får anses tämligen oklart, bör utgångspunkten ändå vara, med hänsyn till vad som ovan anförts, att både 36 § AvtL, lojalitetsplikten, 5 kap 1 § LUA samt principen om aktieägares rätt att rösta i SB:OU kan tänkas medföra begränsningar vid ett ingående och verkställande. Vidare att det därmed måste ske en ad hoc-bedömning, där hänsyn får tas till typen av transaktion, varmed förstås om det är en "merger of equals" eller ett "Revlon"-fall, andra faktorer av intresse såsom "fiduciary outs", om break-up feen kan anses utgöra ett försvarsverktyg samt slutligen storleken på detsamma.

I syfte att gå ett steg längre i min studie av institutet ämnar jag emellertid härmed nedan reflektera över de för och nackdelar som kan tänkas följa med att även fortsättningsvis föra en bedömning enligt ovan samt vidare för och nackdelar med att istället införa ett system som mer liknar det i UK. Därefter önskar jag avslutningsvis ge min ståndpunkt gällande vilket system jag föredrar, de lege ferenda, utifrån nu anförda jämförelser.

### 6.1 Ad hoc-bedömning

Att "*ingen transaktion är den andra lik*" och att varje avtal vari ett break-up fee ingår därmed måste bedömas individuellt torde vara huvudargumentet till stöd för ett resonemang om att break-up fees även fortsättningsvis borde vara underkastade en ad hoc-bedömning. Genom att domstol, eller för det fall principen om aktieägares rösträtt är för handen, AMN och disciplinnämnden, låter ovan anförda regler och principer med tillhörande prövningpunkter ligga till grund för en enskild bedömning av vitet kan ett mer rättvisande resultat anses uppnås. Tänkvärt är nämligen att det exempelvis inom vissa sektorer kan vara fullt rimligt att låta break-up feen uppgå till 3 %, medan samma procentsats kan anses "helt uppåt väggarna" i andra fall och få till följd att tredje part utestängs från budgivningen.

Problemet med rättsläget såsom det ser ut idag är emellertid den stora *osäkerhet* detsamma skapar hos praktiker och att det, för att råda bot på denna osäkerhet inte torde vara tillräckligt att parter bara upplyses om regler och principer som kan tänkas bli aktuella vid en ad hoc-bedömning, såsom skett i föregående avsnitt, utan att så kan ske först efter att ett antal avgöranden varit uppe till behandling och vägledande prejudikat skapats. Om blicken åter riktas mot föregångslandet USA kan emellertid konstateras att inte ens nästan två decennier med diverse fall som varit uppe till bedömning är en garanti för detta, med hänsyn till att valet av standard i flertalet av dessa inte följt någon given mall utan snarare synes ha varit upp till respektive domares godtycke. Till detta kommer att vi i Sverige inte har samma rättstradition av att slita tvist i domstol, varför antalet vägledande avgöranden troligen kommer att bli tunnsått i jämförelse.

Utöver att parter mot bakgrund av nu redogjorda även fortsättningsvis kan komma att känna nu behandlade osäkerhet gällande om deras agerande kan komma att aktualisera tidigare redogjorda regler och principer, ser jag en risk för att rättsläget såsom det ser ut idag tillika kan tänkas öppna upp för ett *missbruk*. En enskild aktieägare har starkt begränsade möjligheter att angripa rättstridiga beslut och verkställigheter på ledningsnivå, och det kan sägas att ABL, genom att ständigt hänvisa till aktieägares möjlighet att utöva sin rösträtt på bolagsstämman, tyst uttalar sig mot att så skall ske via domstol. Naturligtvis talar praktiska skäl för att en ledning skall kunna fullgöra sina åtaganden utan ingrepp från enskilds sida, då det med lätthet går att föreställa sig vad som annars riskerar att inträffa i ett bolag med tusentals ägare. Nu anförda får emellertid till följd att för det fall ett break-up fee verkställs, och möjligheten att överpröva beslutet på stämman ej längre kvarstår, eller att enskild aktieägare tillhör en minoritet, den enda utvägen att angripa detsamma som ett brott mot lojalitetsplikten torde vara att enskild söker värna sina intressen genom en skadeståndstalan om det rättsstridiga beslutet enligt 29 kap ABL. Dessa processer blir dock ofta väldigt komplicerade, varför denna utväg är svårframkomlig. Tredje part torde, med stöd av den nya ledningen, kunna föra en ogiltighetstalan avseende det av den tidigare ledningen ingångna break-up feet enligt 8 kap 42 § ABL. Praxis talar emellertid för att även denna väg är snårig då medkontrahent i flertalet fall då lagrummet åberopats skyddats med verkan att avtalet blivit bindande för bolaget.<sup>238</sup> Svårigheter för enskilda aktieägare och tredje part att angripa lednings beslut med stöd av lojalitetsplikten, domstols restriktiva inställning till ett användande av generalklausulen samt att part är mindre benägen att vända sig till domstol överlag talar för att skrupelfria ledningar kan tänkas ingå ett break-up fee trots medvetenhet om att agerandet kan tänkas stridande mot nu aktuella regler och principer då incitament saknas att handla rättsenligt med hänsyn till att hotet om ett eventuellt straff inte är tillräckligt avskräckande.

Med hänsyn till att domstolsvägen synes svårframkomlig är min förhoppning därmed, för den händelse break-up fees på den svenska aktiemarknaden även fortsättningsvis kommer att vara underkastade en ad hoc-bedömning, att AMN efter förfrågan eller på eget initiativ, utifrån SB:OU:s regler och då i första hand principen om aktieägares rätt att rösta, inom en snar framtid och med utgångspunkt i aktuella offentliga uppköpserbjudanden vari det ingår break-up fees, kommer att informera om vad som anses utgöra god sed på aktiemarknaden i samband med ett användande av break-up fees och kanske till och med ge en indikation om inom vilket procentspann dessa bör hållas. För även om varje transaktion i slutändan kommer att vara underkastad en individuell bedömning, kommer osäkerheten på så sätt att minska hos praktiker med stöd av att det finns mer konkreta standarder att följa samt vidare, då AMN:s uttalanden kan leda till disciplinavgöranden, det också är troligt att risken för opportunistiskt beteende hos ledning vid ingåendet minskar.

---

<sup>238</sup> Sandström (2005), s 252-253.

## 6.2 De minimis

”Förutsägbarhet” torde vara i fokus vid en argumentation för ett införande av ett de minimis krav i SB:OU. Genom att koppla ett break-up fees rättsliga giltighet till en viss procentsats med tillhörande sanktioner i SB:OU:s, p V, kan en ledning vid ett ingående känna en större trygghet inför att agerandet, såvida de minimis kravet efterföljs, inte kommer att bedömas såsom stridande mot dess bolagsrättsliga förpliktelser eller att vitet, för det fall detsamma är ömsesidigt, inte kommer att jämkas. Budgivaren å sin sida kan ingå ett fee utan samma risk för att detta exempelvis kommer att förklaras ogiltigt medan aktieägarna kan lita på att detsamma med största sannolikhet inte är så högt att det utesluter ett bud från tredje part eller fråntar dem deras rättmätiga rösträtter. Senast behandlade med hänsyn till att de minimis kravet kommer att kalkyleras så att det i största möjliga mån tillgodoser varje slags intresse i samtliga transaktioner. Vidare, som läsaren uppmärksammats på tidigare, så är systemet med tillhörande regelverk som kringgärdar offentliga uppköpserbjudanden uppbyggt efter och inspirerat av dess motsvarighet i UK, vilket talar för att samma skäl som där låg till grund för en reglering av break-up fees både i dess roll som affärs – och försvarsverktyg, det vill säga *trygghet*, *visshet* för praktiker samt *enkelhet*, torde utgöra motiv för ett liknande ställningstagande av handelsplatserna i samarbete med NBK. Ytterligare att det mot bakgrund av att vårt system helt skiljer sig från det i USA där domstolen i mycket större utsträckning prövar börsrättsliga avgöranden inte lämpar sig lika väl med en ad hoc bedömning.

Ovan har visats på att ett alternativ är att AMN i sina uttalanden klargör vad som bör utgöra god sed på aktiemarknaden i samband med ett användande av break-up fees på densamma. Sådana uttalanden torde emellertid ej i samma utsträckning kunna trygga ledningar då dessa saknar vetskap om huruvida samma förutsättningar är för handen i deras fall som de i uttalandena, vartill det kommer att bolagsledningarna alltid måste kalkylera med risken för en domstolsprövning. Liksom fallet är i UK innebär inte ett införande av ett de minimis krav att nu behandlade risk försvinner helt, men den är definitivt inte lika överhängande.

Trots nu anförda går det inte att utesluta att det för det fall AMN väljer att uttala sig om ett visst procentspann vari ett break-up fee bör befinna sig, ett sådant uttalande inte skulle kunna fylla samma funktion som ett de minimis krav, men min ståndpunkt är ändå att då effekten blir liknande, det likväl kan införas en procentsats i handelsplatsernas regler. Vinsten med detta är att procentsatsen blir mer exakt och därmed klarare, samt att kopplingen till sanktionerna blir tydligare och därmed verkar mer avskräckande.

Den största nackdelen med att koppla ett break-up fee till en viss procentsats är dock att regeln tenderar att vara på samma gång överinkluderande och underinkluderande. Med detta avses att det är tänkbart att ett break-up fee, för det fall en enskild bedömning hade gjorts av detsamma, detta hade ansetts vara i lagens anda först om det låg långt under exempelvis en

procent av målbolagets värde, men att, som en följd av förefintligheten av ett de minimis krav, detta ändå godkänns trots att det satts till en procent, då detsamma inte överskrider de minimis kravet och därmed skall bedömas på samma sätt som alla andra transaktioner. Vidare att en transaktion varit det hade varit mer lämpligt, eller åtminstone skäligt, med ett break-up fee över procentsatsen, detta ändå måste sättas till högst den reglerade nivån.

### **6.3 De lege ferenda**

Mellan raderna i ovan förda argumentation har det säkert framgått att jag, i ett framtidsperspektiv, förespråkar att det på den svenska aktiemarknaden införs ett krav på att break-up fees skall vara de minimis, det vill säga att dessa inte får vara högre än en viss procentsats av exempelvis målbolagets värde. Skälet till detta är att jag i de minimissystemet ser mer fördelar än nackdelar, samt att en reglering enligt nu anförda bättre passar det regelverk som idag kringgärdar offentliga uppköpserbjudanden och som synes syfta till att skapa klarhet för praktiker samt enkelhet. Huvudargumentet är emellertid att det i samband med offentliga uppköpserbjudanden är viktigt att parterna kan ta snabba beslut, varför en konkret regel torde vara adekvatast. Då kan parterna för det fall det finns ett intresse av att ingå ett break-up fee bara se till att detsamma inte överstiger de minimis kravet och därmed behöver inte lika mycket tid och kraft ägnas åt att vidta förhandlingar om storleken på detsamma, fundera över potentiella intressen som kan tänkas påverkas eller huruvida det vore bättre att ingå ett ömsesidigt break-up fee, av skälet att blidka en eventuell domare i händelse av tvist. Ytterligare att domstolsförhandlingar och kritik från AMN kan tänkas dra ut på tiden och påverka förvärvet negativt.

Mot bakgrund av nu redogjorda önskar jag således använda uppsatsens sista ord till att uttrycka min förhoppning om att NBK och handelsplatserna, i syfte att minska den rättsliga osäkerheten på området, vid nästa revidering av reglerna kommer att införa ett de minimis krav.

# Käll- och litteraturförteckning

## Litteratur

Adlercreutz, A., *Avtalsrätt I*, 12:e upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2002.  
[citeras Adlercreutz (2002)]

Afrell, L., Klahr, H. & Samuelsson, P., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1998.  
[citeras Afrell, Klahr & Samuelsson (1998)]

Atiyah, P.S. & Smith, S.A., *Atiyah's Introduction to the Law of Contract*, Sixth Edition, Clarendon Press, Oxford, 2005.  
[citeras Atiyah & Smith (2005)]

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, Andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2001.  
[citeras Bergström & Samuelsson (2001)]

Dahlman, C., Glader, M. & Reidhav, D., *Rättsekonomi – En introduktion*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2004.  
[citeras Dahlman, Glader & Reidhav (2001)]

Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1999.  
[citeras Dotevall (1999)]

Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2001.  
[citeras Dotevall (2001)]

Dotevall, R., *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör – En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning*, Norstedts Förlag, Stockholm, 1989.  
[citeras Dotevall (1989)]

Grundvall, B., Melin, A. & Thorell, P., *Vägvisare till börsen*, Liber AB, Upplaga 2:1, Kristianstad, 2003.  
[citeras Grundvall, Melin & Thorell (2002)]

Gevurtz, F., *Corporation Law*, West Group, St. Paul, 2000.  
[citeras Gevurtz (2000)]

Hamilton, R., *Corporations*, West Publishing Co., Third Edition, St. Paul, 1992.  
[citeras Hamilton (1992)]

Horn, N., *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law*, Kluwer Law International, Volume 15, The Hague, 2001.

[citeras Horn (2001)]

Jonsson, M., *Aktiemarknadsbolagens ansvar enligt Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt och noteringsavtal*, Jure, Stockholm, 2000.

[citeras Jonsson (2000)]

Kenyon-Slade, S., *Mergers and takeovers in the US and UK*, Oxford University Press, Oxford, 2004.

[citeras Kenyon-Slade (2004)]

Kågerman, P., *Värdepappersmarknadens regelsystem – Lagreglering, självreglering och etik*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2001.

[citeras Kågerman (2001)]

Moberg, K. & Samuelsson, P., *Börsrätt*, Norstedts Förlag, Stockholm, 1989.

[citeras Moberg & Samuelsson (1989)]

Nygaard, C., Bengtsson, L. & Johansson, G., *Strategizing: en kontextuell organisationsteori*, Studentlitteratur, Lund, 2002.

[citeras Nygaard, Bengtsson & Johansson (2002)]

Nyström, G., Ohlsson, R. & Skog, R., *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure bokhandel, Stockholm, 2004.

[citeras Nyström, Ohlsson & Skog (2004)]

Orrbeck, M., *Företagsförvärv i praktiken*, Studentlitteratur, Danmark, 2006.

[citeras Orrbeck (2006)]

Ross, S. A, Westerfield, R. W. & Jordan, B. D., *Fundamentals of Corporate Finance*, Sjätte upplagan, McGraw-Hill, New York, 2003.

[citeras Ross, Westerfield & Jordan (2003)]

Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2005.

[citeras Sandström (2005)]

Sevenius, R., *Företagsförvärv –en introduktion*, Studentlitteratur, Lund, 2003.

[citeras Sevenius (2003)]

Tson Söderström, H., Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Meyersson Milgrom, E.M., *Ågarmakt och omvandling – Den svenska modellen utmanad*, SNS Förlag, Kristianstad, 2003.

[citeras Tson Söderström mfl. (2003)]

## Periodiskt tryck

Af Sandeberg, C., (2002) "Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan övervakning?", Balans, Nr. 1, s. 36-40.  
[citeras Af Sandeberg (2002)]

Heath Price, T., (2003) "Merger breakup fees; a critical challenge to Anglo-American Corporate Law", Law and Policy in International Business, Georgetown University Law Center, s. 629-711.  
[citeras Heath Price (2003)]

Skog, R., (1996) "Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden: Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv", Balans, Nr. 8-9, s. 23-28.  
[citeras Skog (1996)]

Svernlöv, C., (2004) "Företagsförvärvsskolan del 1 -Sekretessavtal", Balans, Nr. 3, s. 26-31.  
[citeras Svernlöv (2004) del 1]

Svernlöv, C., (2004) "Företagsförvärvsskolan del 2 - Företagsundersökning", Balans, Nr. 4, s. 30-37.  
[citeras Svernlöv (2004) del 2]

## Offentligt tryck

FFFS 1998:16 – *Finansinspektionens föreskrifter om disciplinnämnd för börser.*  
[citeras FFFS 1998:16]

Prop. 1975/76:81 – *Om ändring i lag om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område 36 §.*  
[citeras Prop. 1975/76:81]

Prop. 2004/05:85 - *Ny aktiebolagslag.*  
[citeras Prop. 2004/05:85]

Prop. 2005/06:140 – *Offentliga uppköpserbjudande på aktiemarknaden.*  
[citeras Prop. 2005/06:140]

SOU 2005:58 – *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden.*  
[citeras SOU 2005:58]

## Elektroniska källor

[http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/Svensk\\_kod\\_for\\_bolagsstyrning.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/Svensk_kod_for_bolagsstyrning.pdf), senast besökt den 061213.

E-bok: Slawson, W.D., *Binding Promises: The late 20th Century Reformation of Contract Law*, Princeton University Press, 1996,



[http://malmo.stadsbibliotek.org/search\\*swe/?searchtype=X&searcharg=Binding+Promises](http://malmo.stadsbibliotek.org/search*swe/?searchtype=X&searcharg=Binding+Promises), senast besökt den 061202.

[http://home.business.utah.edu/finmll/research/Termfees\\_JFE2002-265\\_final.pdf](http://home.business.utah.edu/finmll/research/Termfees_JFE2002-265_final.pdf), senast besökt den 061125.

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=676348](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=676348), senast besökt den 061127.

<http://www.logicacmg.com/announce/Information%20on%20compulsory%20redemption%2031%20Oct%202006.pdf>, senast besökt den 061205.

<http://www.mofo.com/news/updates/files/update1422.html>, senast besökt den 061201.

[http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/jsp/esse/web\\_translate.jsp?t\\_word=bona%20fide](http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/jsp/esse/web_translate.jsp?t_word=bona%20fide), senast besökt den 061205.

[http://www.omxgroup.com/digitalAssets/6918\\_Listing\\_agreement\\_with\\_guidance\\_060701\\_se.pdf](http://www.omxgroup.com/digitalAssets/6918_Listing_agreement_with_guidance_060701_se.pdf), senast besökt den 061208.

<http://www.powerwave.com/pr-2004-05-03.asp>, senast besökt den 061211.

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>, senast besökt den 061204.

[http://www.venable.com/publications.cfm?action=view&publication\\_id=503&publication\\_type\\_id=2](http://www.venable.com/publications.cfm?action=view&publication_id=503&publication_type_id=2), senast besökt den 061130.

[www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se), senast besökt den 061112.

[www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/financial/globalma200606\\_e.pdf](http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/financial/globalma200606_e.pdf), senast besökt den 061127.

[www.naringslivetsborskommitte.se](http://www.naringslivetsborskommitte.se), senast besökt 061214.

### **Aktiemarknadsregler och direktiv**

Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv, 2003.

[citeras NBK:OE]

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

[citeras Direktiv 2004/25/EG]

Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 060701.

[citeras SB:OU]

The Takeover Code, 060520.  
[citeras the Code (2006)]

## **Uttalanden**

Sverige

AMN 1991:3 - *Fråga vid ett offentligt erbjudande om aktieförvärv om skillnader i vederlag till ägare av A- och B-aktier var erforderligt mot bakgrund av att budgivaren och närstående till denne före budet innehade flertalet A-aktier.*

AMN 2001:17 – *Fråga om ett pressmeddelande utgjort ett offentligt erbjudande.*

AMN 2001:3 - *Fråga om vissa villkor vid offentligt erbjudande föranlett av budplikt.*

AMN 2004:18 - *fråga om prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier vid ett offentligt erbjudande.*

AMN 2004:19 – *fråga om prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier vid ett offentligt erbjudande.*

UK

The Takeover Panel, Practice Statement No. 4, Inducement fees, 040212.

The Takeover Panel, Practice Statement No.15, Inducement fees, 051109.

The Takover Panel, Statement 1999/10, Inducement fees, 990716.

Uttalanden går att finna på <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>.

## **Övrigt**

Promemoria från Finansinspektionen: ”*Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden ändras den 1 juli 2006*”, 2006-06-30.  
[citeras Fi (2006)]

The Takeover Panel Report on the Year Ended, 31 March 2001,  
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>.  
[citeras Report (2001)]

The Takeover Panel Report on the Year Ended, 31 March 2003,  
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>.  
[citeras Report (2003)]

# Rättsfallsförteckning

## Sverige

NJA 1985 s 343.

## UK

Chaston v. SWP Group plc., 2003 B.C.L.C. 675 (C.A. 2002).

John Growther Group PLC v. Carpets International plc., 1990 B.C.L.C. 460, 464 (Ch.).

## USA

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

Beatrice Companies Inc. Litig., 12 DEL. J. CORP. L. 199, 206 (Del.Ch.1986).

Blasius Industries Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651,661 (Del.Ch.1988).

Brazen v. Bell Atl. Corp., 695 A. 2d 43, 50 (Del.1997).

Cirrus Holding Co. v. Cirrus Indus. Inc., 794 A. 2d 1191, 1205 (Del. Ch. 2001).

Kysor Indus. Corp. v. Margaux Inc., 674 A. 2d 889, 897 (Del. Super. Ct. 1996).

McMillan v. Intercargo Corp., 768 A. 2d 492, 505 (Del. Ch. 2000).

Malone v. Brincat, 722 A 2d 5, 10 (Del.1998).

Phelps Dodge Corp v. Cyprus Amex Minerals, 1999 Del. Ch. Lexis 202, 203 (Sept. 27, 1999).

QVC Network, Inc., v. Paramount Communications, Inc., 635 A.2d 1245 (Del. Ch. 1993).

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A 2d 173,182 (Del.1986).

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 873 (Del.1985).

Solash v. Telex Corp., 13 Del. J. CORP L. 1250, 1262 (Del.Ch.1988).