



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Jesper Schönbeck

Informationsgivning vid
publika förvärv

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Katarina Olsson

Börsrätt/Bolagsrätt

VT 2005

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemställning	6
1.3 Syfte	7
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Metod	8
1.6 Material	8
1.7 Disposition	10
2 EKONOMISK TEORI	11
2.1 Principal agentteorin	11
2.1.1 Informationsasymmetri	11
2.1.2 Praktiska implikationer	13
2.2 Marknadens effektivitet	13
3 NBK:S REGLER	15
3.1 Bakgrund och överblick	15
3.2 Tillämpningsområde	16
3.3 Frivilliga erbjudanden	17
3.3.1 Förutsättningar för bud	18
3.3.2 Offentliggörande	18
3.3.3 Fullföljandevillkor	19
3.3.4 Bundenhet av erbjudandet	19
3.3.5 Likhetsprincipen	20
3.3.6 För-, sido- och efteraffärer	21
3.4 NBK:OE och ABL	22

4	NOTERINGSAVTALET	23
4.1	Allmänt	23
4.2	Informationsplikt	23
4.2.1	Allmänt	23
4.2.2	Selektiv information	24
4.2.3	Generalklausulen	25
4.2.4	Offentliga erbjudanden	26
5	SANKTIONER	27
5.1	Bakgrund	27
5.2	Disciplinnämnden	27
5.3	Tillämpliga sanktioner	28
5.4	Moraliska och etiska sanktioner	30
6	DUE DILIGENCE	31
6.1	Inledning	31
6.2	Noterade bolag	32
6.2.1	Allmänt	32
6.2.2	Budgivarens skyldigheter	32
6.2.3	Målbolagets skyldigheter	33
6.2.4	NBK:OE, Noteringsavtalet och ISL	34
7	LEDNINGENS LOJALITETSPLIKT	36
7.1	Inledning	36
7.2	Reglering av lojalitetsplikten	36
7.3	Lojalitetsplikt enligt utländsk rätt	37
7.4	Lojalitetsplikten vid uppköp	38
7.4.1	Lojalitetspliktens innebörd	38
7.4.2	NBK:OE	39
8	PRAXIS OCH EMPIRI	42
8.1	Inledning	42
8.2	Disciplinnämndens praxis	42
8.3	Song Networks	44
8.4	Åsikter i branschen	45

9	ANALYS	46
9.1	Due diligence	46
9.1.1	Budgivaren	46
9.1.2	Målbolaget	47
9.2	Ledningens lojalitetsplikt	49
9.2.1	Inledning	49
9.2.2	Innebörden av lojalitetsplikten vid uppköp	49
9.3	Sanktioner	52
9.3.1	Inledning	52
9.3.2	Disciplinnämndens praxis	52
9.3.3	Marknadspsykologi och etik	53
9.3.4	Effektiviteten av sanktionerna	54
9.4	Utländska aktörer och avnotering	56
9.4.1	Inledning	56
9.4.2	Uppmärksammat problem	56
9.4.3	Rådgivare	57
9.4.4	Avslutande anmärkningar	59
9.5	Avslutning	59
10	SLUTSATS	61
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	63
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	68

Sammanfattning

Uppsatsen redogör för informationsgivningen i samband med publika förvärv. En grundläggande princip för aktiemarknadens funktion är att alla aktörer skall ha tillgång till samma information, vid samma tillfälle och under samma förutsättningar. För att upprätthålla aktiemarknadens genomlysning samt för att motverka kontraproduktivt beteende finns det dels lagreglering, men även självreglering. I samband med publika förvärv är det i princip tre regelkomplex som aktualiseras, i anslutning till informationsgivningen. För det första måste börsreglerna iakttas, för det andra reglerna om ledningens lojalitetsplikt och slutligen insiderreglerna. Då uppsatsen redogör för informationsgivningen i samband med publika förvärv men samtidigt ämnar upprätthålla en viss stringens och fokus behandlas primärt endast de två förstnämnda frågorna. I centrum står därför målbolaget och dess ledning då de har att ta ställning till börsreglerna och lojalitetsplikten.

Ett nyligen uppmärksammat fall, Song-fallet, har legat till grund för uppsatsens problemställning. I detta fall berörs en stor del av de frågor som uppsatsen ställer, men få besvaras. Problematiseringen i uppsatsen är uppdelad i två steg. Informationsproblematiken berörs dels ur ett mindre och dels ur ett större perspektiv. Den första delen behandlar frågor om due diligence i samband med publika förvärv samt ledningens lojalitetsplikt. I den andra delen intas ett makroperspektiv och sanktionernas effektivitet analyseras, dels i rent svenska fall, samt dels i situationer där utländska budgivare är inblandade.

Uppbyggnaden i uppsatsen är klassisk med ett inledande avsnitt innehållande bakgrund, problemställning och metod. Efter detta följer ett teoriavsnitt, med främst juridisk men även ekonomisk teori. Det som redogörs för är börsreglerna samt deras sanktioner, reglerna om due diligence samt lojalitetspliktens reglering. En redogörelse av praxis och empiri följer efter teoriavsnittet och ger uppsatsen en mer praktisk prägel. Sedan följer uppsatsens huvudavsnitt, analysen där de fyra huvudfrågorna analyseras och diskuteras.

De två inledande frågorna berör informationsgivningen på mikronivån, det vill säga ur bolagets perspektiv. I samband med en due diligence av ett noterat bolag sätter informationsreglerna en borte gräns för vad som får lämnas ut till en potentiell budgivare. Huvudregeln är att icke offentliggjord kursdrivande information, inte får lämnas ut till potentiella budgivare. Problem och undantag som kan finnas vid tillämpningen av denna huvudregel redogörs och analyseras. I nära anslutning till denna första fråga är innebörden och effekten av ledningens lojalitetsplikt. Ett första klagörande är att lojalitetsplikten har ledningen i förhållande till aktieägarna i en uppköpsituation och inte till några andra intressenter. Det är således aktieägarnas intressen som skall iakttas. För att väva samman och

förklara samspelet mellan de två första delfrågorna kan informationsreglerna sägas ge den borte gränsen för vad som får lämnas ut. Inom denna borte gräns kan det emellertid finnas en snävare gräns som framgår av lojalitetsplikten. Analysen av dessa inledande frågor ger således en vägledning för hur målbolaget bör agera vad gäller informationsgivningen i samband med publika bud. Frågornas besvarande har emellertid ytterligare ett syfte, nämligen att ge en god grund till besvarandet av de två avslutande frågorna.

Om de två inledande frågorna behandlar mikronivån så behandlar de två avslutande makronivån av informationsproblematiken. Sanktionerna vid överträdelse av informationsreglerna och deras effektivitet analyseras i såväl svenska som internationella situationer. En viktig förutsättning vid denna analys är att se bortom de juridiska reglerna och beakta även andra incitament på marknaden. Marknadspsykologins verkan framhålls som ett viktigt komplement till de traditionella juridiska reglerna. Med hänsyn till detta förhållande är en rimlig slutsats att de sanktionerna fungerar på ett tillfredsställande vis i effektivitetshänseende när det gäller rent svenska förhållanden. Denna slutsats stöds av såväl teori som empiri och kan anses ha hög legitimitet. När det gäller förhållanden där utländska budgivare är inblandade är samma slutsats inte självklar. Om principen om helhetsaspekten tillämpas, vilket förespråkas i denna uppsats, kan samma resultat emellertid uppnås. Även om utländska aktörer kan antas bry sig mindre om svensk självreglering och dålig renommé på den svenska marknaden, är dock inte fallet så med deras svenska rådgivare. Om även rådgivarna inkluderas i analysen torde därför en inte orimlig slutsats vara att sanktionerna, vad avser informationsgivningen vid publika bud, även är effektiva i internationella förhållanden.

Förord

Efter fyra och ett halvt års studier står jag alltså här redo att lämna in mitt examensarbete. Det känns som en värdig avslutning på en fantastisk tid. Jag står här nu otaliga visdomar, erfarenheter och vänner rikare, redo att ta nästa steg, redo att lämna universitetet. Avslutandet av detta examensarbete känns därför inte bara som en avslutning på juris kandidatprogrammet utan även som en avslutning på en epok i mitt liv. Jag vill därför passa på att tacka, inte bara de som hjälpt och uppmuntrat mig vid skrivandet av detta examensarbete, utan även de som har hjälpt och uppmuntrat mig under min tid i Lund och tidigare i livet.

Valet av ämne föll sig ganska naturligt då jag under en längre tid varit intresserad av aktiemarknaden och det nära samspel mellan juridik och ekonomi som blir så tydligt i dessa sammanhang. Det har varit intressant och lärorikt att få fördjupa mig i ett ämne som inte får så stort utrymme på juris kandidatprogrammet i Lund. Då det inte finns någon enhetlig litteratur som behandlar de mest intrikata frågorna samt då förutsättningarna på aktiemarknaden ändras i en snabb takt, har kunskapen från näringslivsrepresentanter varit av yttersta vikt för uppsatsens genomförande. Jag skulle först och främst vilja tacka de två biträdande juristerna vid Advokatfirman Vinges kontor i Malmö, Erik Sjöman och Magnus Hedsund. De har genom sina praktiska erfarenheter och stora kunskap om bolagsrätt och börsrätt medverkat till att ge uppsatsens slutsatser legitimitet och verklighetsförankring. För att få klientens uppfattning om berörda problem samt för att tillföra värdefull kunskap till uppsatsen har Lennart Pihl varit en ovärderlig källa. Genom sin långa erfarenhet som VD samt styrelseledamot i en rad börsbolag har Lennart bidragit med viktiga praktiska infallsvinklar, utan vilka uppsatsen inte skulle vara lika trovärdig. Avslutningsvis vill jag även tacka min handledare Katarina Olsson för en positiv, ödmjuk och kompetent vägledning.

Trots all värdefull kunskap som dessa personer bidragit med, ansvar jag givetvis själv för de eventuella brister och felaktigheter som kan tänkas finnas i uppsatsen.

Lund i Maj 2005

Jesper Schönbeck

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen som den framgår av propositionen från den 10 mars 2005
ABL-75	Nuvarande aktiebolagslag (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
BrB	Brottsbalken (1962:700)
EMH	Effektiva marknadshypotesen
FL	Förvaltningslagen (1986:223)
FML	Förmånsrättslagen (1970:979)
HD	Högsta domstolen
ISL	Insiderstrafflagen (2000:1086)
KöpL	Köplagen (1990:931)
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK:OE	Näringslivets Börskommittés regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, gällande från och med 2003-09-01.
Noteringsavtalet	Stockholmsbörsens noteringsavtal, gällande från och med 2003-09-01.
Prop.	Proposition
SkbrL	Lag (1936:81) om skuldebrev
SOU	Statens Offentliga Utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv kan ske på många olika sätt, men det vanligaste är genom ett aktieförvärv. I samband med detta kan en rad problem uppkomma, så som vilket regelkomplex som skall tillämpas¹, hur felansvar skall göras gällande² samt hur minoritetsaktieägare skall behandlas enligt de allmänna bolagsrättsliga reglerna i ABL. Är målbolaget dessutom noterat på en marknadsplats tillkommer ytterligare regelkomplex, nämligen börsreglerna och den finansiella lagstiftningen.

I samband med publika förvärv är informationsgivningen av största betydelse. En grundläggande förutsättning vid aktiehandel på en reglerad marknadsplats är att alla aktörer på marknaden skall få tillgång till samma information, under samma förutsättningar.³ I en budsituation blir dock förhållandena något annorlunda. Det är en mängd regelkomplex som kommer in i bilden och många olika intressenter som har olika preferenser, varför ett strikt upprätthållande av informationsreglerna kan vara svårt. Även i en förvärvssituation måste emellertid informationsreglerna iaktas, vilket kan leda till svåra bedömningar i samband med utlämnande och användande av information. Det främsta fallet av utlämnande av information i samband med ett förvärv är genomförandet av en due diligence.⁴ I samband med en due diligence av målbolaget spelar ledningen en avgörande roll, och beslutet angående vilken information som får lämnas ut ligger ofta på dess bord. Förutom de ovan angivna informationsreglerna måste ledningen även iaktta den lojalitetsplikt den har mot bolaget och det är därför av vikt att innebörden av denna är klar. Detta är ett problem som gäller för förvärv generellt, såväl privata som publika. Vid publika förvärv får lojalitetsplikten emellertid en viktig betydelse i förhållande till börsreglerna och den finansiella lagstiftningen.

Förutom målbolaget och dess lednings agerande uppkommer även frågor angående budgivarens handlande. Även om målbolaget initialt är i fokus kommer även det budgivande bolaget samt aktieägarna i såväl målbolag som budgivare att vara intressanta i samband med ett offentligt förvärv och därför behandlas i uppsatsen. Frågor om de olika intressenternas roller och ansvar i samband med informationsgivningen vid publika förvärv har uppkommit i ett nyligen uppmärksammat fall. I anslutning till detta fall aktualiseras även ett ifrågasättande av informationsreglernas effektivitet i sanktionshänseende.

¹ Valet står mellan KöpL och SkbrL, men den allmänna uppfattningen är att KöpL skall tillämpas även vid förvärv av större aktieposter. Se vidare Hultmark (1992), s. 82 ff samt Sacklén, SvJT (1993), s. 812 ff.

² Om resonemanget ovan följs är det primärt KöpL:s felregler som skall användas.

³ Se vidare nedan i kapitel 2-4.

⁴ Se vidare angående due diligence i kapitel 6 nedan.

1.2 Problemställning

Problem uppkommer således i samband med ett förvärv av ett noterat bolag, om det samtidigt genomförs en due diligence och det kommer fram information som kan tänkas påverka målbolagets aktiekurs. Börsreglerna föreskriver att eventuell kurspåverkande information skall delges aktiemarknaden och dess intressenter. Det kan emellertid uppkomma svårigheter för målbolaget att avgöra vilken information som får lämnas ut och i vilken utsträckning. Förutom de problem som endast uppkommer vid publika förvärv finns det även en angränsande svårighet i form av innebörden och omfattningen av ledningens lojalitetsplikt. Ett problemförhållande med avseende på börsreglerna, ledningens lojalitetsplikt och potentiella förvärvares preferenser kan därmed tänkas uppstå. Uppsatsens problemställning kan delas in i två faser, den första med avseende på målbolaget och dess agerande och den andra på möjliga sanktionsmöjligheter och problem som kan uppkomma i samband med verkställigheten av sanktionerna. Den första delen tar sikte på målbolagets agerande i en uppköpsituation, vilka informations- och lojalitetsregler som styr uppträdandet. Dock kommer även budgivarens perspektiv att beröras för att öka förståelsen och göra bilden fullständig. Den första delen skall ses som fristående, men bildar samtidigt en grund för det fortsatta resonemanget i del två. I den andra delen intas mer ett makroperspektiv med avseende på informationsreglerna och de befintliga reglernas styrkor och svagheter analyseras för att se huruvida en reform kan vara behövlig.

Frågor som kommer att behandlas i denna uppsats är:

- Vad blir följden om det upptäcks något vid en due diligence som påverkar aktiekursen negativt respektive positivt, hur skall målbolaget respektive budgivaren agera?
- Hur påverkas målbolagets agerande av den lojalitetsplikt ledningen har gentemot bolaget? Hur skall aktieägarnas och eventuellt andra intressenters intressen iakttas?
- Vad finns det för sanktionsmöjligheter om informationsreglerna inte följs? Är de effektiva?
- Vad blir effekten om förvärvaren är utländsk och inte är noterad på Stockholmsbörsen alternativt om målbolaget avnoteras innan sanktioner kan göras gällande?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att belysa samt analysera problematiken kring informationsgivningen vid förvärv av noterade bolag. Förutom de problem som kan uppkomma vid företagsförvärv i allmänhet finns det även marknadsaspekter att ta hänsyn till vid publika förvärv. Syftet är dels att se hur den befintliga regleringen ser ut i Sverige i dag, dels hur företagen agerar och slutligen om det finns ett reformbehov och hur lösningen i sådana fall kan tänkas se ut.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen kommer primärt att utgå ifrån NBK:OE, Stockholmsbörsens noteringsavtal samt ABL. Det finns i princip tre regelkomplex som aktualiseras i samband med frågeställningen för uppsatsen; börsreglerna, regler om lojalitetsplikten och insiderreglerna. Då denna uppsats fokus är på börsrätt och bolagsrätt kommer de straffrättsliga reglerna i ISL att lämnas utanför undersökningen. Det kommer emellertid även att ges referenser och genomföras jämförelser med insiderreglerna då det behövs för att öka förståelsen för problemområdet. Fokus är vidare på målbolagets agerande och regler rörande detta. Även budgivarens situation kommer emellertid att beröras när så behövs för att öka förståelsen, exempelvis då insiderreglerna beskrivs samt i avsnittet som behandlar utländska budgivare. Vad gäller själva reglerna kommer uppsatsen att utgå ifrån propositionens förslag på ny ABL⁵, även om referenser till ABL-75 kommer att ges i den mån det behövs. NBK:OE samt Stockholmsbörsens noteringsavtal från den första september 2003 kommer att vara centrala i uppsatsen. Även referenser, om än kortfattade, kommer att ges till Direktiv 2004/25 om uppköpserbjudanden.⁶ Andra regelkomplex kommer även att beröras i den mån det behövs för att belysa och förtydliga centrala problem.

Uppsatsen är relativt avgränsad till ett specifikt problem i samband med publika förvärv, nämligen informationsgivningen. För att upprätthålla uppsatsens fokus och stringens kommer enbart de regler som primärt är aktuella och problematiken kring dessa att belysas. Läsaren förutsätts därför ha god kunskap om de allmänna bolagsrättsliga reglerna. Då inte samma förutsättning kan anses gälla med avseende på de börsrättsliga reglerna, kommer av den orsaken inledningsvis en mer allmän bild av regleringen att målas upp, för att öka förståelsen för problemen rörande publika förvärv. Läsaren förutsätts vidare ha en god juridisk kunskap samt vara väl bevandrad med den bolagsrättsliga och börsrättsliga terminologin och metodiken, varför några närmre förklaringar av erkända begrepp ej kommer att ges.

⁵ Prop. 2004/05:85.

⁶ Se vidare avsnitt 3.3 nedan angående resonemang om det nämnda direktivet.

1.5 Metod

I denna uppsats används primärt en rättsdogmatisk metod, då arbetet bygger på tidigare och nu gällande lagstiftning, praxis samt litteraturstudier. Dock är börsrätten och bolagsrätten ett sådant område där bakomliggande ekonomiska teorier spelar en avgörande roll och i princip fungerar som fundamentet för lagstiftningen. Frågan uppkommer då vilka möjligheter det finns att kombinera en traditionell rättsdogmatisk metod med en rättsekonomisk. En viktig förutsättning är att rättsekonomin utgångspunkt är att maximera effektiviteten.⁷ Frågan är om bolagsrättens och börsrättens utgångspunkter även är att maximera effektiviteten. Svaret på den frågan är förmodligen ja, då bolagsrättens syfte är att maximera aktieägarvärdet och börsrätten effektiviteten på marknaden. I linje med Bergström & Samuelsson finns det därför ingen grund för att hävda att traditionell rättsdogmatisk metod inte går att kombinera med en rättsekonomisk. Det finns givetvis rättsområden där rättsekonomisk metod är mindre lämplig, men för kommersiella förhållanden får den anses i allra högsta grad aktuell och förtjänstfull. I enlighet med Bergström & Samuelsson kommer därför en rättsdogmatisk och rättsekonomisk metod att kombineras i denna uppsats.⁸

Uppsatsen är indelad i en deskriptiv och en analytisk del. Först beskrivs befintliga regler och teorierna bakom dessa. Sedan genomförs en analys (såväl rättsdogmatisk som rättsekonomisk) av de problemområden som utkristalliserats ovan. Vid analysen görs hänvisningar till de relevanta delarna i de deskriptiva avsnitten, när så påkallas.

1.6 Material

En stor del av materialet består av lagstiftning, praxis samt förarbeten som reglerar de områden uppsatsen ämnar redogöra för. Vidare har doktrin studerats för att få en fördjupad bild av regleringen. Ett stort antal källor har använts för att få en så samstämmig bild av problematiken som möjligt. Vad gäller doktrin har tyngdpunkten varit på litteratur, men även artiklar i relevanta tidskrifter har studerats för att få insikt i och förståelse för omdiskuterade och problematiska områden. Främst juridisk litteratur har studerats, då de juridiska problemen är i fokus i denna uppsats. För att öka trovärdigheten och legitimera forskningsresultatet har emellertid även ekonomisk litteratur studerats.

⁷ Med effektivitet avses potentiell Paretoeffektivitet eller Kaldor-Hickseffektivitet. Enligt denna teori definieras effektivitet som en förändring i samhället som medför en välfärdsökning, vilken är större för vinnarna än motsvarande välfärdsförlust är för förlorarna. Nettoeffekten för samhället blir därmed positiv. Se vidare Cooter & Ulen (2000), s. 44.

⁸ För en mycket god redogörelse av denna problematik se Bergström & Samuelsson (2001), s. 13 ff. Resonemangen i denna uppsats metodavsnitt är inspirerade av ovanstående författare.

Förutom pappersbunden media har Internet varit ett oerhört stort hjälpmedel vid materialinsamlingen till denna uppsats. Det är främst Internetbaserade databaser som använts för att samla in artiklar och annat relevant material. Tillförlitligheten till dessa källor får anses vara mycket hög då de insamlade artiklarna kommer från officiella och erkända databaser.⁹ Vidare motsvarar materialet i databaserna tidskrifterna i pappersformat och de uppdateras och godkänns av förlagen.

Sammantaget kan sägas att det i uppsatsen beaktas att texten i doktrin får anses ge uttryck för författarnas ståndpunkter. På vissa områden råder enighet bland författarna och då får det antas att de uppfattningarna ger uttryck för en objektiv bild av berörda problem. På andra råder dock oenighet bland författarna och en objektiv bild kan då inte erhållas. Den subjektiva problematiken är emellertid uppmärksammas och en källkritisk hållning har intagits vid studierna av materialet. En sammanjämkning av ståndpunkterna samt jämförelse med praxis och förarbeten har gjorts för att få en så klar bild av problematiken som möjligt. I de flesta fall råder det dock samstämmighet och det som anges i uppsatsens deskriptiva del får anses vara en objektiv bild av gällande rätt.

Förutom de traditionella juridiska källorna såsom lagstiftning, förarbeten, praxis och doktrin har även folk i branschen intervjuats för att få en praktisk infallsvinkel på uppsatsens problemområden. Intervjumetoden har varit så kallad fokuserad, vilket innebär att det finns vissa givna frågor, men det uppkommer samtidigt frågor under intervjun som besvaras under tiden.¹⁰ Vid alla intervjuer är det viktigt att vara medveten om att det finns en viss risk för skevhet (bias) i resultaten. Den främsta anledningen till detta är att intervjuaren är en människa och kan påverka intervjuobjektet samt tolka resultaten felaktigt. Det är därför av vikt att vara medveten om att skevhet kan uppstå för att var uppmärksam på denna svaghet. Denna medvetenhet, kombinerat med en kritisk granskning, kan minska risken för skevhet och öka resultatens validitet.¹¹ I denna uppsats kommer därför intervjuerna endast att vara ett komplement till de traditionella källorna och om det finns en avvikelse kommer en sammanjämkning att ske, varför objektiviteten på så sätt bibehålls.

⁹ Främst Westlaw Internatinal, Electronic Library Information Navigator, samt JSTOR.

¹⁰ Angående den fokuserade intervjun se Bell (1995), s. 93.

¹¹ *Ibid.*, s. 94.

1.7 Disposition

För att få en bakgrund till varför gällande rätt ser ut som den gör, redogörs inledningsvis för den ekonomiska teori som ligger till grund för de regler som är relevanta för denna uppsats. Därefter följer en redogörelse av de regler som primärt är tillämpliga vid publika förvärv, med hänvisning till relevant doktrin och rättsregler. Både NBK:OE samt Stockholmsbörsens noteringsavtal berörs samt tillämpliga sanktioner. Företagsbesiktning eller due diligence, särskilt i samband med publika förvärv, beskrivs sedan. En beskrivning av ledningens lojalitetsplikt följer därefter, med hänvisning till rättsregler, såväl svenska som utländska samt doktrin. Efter den teoretiska genomgången följer en empirisk studie av uppsatsens frågeställning i form av praxis, ett nyligen uppmärksammat fall samt intervjuer med personer i branschen. I uppsatsens senare del analyseras de befintliga svenska reglerna i ljuset av de empiriska iakttagelserna samt juridisk och ekonomisk teori. Analysen syftar dels till att se hur bra det befintliga regelsystemet fungerar och dels om det finns ett behov av en reform. Avslutningsvis ges en konklusion på ovan nämnda analys.

2 Ekonomisk teori

2.1 Principal agentteorin

I en uppsats om aktiebolag och dess problem och förtjänster är det viktigt att även behandla de bakomliggande ekonomiska teorierna, för att verkligen förstå syftet med reglerna samt för att sedan kunna genomföra en analys. En grundförutsättning vid all bolagsrättslig analys är att redogöra för teorin om corporate governance eller ägarstyrning. Som grund för teorin om ägarstyrning ligger principal agentteorin. För att få en bakgrund till uppsatsens huvudsakliga problem är det därför av vikt att inledningsvis redogöra för principal agentteorin och de motstående intressen och spänningar som finns inbyggt i aktiebolaget.

Det centrala problemet i principal agentteorin är hur principalen (aktieägarna) skall få agenten (ledningen) att agera i principalens intresse. I och med att agenten oftast har ett informationsövertag gentemot principalen, då ledningen jobbar närmre verksamheten, kan det vara problematiskt att praktiskt tillgodose aktieägarnas intresse.¹²

Problemet är således hur aktieägarna skall få ledningen att agera i deras intresse. Motsättningar som uppkommer beror oftast på vissa drag som kan urskiljas hos principalen och agenten. Vid behandlingen av principal agentproblematiken förutsätts det att principalen och agenten har vissa karakteristika. För det första antas det att både principalen och agenten är nyttomaximerande, det vill säga båda parter vill maximera sin egen nytta. Det antas vidare finnas en målkonflikt mellan principalen och agenten, vilket bland annat beror på att båda är nyttomaximerande.¹³ Vidare antas det att informationen mellan principalen och agenten är asymmetrisk.¹⁴ Vad gäller agenten förutsätts det dessutom att den är opportunistisk, det vill säga handlar primärt i eget intresse, är begränsat rationell samt är riskaversiv.¹⁵

2.1.1 Informationsasymmetri

Då verksamheter organiseras i bolagsform uppkommer så kallade agentkostnader, det vill säga kostnader som uppstår eftersom ägandet och styrandet är separerat. Som ovan nämnts finns principal agentproblematiken inbakad i aktiebolaget *per se*. En av de främsta faktorer som orsakar problematiken är den informationsasymmetri som finns mellan principalen

¹² För grundläggande teorier angående principal agentproblematiken, se bland annat Coase (1937), Spence & Zeckhauser (1971), Ross (1973), Jensen & Meckling (1976) samt Harris & Raviv (1978).

¹³ Se nedan angående Moral Hazard och Adverse Selection.

¹⁴ Se vidare avsnitt 2.1.1 nedan.

¹⁵ Samtliga förutsättningar är hämtade från Nygaard, Bengtsson & Johansson (2002), s. 82. Förklaringar och definitioner av ovan nämnda begrepp kan även hittas i denna bok.

och agenten, mellan ägarna och ledningen. I och med att agenten antas vara nyttomaximerande, opportunistisk samt riskaversiv kan informationsasymmetrin leda till att agenten missbrukar det informationsövertag angående bolaget som agenten har. Det finns typiskt sett två former av beteende som enligt teorin leder till detta missbruk; adverse selection och moral hazard.¹⁶

Med *adverse selection* menas de informationsproblem som uppkommer i samband med oklarheter angående vilka förhållanden som skall anses gälla innan kontraktet mellan principalen och agenten ingåtts. För att lättare förstå fenomenet kan en parallell till försäkringsbolagen göras. Försäkringstagaren har oftast information om sitt eget tillstånd som bolaget inte har och som kommer att påverka kontraktet. Personer som är sjuka eller med stor sannolikhet kommer att skada sig är mer benägna att teckna försäkring än människor som inte är utsatta för samma risk. För att minska detta informationsgap gör därför försäkringsbolagen ofta rigorösa kontroller av potentiella försäkringstagare.¹⁷

Vid tillämpning av ovan nämnda teori i aktiebolagsrättsliga sammanhang kan en potentiell aktieägare likställas med försäkringsbolaget. Aktieägaren vill skjuta till kapital och därmed riskera detta i bolaget. Problemet är att aktieägaren troligtvis inte har samma information som ledningen angående verksamhetens affärslrisk, finansiella risk eller framtida utveckling. Den potentiella aktieägaren vet om detta problem och måste på något sätt undersöka och få information om bolaget innan kapital kan tillskjutas. ABL tillhandahåller regler vid tillskjutande av kapital som är tänkta att lindra det informationsunderläge som en aktietecknare befinner sig i. Bland annat reglerna om emissionsprospekt i ABL 11:12 är ett exempel på detta.¹⁸ Vid företagsförvärv krävs det dock mer ingående undersökningar av målbolaget, än vad ABL:s informationsregler föreskriver, för att försäkra sig om det faktiska värdet av uppköpsobjektet.¹⁹

Om det ovan beskrivna fenomenet adverse selection avser förhållandena innan avtal slutits avser *moral hazard* beteende som kan urskiljas när kontraktet väl ingåtts. Problemen som uppkommer på grund av agentens inneboende karakteristika har primärt att göra med att principalen inte fullt kan övervaka agenten. En fullständig övervakning är inte heller att föredra då hela poängen med aktiebolaget skulle vara omintetgjord om aktieägarna, förutom att vara ägare, samtidigt aktivt skulle styra verksamheten.²⁰ Problemen med moral hazard kan mildras genom effektiv övervakning eller incitamentsprogram.²¹

¹⁶ Bergström & Samuelsson (2001), s. 22.

¹⁷ *Ibid.*, s. 23.

¹⁸ *Ibid.*, s. 24.

¹⁹ Se vidare kapitel 6 nedan om due diligence.

²⁰ Bergström & Samuelsson (2001), s. 25.

²¹ Kenneth & Nofsinger (2003), s. 4.

2.1.2 Praktiska implikationer

Principal agentproblematiken är inte bara ett teoretiskt problem, utan det framhålls från flera håll som ett i allra högsta grad reellt problem. Ekonomirådet²² framhåller vikten av aktivt ägande i sin rapport 2003, dels med hänsyn till de senaste företagsskandalerna, men framför allt av andra skäl. Ekonomirådet menar att även företagsledare som har de bästa ambitioner för företagen, ändå inte alltid använder aktieägarnas kapital på det sätt där det gör mest nytta för aktieägarna och samhällsekonomin. Det anses bero på strategiska missbedömningar, en lust till imperiebyggande eller helt enkelt en överskattning av den egna förmågan att skapa avkastning på kapitalet.²³

Ett ytterligare tecken på hur viktig ägarstyrningen är idag, är den svenska koden för bolagstyrning²⁴ som trycker på vikten av corporate governance och att aktieägarna skall ha ett ökat inflytande. I denna uppsats är inte corporate governance primärt i fokus, men för att fullt förstå kommande resonemang och problematik är det av vikt att känna till spänningen som finns mellan ägare och ledning samt hur det kan påverka strategiska val och möjligheter.

2.2 Marknadens effektivitet

Ovan har redogjorts för den ekonomiska teori som beskriver aktiebolagets interna verksamhet, fördelar och problem. Då denna uppsats ämnar analysera såväl den interna som den externa problematiken kommer det därför nedan att redogöras för teorin bakom de externa relationerna för noterade bolag.

Den ekonomiska teorin bakom regleringen av aktiemarknaden kan anses utgå från den effektiva marknadshypotesen (EMH). Denna teori menar att när ny information avslöjas om ett företag på marknaden kommer denna information direkt att diskonteras in i bolagets aktiekurs. Konsekvensen blir att det inte är möjligt för en enskild investerare att dra nytta av någon slags informationsasymmetri²⁵, mellan olika investerare, på marknaden och på så sätt göra arbitragevinster.²⁶

²² Ekonomirådet utses av Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS) och tar i sina årliga rapporter upp aktuella ekonomiska och politiska teman till belysning ur ett forskarperspektiv. SNS är ett fristående nätverk av beslutsfattare i offentlig och privat sektor som har till syfte att skapa underlag för rationella beslut i viktiga samhällsfrågor genom forskning och debatt. För mer information om Ekonomirådet och SNS se <http://www.sns.se>.

²³ Ekonomirådets rapport (2003), s. 25.

²⁴ SOU 2004:46.

²⁵ Observera att begreppet informationsasymmetri inte används i samma bemärkelse som i avsnittet ovan. Den informationsasymmetri som avses här är att enskilda investerare på marknaden har tillgång till mer information än resten av marknaden.

²⁶ Arnold (2002), s. 604 och Ross, Westerfield & Jaffe (2002), s. 342. Med arbitragevinster menas vidare riskfri avkastning.

Det ovan sagda är en övergripande beskrivning av EMH och kan inte appliceras på alla marknader. I teorin anges det tre former av marknadseffektivitet; svag form, mellanstark form och stark form. Den *svaga* formen definieras som att aktiepriset innehåller all tidigare information, men däremot är inga framtida händelser diskonterade i priset. Den *mellanstarka* formen av effektivitet skiljer sig från den svaga då inte bara att historiska data är diskonterade i aktiepriset utan även en del framtida/nutida. Exempel på sådana framtida/nutida tillkännagivanden är information om utdelning, tekniska genombrott och avgående ledning. Avslutningsvis definieras den *starka* formen av effektivitet som att all relevant information, även den som är privat, är inräknad i aktiepriset. I den starka formen är marknaden så pass genomlyst att inte ens insiders kan använda sig av sin information för att göra arbitragevinster, då den informationen redan är diskonterad i aktiepriset.²⁷

Den svenska marknaden är den som skall undersökas i denna uppsats och det är därför av vikt att ha en uppfattning om hur det förhåller sig på denna marknad. Enligt den finansiella teorin anses de flesta marknaderna i västvärlden vara av den mellanstarka formen. Detta innebär i sådana fall att tillkännagivanden såsom utdelningar etc. skall anses vara diskonterade i aktiekursen. Däremot är det viktigt att det på sådana marknader finns strikta regleringar angående insiderförfarande och annat missbruk av privat information som kan antas påverka aktiekursen.²⁸ Vad avser den svenska marknaden får det även anses vara empiriskt bevisat att den motsvarar en mellanstark form av effektivitet. I fortsättningen kommer det därför att utgå ifrån att den svenska regleringen avser en marknad med mellanstark effektivitet.²⁹

²⁷ Fama (1970), s. 383.

²⁸ Ross, Westerfield & Jaffe (2002), s. 347.

²⁹ För empiriska bevis se exempelvis Schönbeck *et al* (2005).

3 NBK:s regler

3.1 Bakgrund och överblick

1971 utarbetade Näringslivets Börskommitté (NBK)³⁰ en rekommendation angående offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Rekommendationen byggde på den engelska uppköpskoden, London City Code on Takeovers and Mergers. Rekommendationen reviderades 1988, och 1999 infördes regler om budplikt. Rekommendationen ändrades sedan igen den 1 mars 2003 för att ändras ytterligare och ändra namn från rekommendation till regler den 1 september 2003.³¹

NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (NBK:OE) skall användas vid offentliga uppköp på den svenska aktiemarknaden. Ett avgörande skäl till att det behövs detaljerade regler vid offentliga erbjudanden är att det oftast inte finns någon direktkontakt mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget. Länken mellan de båda parterna utgörs istället av ett prospekt.³² Med hänvisning till att NBK anser att aktieägarna i målbolaget skall tillförsäkras vissa grundläggande rättigheter och likabehandling behövs ett regelverk på området.³³

Reglerna är primärt riktade till budgivaren, men i vissa avseende även till målbolaget. NBK framhåller dock, med hänvisning till förtroendet för aktiemarknaden och näringslivet i stort, att reglerna även respekteras av dem som ger råd eller på annat sätt biträder parterna vid offentliga erbjudanden. NBK menar vidare att reglerna skall tolkas mot bakgrund av deras syfte. Med detta menas att reglerna inte bara skall tolkas till sin ordalydelse utan även de bakomliggande övervägandena till reglerna skall beaktas vid tillämpningen. Däremot understryker NBK att reglerna om budplikt³⁴ skall tolkas strikt enligt sin ordalydelse i andra fall än då det är fråga om rena kringgåendesituationer.³⁵

Som bakgrund till reglerna finns vissa grundprinciper som NBK anser bör tjäna som vägledning i de fall reglerna är oklara eller inte visar sig vara ändamålsenliga. Dessa grundprinciper är; respekt för aktiemarknaden, likabehandling av målbolagets aktieägare, skyndsamhet i hanteringen, enkelhet och tydlighet i informationsgivningen samt respekt för målbolagets aktieägars beslutanderätt. Med *respekt för aktiemarknaden* menar NBK att

³⁰ NBK bildades 1968 av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund och har till uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden, genom att ge ut regler och är ett organ för att självregleringen skall fungera på aktiemarknaden i Sverige. För mer information se NBK:s hemsida <http://www.naringslivetsborskommitte.se>.

³¹ NBK:OE 2003-09-01, s. 2.

³² Vikten av prospektet framhålls på s. 69 av af Sandeberg, Prospektansvaret (2001).

³³ NBK:OE 2003-09-01, s. 5.

³⁴ Angående budpliktsreglerna se nedan i detta avsnitt.

³⁵ NBK:OE 2003-09-01, s. 5.

en grundförutsättning för aktiemarknadens existens är att den har allmänhetens förtroende. En viktig faktor i detta avseende är att informationsgivningen genomförs på ett korrekt sätt. Som en konsekvens av detta föreskriver NBK att var och en måste kunna förlita sig på den information som avser ett aktiemarknadsbolag. När det gäller *likabehandling av målbolagets aktieägare* framhåller NBK att aktieägarna i målbolaget skall behandlas på ett likvärdigt sätt. I en uppköpssituation skall ingen aktieägare eller grupp av aktieägare gynnas eller missgynnas i förhållande till andra ägare i målbolaget. NBK föreskriver som en tredje grundprincip att det skall föreligga *skyndsamhet i hanteringen*. En långdragen budprocess kan leda till att verksamhetens utövande i målbolaget kan försvåras samt att aktierna i målbolaget kan påverkas negativt. NBK anser därför att det är viktigt med en skyndsamt hantering av budprocessen. Däremot erkänner NBK att omständigheterna i varje enskilt fall kan skilja sig åt och det därför inte går att ange någon bestämd tidsperiod. Vad som vidare framhålls som en grundprincip är *enkelhet och tydlighet i informationsgivningen*, då aktieägarna i målbolaget skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut. Det är därför av vikt att erbjudandets villkor skall vara tydligt beskrivna och samtidigt innehålla all behövlig information. Som femte och sista grundprincip anger NBK att det skal finnas *respekt för målbolagets aktieägares beslutanderätt*. I och med att ett offentligt erbjudande är riktat till aktieägarna i målbolaget är det viktigt att dessa får ta ställning till erbjudandet utan påverkan från andra intressenter. Styrelsen i målbolaget skall därför endast uttala sig om erbjudandet men annars inte påverka beslutet, eller på annat sätt försvåra genomförandet av det samma.³⁶

NBK:OE följer i princip budprocessen i kronologisk ordning. Då varje enskild budprocess skiljer sig åt är reglerna ganska generellt utformade. När det gäller specifika fall och omständigheter lämnar NBK över tolkningen till aktiemarknadsnämnden (AMN)³⁷ som precis som NBK verkar för god sed på aktiemarknaden. Tanken med hänvisningen till AMN är att tvistefrågor skall kunna lösas snabbt och korrekt utan inblandning av allmän domstol. Den främsta fördelen med AMN som framhålls jämfört med domstolsförfarande är, förutom den expertkunskap som AMN besitter, snabbhet och enkelhet i förfarandet.³⁸

3.2 Tillämpningsområde

NBK:OE skall, enligt punkten I.1, tillämpas vid offentliga erbjudanden om aktieförvärv på den svenska aktiemarknaden. Begränsningen till den svenska marknaden innebär således att aktier som uteslutande är

³⁶ NBK:OE 2003-09-01, s. 5 f.

³⁷ AMN bildades 1986 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare. Det primära syftet var att stärka aktiemarknadens självregering för att därigenom undvika lagstiftning på börsetikens område. Förebild för nämnden var den brittiska The Panel on Take-Overs and Mergers. För mer information se <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>.

³⁸ NBK:OE 2003-09-01, s. 5 samt punkten I.2 NBK:OE.

registrerade på utländska marknadsplatser inte omfattas av reglerna. Däremot skall reglerna tillämpas om ett erbjudande avser aktier i ett svenskt bolag vars aktier är noterade på såväl en svensk som utländsk marknadsplats.³⁹ Reglerna ingår i Stockholmsbörsens samt Nordic Growth Markets (NGM) noteringsavtal⁴⁰ och träffar därför endast noterade bolag.⁴¹ Reglerna gäller även bolag noterade på den auktoriserade marknadsplatsen Aktietorget men inte erbjudanden avseende aktier noterade på exempelvis Nya marknaden eller H&Q Tech Market.⁴²

Reglerna skall alltså även tillämpas i vissa delar när det gäller utländska aktier. Detta gäller under förutsättning att dessa aktier är noterade vid en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats. Huruvida aktien även är noterad i det främmande landet har ingen betydelse. En viktig reservation gäller dock för reglerna om budplikt.⁴³ Det ovan nämnda kravet på att tillämpa reglerna på utländska målbolag som har aktier noterade på svenska marknadsplatser gäller inte reglerna om budplikt.⁴⁴ I andra fall av offentliga erbjudanden med utländska bolag inblandade, vilka har sina aktier noterade på en svensk marknadsplats, skall emellertid NBK:OE tillämpas. I dessa fall kan det därmed uppstå en konflikt med utländska uppköpsregler. Hur detta skall lösas regleras inte i NBK:OE utan NBK hänvisar till att eventuella problem får lösas av AMN. Enligt NBK bör AMN:s möjligheter att lämna dispens öka ju mindre delen av aktierna som handlas i Sverige är.⁴⁵

3.3 Frivilliga erbjudanden

Nedan kommer att redogöras för de regler som primärt är aktuella för denna uppsats. Huvuddragen framgår av kapitel II i NBK:OE, vilka gäller förfarandet vid frivilliga erbjudanden.⁴⁶ Vissa av reglerna har emellertid närmare anknytning till följande kapitel och kommer därför att redogöras för i anslutning till dessa.⁴⁷

Utöver reglerna om frivilliga erbjudanden finns det även regler om obligatoriska erbjudanden, så kallad budplikt i kapitel III NBK:OE. Då dessa regler inte är av större intresse för denna uppsats kommer de ej att redogöras för närmre. Kort kan dock sägas att den som förvärvar aktier i målbolaget och därmed får ett aktieinnehav som uppgår eller överstiger trettio procent måste lämna ett offentligt erbjudande till övriga aktieägare.⁴⁸

³⁹ Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 14.

⁴⁰ Hänvisning kommer i denna uppsats endast att ges till Stockholmsbörsens noteringsavtal.

⁴¹ Skog, FAR Info (2003).

⁴² Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 14. För en schematisk bild över den svenska aktiemarknadens struktur se Grundvall *et al* (2003), s. 15.

⁴³ Angående innebörden av budplikt och frivilliga erbjudanden se avsnittet nedan.

⁴⁴ Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 15.

⁴⁵ NBK:OE 2003-09-01, s. 7.

⁴⁶ Det finns en speciell reglering av obligatoriska erbjudanden, eller så kallad budplikt, vilket kommer att redogöras för kort nedan.

⁴⁷ Exempelvis reglerna om ledningens lojalitetsplikt och förfarandet vid en due diligence.

⁴⁸ Se vidare Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 43 ff samt NBK:OE 2003-09-01, s. 31 ff.

Vad som även kan nämnas i anslutning till detta avsnitt är det EG-rättsliga trettonde bolagsdirektivet om uppköpserbjudanden.⁴⁹ Då de flesta regler i detta rör budplikten finns det av samma skäl som angivits ovan ingen anledning att beröra detta närmare. Vidare kommer implementeringen troligtvis inte att föranleda några större förändringar för Sveriges del.⁵⁰ Direktivet kommer dock att beröras och förklaras i de fall det är av vikt för underökningen nedan.

3.3.1 Förutsättningar för bud

Som ovan nämnts påverkar ett uppköpserbjudande oftast aktiekursen i målbolaget och det är därför viktigt att erbjudandet offentliggörs endast om budgivaren har en avsikt samt förmåga att genomföra budet. Det fastslås därför i punkten II.1 NBK:OE att ett offentligt erbjudande endast får lämnas efter förberedelser som visar att budgivaren har förmåga att genomföra budet. Som exempel på att kravet är uppfyllt ges att budgivaren har använt sig av expertis som är förtrogen med den svenska aktiemarknaden och regleringen kring denna. Vidare innebär det att budgivaren, om det rör sig om ett delvis kontanterbjudande, kan visa att han har finansiella resurser att genomföra budet. Däremot innebär inte kravet att budgivaren måste visa att han fått nödvändiga myndighetstillstånd eller bolagsstämmebeslut.⁵¹

I doktrin anges vidare att kravet på förberedelser inte heller innebär att budgivaren måste vara säker på att stora aktieägare kommer att acceptera erbjudandet. Kravet innebär således i korthet att budgivaren skall ha en vilja och förmåga att genomföra budet. Däremot måste budgivaren i efterhand kunna visa hur förberedelsearbetet gått till och att han därmed hade en allvarlig avsikt att genomföra budet.⁵²

3.3.2 Offentliggörande

Förutom kravet på förberedelse ställer punkten II.3 NBK:OE upp ett krav på offentliggörande av erbjudandet i ett pressmeddelande. Hur det skall offentliggöras framgår av punkten I.4 NBK:OE. Tanken bakom detta krav är att möjligheterna till kurspåverkan minskar. Det uppställs en rad krav som skall underlätta för aktieägarna i målbolaget att ta ställning till erbjudandet.⁵³

Sedan erbjudandet har offentliggjorts skall budgivaren lägga fram ett prospekt enligt punkten II.6 NBK:OE. Prospektet skall läggas fram fem veckor efter erbjudandets offentliggörande, men det finns möjlighet att söka dispens hos AMN. Acceptfristen för erbjudandet i prospektet skall vara

⁴⁹ Direktiv 2004/25.

⁵⁰ Se vidare Schönbeck (2004).

⁵¹ NBK:OE 2003-09-01, s. 18.

⁵² Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 18.

⁵³ NBK:OE 2003-09-01, s. 12 ff.

minst tre veckor och börjar löpa i och med att prospektet har offentliggjorts i enlighet med Finansinspektionens föreskrifter om prospekt.⁵⁴ Bestämmelser om utformningen av prospektet finns vidare i kapitel V NBK:OE samt ett exempel av hur prospektet bör utformas i Bilaga 1.⁵⁵

3.3.3 Fullföljandevillkor

Ett offentligt erbjudande kan vara förenat med vissa villkor som är en förutsättning för budets fullbordan. Fullföljandevillkor är enligt huvudregeln i punkten II.4 NBK:OE tillåtna. Ett viktigt krav är att villkoren skall vara utformade så att det objektivt går att fastställa om de uppfyllts eller inte. Det finns vissa undantag från objektivitetskravet om villkoren avser givna myndighetstillstånd eller krediter.⁵⁶

Viktigt för denna uppsats är så kallade due diligence-villkor.⁵⁷ Ett villkor får inte vara utformat så att erbjudandet återkallas om resultatet av undersökningen inte är stämmer överens med de förutsättningar budgivaren hade innan due diligence-undersökningen. Samma krav på objektivitet uppställs i detta fall, det vill säga det skall objektivt gå att fastställa om villkoret är uppfyllt eller ej. Budgivarens subjektiva uppfattning har ingen relevans.⁵⁸ Avslutningsvis kan det vara värt att påpeka att så kallade MAC-villkor (Material Adverse Change) inte är tillåtna enligt NBK:OE, då de ej uppfyller objektivitetskravet.⁵⁹

3.3.4 Bundenhet av erbjudandet

Huvudregeln enligt punkten II.5 NBK:OE är att budgivaren är bunden av ett erbjudande, om att förvärva aktierna, som har lämnats i ett pressmeddelande och erbjudandet får därefter inte återkallas.⁶⁰ Det finns emellertid tre undantag från huvudregeln, som samtliga har samband med tidigare uppställda villkor. För det första får erbjudandet återkallas om budgivaren villkorat budets fullföljande med att han uppnår en viss anslutning i erbjudandet eller av att bolagsstämman i målbolaget eller budgivarbolaget fattat ett visst beslut. För det andra kan budgivaren återkalla erbjudandet om han villkorat budet med att ett konkurrerande erbjudande som är förmånligare offentliggörs, och så sker. Det tredje undantaget avser icke uppfyllelse av andra fullföljdvillkor. Det uppställs dock i dessa fall ett krav på att den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. Väljer budgivaren att återkalla erbjudandet, och något av

⁵⁴ Se kap. 5, FFFS 1995:21.

⁵⁵ NBK:OE 2003-09-01, s. 17.

⁵⁶ *Ibid.*, s. 14 f.

⁵⁷ Angående due diligence se nedan avsnitt 6.

⁵⁸ Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 24.

⁵⁹ Med MAC-villkor menas villkor som avser utvecklingen av målbolagets resultat, ekonomiska ställning eller verksamhet. Se vidare Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 24.

⁶⁰ Bundenheten följer även av allmänna avtalsrättsliga principer om anbud och accept, men NBK har valt att förtydliga detta i punkten II.5 NBK:OE.

ovanstående undantag är för handen, skall detta beslut offentliggöras enligt punkten I.4 NBK:OE.⁶¹

När det gäller motparten, det vill säga, aktieägarna i målbolaget är de också enligt huvudregeln i punkten II.7 NBK:OE bundna av sin accept. På motsvarande sätt som budgivaren får återkalla sitt anbud i fall av icke uppfyllda villkor, får även målbolagets aktieägare göra detta. Ett ytterligare fall då aktieägarna i målbolaget får återkalla sin accept är om konkurrensmyndigheten i samband med ett offentligt erbjudande, för budets fullbord, kräver att något av bolagen skall avyttra en verksamhet och budgivaren ändå fullföljer budet. NBK anser att ett sådant beslut kan innebära en väsentlig förändring av målbolagets eller budgivarens verksamhet att det är skäligt att aktieägarna i målbolaget får återkalla sin accept om de vill det.⁶²

3.3.5 Likhetsprincipen

En budgivare skall, enligt punkten II.8 NBK:OE behandla alla aktieägare i målbolaget med identiska villkor lika.⁶³ Enligt NBK är denna likhetsprincip grundläggande för förtroendet för aktiemarknaden. Vad som menas med identiska villkor skall främst förstås som de ekonomiska och inflytelsemässiga rättigheter som aktien har. I vissa fall kan det dock vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att göra mindre avsteg från denna huvudregel. De undantag som nämns är för det första om en aktieägare, av olika skäl, inte kan ta emot det vederlag som budgivaren erbjuder. Även praktiska skäl kan motivera undantag från huvudregeln. Exempelvis nämns att det vid erbjudande avseende bolag med många aktieägare kan vara befogat att erbjuda kontant ersättning för mindre poster, trots att det i övrigt utgår annat vederlag.⁶⁴

I de fall det gäller aktieägare med icke identiska villkor kan budgivaren, enligt punkten II.9 NBK:OE, under vissa omständigheter göra avsteg från likhetsprincipen. Dock måste varje innehavarkategori ges en rättvis och rimlig behandling. Är aktierna noterade skall vederlaget bestämmas utifrån marknadsvärdet. Om aktien är onoterad eller marknaden i aktien är mindre utvecklad får ett beräknat respektive justerat marknadsvärde ligga till grund för värderingen.⁶⁵ I de fall det förekommer en budpremie skall den vara lika stor för alla aktieägare.⁶⁶

⁶¹ NBK:OE 2003-09-01, s. 15 ff. För en diskussion angående vad som avses med väsentlig betydelse, samt huruvida dispens från väsentlighetskravet kan lämnas i vissa fall se Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 27 f.

⁶² NBK:OE 2003-09-01, s. 18 f.

⁶³ Angående den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen se nedan.

⁶⁴ NBK:OE 2003-09-01, s. 19.

⁶⁵ *Ibid.*, s. 20.

⁶⁶ För en redogörelse angående budpremiens storlek i olika länder se Ekonomirådets rapport (2003), s. 143.

Även punkten II.9 genomsyras således av likhetsprincipen, men i vissa fall kan det vara skäligt att göra skillnad på olika aktieägare. Avrundningar av praktisk natur får alltid göras. Vidare kan kommersiella och marknadsmässiga skäl motivera avvikelser. Ett vanligt förekommande fall är att skillnad görs mellan röststarka och röstsvaga aktier. AMN har i många fall uttalat att det kan vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att göra skillnad mellan aktier med olika röstvärde. Ett 10-20 procents högre pris för de röststarka aktierna jämfört med de röstsvaga anses av AMN vara acceptabelt.⁶⁷

I andra till fjärde stycket i II.9 NBK:OE anger vidare NBK hur andra finansiella instrument⁶⁸ än aktier skall behandlas i en uppköpssituation för att likhetsprincipen skall anses vara uppfylld. Även i dessa fall skall vederlaget vara skäligt, men med hänsyn till att dessa finansiella instruments värde är beroende av den underliggande aktien, har det däremot inte tagits in någon bestämmelse om att en procentuellt lika stor premie skall erläggas för dessa instrument.⁶⁹

3.3.6 För-, sido- och efteraffärer

I linje med likabehandlingsprincipen måste villkoren i erbjudandet i förekommande fall justeras med hänsyn till för-, sido- och efteraffärer. I de fall föraffärer äger rum tidigare än sex månader från budets offentliggörande skall, enligt punkten II.10 NBK:OE, aktieägarna i det offentliga erbjudandet erbjudas samma pris som aktieägarna i föraffären. Från denna huvudregel finns två undantag. För det första får avvikelser ske om kursen på målbolagets aktier gått ner väsentligt⁷⁰ och detta inte endast är tillfälligt. För det andra behöver inte det offentliga erbjudandet anpassas till föraffären om någon annan lagt fram ett, i jämförelse med föraffären, mindre förmånligt erbjudande. NBK anser att det i ett sådant fall inte är rimligt att budgivaren är bunden av sitt erbjudande i föraffären.⁷¹

Gör budgivaren affärer under erbjudandet, så kallade sidoaffärer, och villkoren i dessa är förmånligare än i erbjudandet skall budgivaren, enligt punkten II.11 NBK:OE, justera erbjudandet i enlighet med sidoaffären. Dessa regler gäller oavsett om sidoaffären görs på aktiemarknaden eller inte.⁷² Avslutningsvis finns det även bestämmelser om efteraffärer i punkten II.12 NBK:OE. Om budgivaren inom en tid av nio månader efter det att erläggandet av vederlaget i ett offentligt erbjudande har påbörjats, förvärvar

⁶⁷ Se exempelvis, AMN 1991:3 (10 %), AMN 2001:3 (20 %), AMN 2004:18 (12 %) och AMN 2004:19 (12 %). AMN får anses ha indikerat vad som avses med en godtagbar skillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier. AMN ger vidare uttryck för ståndpunkten att toleransen beror på de skäl som åberopas som skäl för avvikelser.

⁶⁸ Exempelvis konvertibler, teckningsoptioner eller köpoptioner.

⁶⁹ NBK:OE 2003-09-01, s. 20-21.

⁷⁰ Vad som avses med väsentlig kursnedgång anges inte, i motsats till tidigare rekommendation, i reglerna. Se vidare Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 34.

⁷¹ NBK:OE 2003-09-01, s. 21-22.

⁷² *Ibid.*, s. 23.

aktier i målbolaget på villkor som är förmånligare än erbjudandet skall de aktieägare som accepterat erbjudandet erbjudas samma villkor.⁷³

3.4 NBK:OE och ABL

I bakgrunden till NBK:OE finns hela tiden ABL och det gäller att beakta de regler i ABL som är aktuella i samband med ett uppköpserbjudande för att få en fullständig bild av regleringen. ABL:s regler berörs löpande i samband med de olika avsnitten i uppsatsen, men det kan vara av vikt att kort beröra vissa regler i ABL och dess förhållande till NBK:OE.

Det första som är aktuellt att jämföra är den bolagsrättsliga likhetsprincipen i ABL och den börsrättsliga i NBK:OE. Den börsrättsliga likhetsprincipen sägs vara grundad på den bolagsrättsliga. Skillnaden är att den bolagsrättsliga likhetsprincipen gäller enligt lag och omfattar därför alla aktieägare i det aktuella bolaget.⁷⁴ Den börsrättsliga likhetsprincipen gäller däremot på avtalsrättslig väg, då NBK:OE gäller som en del av bland annat Stockholmsbörsens noteringsavtal.⁷⁵

Då likhetsprincipen inte är främsta fokus i denna uppsats kommer det inte att bli en omfattande redogörelse för denna. Likhetsprincipen genomsyrar dock hela regelverket och en kort belysning kan därför vara på sin plats för att förstå samspelet mellan NBK:OE och traditionella lagregler. Jämförelsen mellan likhetsprinciperna får fungera som ett påpekande om detta samspel. Innebörden av principerna är densamma, det vill säga att alla aktieägare skall behandlas lika. Skillnaden består istället i vilka personer som skall räknas som aktieägare vid ett givet tillfälle. Kortfattat kan sägas att den stora skillnaden är att den börsrättsliga likhetsprincipen riktar sig till potentiella aktieägare medan den bolagsrättsliga riktar sig till befintliga.⁷⁶

Förutom likhetsprincipen finns det givetvis andra regler som överlappar varandra. Det är därför viktigt att ha i åtanke vid börsrättsliga problem att även om ABL inte riktar sig mot de frågor som primärt är aktuella vid exempelvis offentliga erbjudanden, så kan det även finnas skydd att tillgå i ABL:s regelverk. Det går därför inte att enbart titta på NBK:OE och anse att det saknas någon reglering, då den eftersökta regleringen kanske finns i ett annat regelverk som exempelvis ABL. Denna grundförutsättning är viktig att ha i åtanke vid analysen nedan.

⁷³ NBK:OE 2003-09-01, s. 24.

⁷⁴ Se vidare Rodhe (2000), s. 244 ff.

⁷⁵ Se avsnittet om Stockholmsbörsens noteringsavtal nedan.

⁷⁶ NJA 1985 s. 343. För en god redogörelse angående förhållandet mellan den bolagsrättsliga och börsrättsliga likhetsprincipen se även Svensson (2001).

4 Noteringsavtalet

4.1 Allmänt

Denna uppsats utgår ifrån Stockholmsbörsens noteringsavtal (Noteringsavtalet).⁷⁷ Noteringsavtalet tillkom första gången 1977 efter en engelsk förebild och tanken var att börsbolagens informationsplikt skulle preciseras.⁷⁸ Noteringsavtalet har omarbetats under årens lopp och det nu gällande är från september 2003. De bolag som vill registrera sig på Stockholmsbörsen måste skriva på Noteringsavtalet och förbinder sig därmed att följa det. Avtalet består av ett huvudavtal och två bilagor. Huvudavtalet innehåller allmänna regler och sanktioner och är relativt kortfattat och översiktligt. I bilaga 1 finns de informationsregler som de noterade bolagen måste rätta sig efter och i bilaga 2 hänvisningar till regler som i och med noteringen även blir gällande för bolagen. Bland annat NBK:OE ingår i bilaga 2 och därmed gäller NBK:OE för bolag noterade på Stockholmsbörsen.⁷⁹ Budgivaren blir vidare bunden av NBK:OE genom att den budpliktige i ett pressmeddelande och sedermera i prospektet skall lämna uppgift om att han tänker följa NBK:OE samt AMN:s tolkning av dessa regler.⁸⁰

4.2 Informationsplikt

4.2.1 Allmänt

Regler om informationsplikt för noterade bolag framgår av bilaga 1 i Noteringsavtalet. I den grundläggande punkten 1, Bilaga 1 stipuleras att ny kurspåverkande information skall lämnas till marknaden i form av ett offentliggörande. Hur, och på vilket sätt det skall ske framgår av punkterna 2-7, Bilaga 1. I punkten 1, Bilaga 1 sammanfattas avtalets grundtanke, och i princip hela aktiemarknadens grundtanke, att alla spelare på marknaden skall ha tillgång till samma information vid samma tillfälle. I punkterna 8-11, Bilaga 1 finns det bestämmelser som redogör för god redovisningssed och årsredovisningen. Förutom den allmänna informationsplikten finns det regler om obligatoriska informationstillfällen. I punkterna 12-30, Bilaga 1 anges bland annat att information i form av årsbokslut, emissioner,

⁷⁷ För Noteringsavtalet i sin helhet se <http://www.stockholmsborsen.se> och navigera fram till Noteringsavtalet.

⁷⁸ Noteringsavtalet benämndes på den tiden Inregistreringskontrakt. Det fanns då en distinktion mellan kontrakten på A-listan och O-listan. Kontraktet på A-listan benämndes Inregistreringskontrakt och på O-listan Noteringsavtal. Distinktionen finns ej längre kvar, utan idag benämns kontraktet endast som Noteringsavtal. Se vidare Handledning till noteringsavtalet (2001). För en mer genomgående redogörelse angående äldre förhållanden se vidare Jonson (2000), s. 16 ff.

⁷⁹ Jonsson (2000), s. 15 f samt af Sandeberg, Prospektansvaret (2001), s. 86.

⁸⁰ Punkten II.3, V.1 samt Bilaga 1 punkt 1 NBK:OE.

delårsrapporter, bokslutskommunikéer, prognoser etc., skall anges vid obligatoriska tillfällena. Informationen som skall offentliggöras skall, enligt punkten 3, Bilaga 1, omedelbart offentliggöras i anslutning till att beslutet fattats, valet skett eller händelsen blivit känd för bolaget.⁸¹

4.2.2 Selektiv information

Huvudregeln enligt punkten 1, Bilaga 1 är således att all kurspåverkande information skall offentliggöras. Enligt Stockholmsbörsen finns det emellertid fall då det kan finnas skäl att frånga denna princip. I vissa fall kan selektiv information, det vill säga icke offentliggjord kurspåverkande information, få lämnas till utomstående. Det rör sig om situationer då det är av stor betydelse för bolaget att sådan information lämnas. Som exempel nämns fem situationer då det kan vara förenligt med Noteringsavtalet att lämna ut selektiv information. För det första kan det ges selektiv information till större aktieägare eller tilltänkta aktieägare vid en planerad nyemission. Selektiv information kan även ges till rådgivare som bolaget anlitat för exempelvis prospektarbete vid en större affär såsom en nyemission. Vidare kan selektiv information ges till ratinginstitut för kreditvärdering. Som ett giltigt skäl för selektiv informationsgivning anges också information om investeringsplaner och förväntad lönsamhetsutveckling till kreditinstitut inför viktiga kreditbeslut. Det femte fallet som anger när selektiv information får lämnas, vilket även är av störst intresse för denna uppsats, är information till en tilltänkt budgivare eller målbolag i samband med förhandlingar om publika bud.⁸²

Stockholmsbörsen anger alltså fem fall då det kan vara förenligt med Noteringsavtalet att lämna selektiv information till utomstående. Dock skall selektiv information endast få lämnas ut med stor restriktivitet och i övervägandet skall frågan ställas om den efterfrågade informationen verkligen behövs för ändamålet. Möjligheterna till selektiv informationsgivning har alltså stark undantagskaraktär. I de fall selektiv information lämnas bör den också oftast kunna offentliggöras i ett senare skede för att upphäva den position som insider som mottagaren intagit genom att ta emot informationen. Stockholmsbörsen påtalar vidare att bolaget som lämnat ut informationen skall göra klart för mottagaren vad det innebär att bli klassificerad som insider. Bolaget bör vidare föra anteckningar vem som mottagit informationen och i vilken utsträckning så skett.⁸³ Är informationen av särskilt känslig art rekommenderar Stockholmsbörsen att det upprättas ett sekretessavtal med mottagaren av informationen.⁸⁴ I samband med avsnittet om selektiv informationsgivning anger vidare Stockholmsbörsen hur information inom en koncern skall hanteras. Om det noterade bolaget är ett dotterbolag till ett annat noterat bolag kan dotterbolaget lämna sådan information som moderbolaget

⁸¹Handledning till noteringsavtalet (2003), s. 27.

⁸²*Ibid.*, s. 28.

⁸³I budsituationer är det enligt punkten 34, Bilaga 1 ett krav. Se vidare nedan.

⁸⁴Se vidare nedan angående hantering av information i budsituationer.

behöver för att upprätta bokslut, innan dotterbolaget offentliggör sitt eget bokslut. Denna information skall hanteras som konfidentiell information. Även i närmre affärsrelationer, exempelvis leverantör och kund, kan selektiv information lämnas ut. Det är då viktigt att ett sekretessavtal upprättas.⁸⁵

4.2.3 Generalklausulen

Ovan har angivits att det i punkterna 12-30, Bilaga 1 finns viss information som är så väsentlig att den kräver obligatoriska informationstillfällen. Det rör sig främst om stora händelser så som bokslut, prognoser och emissioner. Det finns dock en generalklausul i punkten 29, Bilaga 1 som är tänkt att fånga upp alla de fall som inte anges specifikt men där aktiemarknaden behöver omedelbar information. Regeln har följande lydelse:

Fattar bolaget i övrigt beslut eller inträffar händelser som i icke oväsentlig grad är ägnad att

- påverka den bild av bolagets situation som skapats av tidigare offentliggjord information eller*
- på annat sätt påverka värderingen av bolagets vid börsen noterade fondpapper, skall bolaget omedelbart offentliggöra saken.*

Det bakomliggande syftet med regeln är att all kurspåverkande information skall offentliggöras omedelbart. Stockholmsbörsen framhåller att vilken information som är kurspåverkande får avgöras från fall till fall och vid osäkerhet kan börsen konsulteras för vägledning. Information som kan tänkas omfattas av generalklausulen kan bland annat vara i samband med förvärv eller avyttring av verksamheter eller företag, oväntade resultatförändringar, större kredit- eller kundförluster, större order eller investeringsbeslut eller domstols- och myndighetsbeslut. Som ett allmänt krav för att generalklausulen skall aktualiseras är dock att händelsen har en sådan effekt på bolagets ställning att den är av icke oväsentlig betydelse.⁸⁶

Trots att det nämns i handledningen till Noteringsavtalet att informationsplikt enligt generalklausulen typiskt sett omfattar information i samband med förvärv och avyttringar, kan det vara förenligt med syftet att ge stegvis information i vissa fall. Stockholmsbörsen anger att förhandlingar i samband med förvärv och avyttringar ofta pågår under en längre tid och med flera personer inblandade. Risken för att information läcker ut ökar därmed successivt och det kan i dessa fall vara rimligt att informera stegvis. Skulle bolaget ha svårighet att lämna informationen omedelbart eller anse det vara olämpligt att informera stegvis, kan en begäran om handelsstopp lämnas till börsen. Det anges dock att sådana stopp bör vara så korta som möjligt.⁸⁷

⁸⁵ Handledning till noteringsavtalet (2003), s. 28.

⁸⁶ *Ibid.*, s. 50.

⁸⁷ *Ibid.*, s. 51.

I samband med generalklausulen är det väsentligt att veta vilken information som skall offentliggöras. Bolaget skall enligt Stockholmsbörsen ange händelsens förväntade effekt på bolagets resultat och ställning och informationen skall enligt punkten 6, Bilaga 1 vara korrekt, relevant och tillförlitlig. I de fall det inte går att uppfylla de kraven som ställs på informationen skall bolaget så snart som möjligt komplettera lämnad information. I samband med förvärv ställs det höga krav på informationsgivningen och det räknas upp en rad omständigheter som bör tas med. Motiv för affären, information om det köpta bolaget och effekter på det förvärvande företaget är några av de omständigheter som bör tas upp. Vidare bör eventuella synergieffekter, tidsplanen för slutförandet av affären och köpeskilling samt betalningsform anges.⁸⁸

4.2.4 Offentliga erbjudanden

I vissa fall behöver en del av informationen endast tillställas Stockholmsbörsen. Ett av dessa fall är offentligt erbjudande om förvärv och regler om detta finns i punkterna 32-34, Bilaga 1. I punkten 32, Bilaga 1 anges vad budgivaren skall iaktta i anledning av ett förestående bud. Föreligger det skälig anledning att anta att ett bud kommer att läggas på ett annat bolag skall börsen informeras i förhand för att kunna övervaka handeln. Då risken för informationsläckage är överhängande i dessa fall kan ett handelsstopp alternativt stegvis informationsgivning övervägas. I punkten 33, Bilaga 1 anges att målbolaget också skall meddela börsen även om information redan lämnats av den potentiella budgivaren. Vidare anges att målbolaget skall iaktta NBK:OE enligt hänvisningen i Bilaga 2.⁸⁹ Det anges särskilt att målbolaget inte utan stämmans beslut får vidta någon åtgärd som är ägnad att äventyra budets genomförande, det vill säga vidta försvarsåtgärder.⁹⁰ Vidare poängteras det att avsteg från reglerna kan medföra sanktioner enligt avtalet.⁹¹

För både budgivaren och målbolaget uppställs ett krav på att upprätta en loggbok i samband med ett offentligt erbjudande. En förteckning över de personer som har tillgång till känslig information skall upprättas i syfte att minska risken för informationsläckage. Av loggboken skall det framgå vem som tagit del av informationen samt vid vilken tidpunkt. Skyldigheten att upprätta loggboken inträder innan kravet på offentliggörande enligt generalklausulen i punkten 29, Bilaga 1. Loggboken skall föras fram till den tidpunkt ett bud har fallit eller offentliggjorts.⁹²

⁸⁸Handledning till noteringsavtalet (2003), s. 52.

⁸⁹Angående informationsplikten enligt NBK:OE, se ovan.

⁹⁰Se vidare avsnitt 7.4.2 nedan.

⁹¹Handledning till noteringsavtalet (2003), s. 55.

⁹²*Ibid.*, s. 56.

5 Sanktioner

5.1 Bakgrund

För att få en fullgod förståelse för processen vid disciplinärenden kan det vara förtjänstfullt att ge en kort redogörelse för bakgrunden till dagens system. Noteringsavtalet tillkom, som ovan nämnts, 1977 och har förändrats under årens lopp. Vid tillkomsten var det börsens styrelse som beslutade i disciplinfrågor. Kritik riktades dock mot att styrelsen hade ansvar för såväl utredningen som sanktionsfrågorna. Det lämnades förslag på att en fristående myndighet, en disciplinkommitté, som skulle avgöra sanktionsfrågor.⁹³ En myndighet inrättades dock inte, utan lagstiftaren menade istället att det skulle överlämnas till den enskilda marknadsplatsen att inrätta en disciplinkommitté. Stockholmsbörsen inrättade en sådan disciplinkommitté 1993, vilken tog över börsstyrelsens roll att avgöra disciplinärenden.⁹⁴ När kravet på en disciplinär instans lagstodgades 1998 ändrades även namnet från Disciplinkommitté till Disciplinnämnd.⁹⁵

5.2 Disciplinnämnden

Enligt LBC 4:8 skall en börs ha en disciplinnämnd som skall handlägga disciplinärenden. Detta lagstadgande tillkom, som ovan nämnt, 1998 och tidigare framgick Disciplinnämndens kompetens endast på avtalsrättslig väg genom ett stadgande i Noteringsavtalet. En översiktlig reglering av sammansättningen av Disciplinnämnden framgår vidare av LBC 4:8-11. I LBC 4:11 anges dock att Regeringen eller Finansinspektionen, efter Regeringens bemyndigande, får meddela ytterligare föreskrifter angående Disciplinnämnden eller handläggningen av disciplinärenden. Finansinspektionen har gjort detta genom FFFS 1998:16, angående föreskrifter om disciplinnämnd för börser. I Finansinspektionens föreskrifter framgår mer ingående regler om förfarandet samt vad som skall beaktas vid beslutsprocessen. Från och med 1998 har reglerna om disciplinnämnden blivit mer standardiserade, genom lagreglering och föreskrifter. Det enda som återstår i Noteringsavtalet är en hänvisning till LBC och Finansinspektionens föreskrifter i punkten 5, 3 st, Noteringsavtalet.

Disciplinnämnden skall, enligt LBC 4:9, 1 st, bestå av en ordförande, en vice ordförande och minst tre övriga ledamöter. Ordföranden och vice ordföranden skall vara lagfarna och erfarna som domare. Vidare skall minst två av de övriga ledamöterna vara väl insatta i förhållandena på värdepappersmarknaden. I Disciplinnämnden får det vidare, enligt LBC 4:9, 2 st, inte ingå personer som har anställning i börserna eller i ett företag som

⁹³ Se Värdepappersmarknadskommitténs förslag i SOU 1989:72, del 2, s. 124.

⁹⁴ Jonsson (2000), s. 26.

⁹⁵ Prop. 1997/98:71, s. 44.

har ett kvalificerat innehav i börsen. Vidare får inte heller personer som har ett uppdrag för nu nämnda personer ingå i nämnden. Enligt LBC 4:10 skall också jävsreglerna i 10-11 §§ FL gälla för ledamöterna i Disciplinnämnden.

Som ovan nämnts finns det, förutom i LBC, regler i FFFS 1998:16 angående Disciplinnämnden. De processuella reglerna finns i 3-9 §§ och reglerar hur förfarandet skall gå till. I 10-14 §§ finns det vidare regler om hur beslut skall tas i ett disciplinärende. I 10 § upprepas de krav på sammansättningen som finns i LBC 4:9. I 11 § framgår att det är majoritetsprincipen som gäller vid omröstning samt att ordföranden har utslagsröst i förekommande fall. Av 12 § framgår omedelbarhetsprincipen, det vill säga att disciplinnämndens beslut skall grundas på det som framkommit i ärendet. Slutligen framgår det av 13 § att beslutet skall sändas till parterna och anmälare och att skiljaktig mening skall framgå, vidare skall protokoll föras enligt 14 §.

5.3 Tillämpliga sanktioner

Stockholmsbörsen beslutar tillsammans med sin verkställande direktör om en överträdelse av Noteringsavtalet är så pass allvarligt att det skall överlämnas till Disciplinnämnden. Enligt handledningen till Noteringsavtalet går processen till så att börsen först begär en förklaring till överträdelsen. Kan inte bolaget lämna en godtagbar förklaring och det är fråga om en allvarlig överträdelse, formuleras ett anmärkningspåstående som tillställs bolaget för yttrande. Föranleder bolagets yttrande inget annat skickas handlingarna sedan till Disciplinnämnden för handläggning. Efter detta får bolaget en skriftlig förfrågan av Disciplinnämnden om de vill tillägga något. Ett muntligt förfarande kan också arrangeras.⁹⁶

Det är således Disciplinnämnden som beslutar om påföljd vid ett brott mot Noteringsavtalet. Då NBK:OE ingår som en del av Noteringsavtalet genom hänvisningen i Bilaga 2 beslutar således Disciplinnämnden även om överträdelser av dessa regler. Det är dock AMN som enligt punkten I.2 NBK:OE har att tolka NBK:OE. I kommentaren till NBK:OE anges det att det är av stor vikt att det finns en auktoritativ instans som kan tolka och ge utlåtande om hur reglerna skall tillämpas.⁹⁷ Då AMN:s tolkning av NBK:OE införlivas som en del av reglerna är Disciplinnämnden bunden av AMN:s tolkning och Disciplinnämnden har endast att utdöma påföljd. Vid materiella oklarheter, vad gäller NBK:OE, är det alltså AMN som avgör själva sakfrågan medan Disciplinnämnden beslutar i påföljdsfrågan.

Själva sanktionerna vid brott mot noteringsavtalet består av avnotering, varning eller vite motsvarande tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalat till börsen.⁹⁸ Den allvarligaste sanktionen är avregistrering och det

⁹⁶ Handledning till noteringsavtalet (2003), s. 24.

⁹⁷ NBK:OE 2003-09-01, s. 8.

⁹⁸ Noteringsavtalet, p. 5.

kan ske på två sätt eller snarare enligt två olika grunder. För det första skall en börs, enligt LBC 5:4, besluta om avnotering om bolaget begär det eller om det allvarligt har åsidosatt sina förpliktelser enligt lag eller någon annan författning.⁹⁹ Avnotering får dock endast ske om det inte är olämpligt från allmän synpunkt. Enligt förarbetena skall olämplighetsrekvisitet tolkas utifrån en helhetsbedömning där både för- och nackdelar i det enskilda fallet vägs in. Det anges särskilt att börsen måste beakta de olägenheter som en avnotering innebär för det enskilda företaget. I förarbetena anges vidare att det i lindrigare fall kan räcka med en varning istället för en avnotering. I förarbetena anges det vidare ett exempel på när det kan vara lämpligt med avnotering, nämligen vid grova eller upprepade överträdelser av informationsplikten.¹⁰⁰

Förutom regeln om avnotering i LBC 5:4 vid överträdelser av lag eller annan författning finns det, som ovan nämnts, regler i Noteringsavtalets punkt 5. Medan LBC 5:4 endast hänvisar till överträdelse av lag eller annan författning, reglerar Noteringsavtalets punkt 5 förutom dessa fall, även överträdelser av Noteringsavtalet eller börsens regler i övrigt. Överträdelser av NBK:OE kommer därför primärt att sanktioneras genom Noteringsavtalet. Vad som mer skiljer sanktionerna enligt Noteringsavtalet och LBC är att det finns fler sanktioner att tillgå enligt Noteringsavtalet. Förutom avnotering och varning kan även ett vite¹⁰¹ motsvarande maximalt 10 gånger årsavgiften till börsen utdömas. Då det finns en diskrepans mellan Noteringsavtalets och LBC:s regleringsområde kan det uppkomma situationer då endast sanktionerna enligt Noteringsavtalet blir aktuella. Ett sådant fall är då överträdelsen inte framgår av lag eller annan författning, utan exempelvis endast av NBK:OE. I ett sådant fall kommer sanktionerna att vara reglerade helt på avtalsrättslig väg genom Noteringsavtalet. I en budsituation kan det då givetvis uppkomma fall då budgivaren inte är bunden av Noteringsavtalet samt väljer att inte göra ett åtagande i pressmeddelandet. I ett sådant fall uppkommer inget avtalsbrott. En varning har därmed, emellertid utfärdats för övriga aktörer på aktiemarknaden, vilket kan vara ett nog så starkt incitament.¹⁰²

När det kommer till överklagande av Disciplinnämndens avgörande i en sanktionsfråga finns det olika alternativ beroende på vilket regelkomplex beslutet grundas. Är det så att avnoteringen grundas på LBC 5:4 kan den som är missnöjd med beslutet väcka talan vid allmän domstol inom tre månader från den dag då beslutet meddelades, enligt LBC 12:2. Skulle sanktionen grundas på punkten 5 i Noteringsavtalet¹⁰³ finns det däremot inga uttryckliga regler om överklagande. Eftersom Noteringsavtalet är ett

⁹⁹ Med lag eller annan författning skall, enligt Jonsson (2000), s. 31, förstås bestämmelser i författningar som har naturlig anknytning till aktiemarknaden.

¹⁰⁰ Prop. 1991/92:113, s. 189.

¹⁰¹ Enligt Jonsson (2000), s. 31 är detta den vanligaste sanktionen.

¹⁰² Skog, FAR Info (2003). Se vidare angående resonemangen i ett sådana här gränsläge nedan i analysavsnittet, särskilt angående marknadspsykologi.

¹⁰³ Exempelvis då NBK:OE eller någon av informationsreglerna i Noteringsavtalets Bilaga 1 överträts.

civilrättsligt kontrakt kan emellertid beslutet överklagas till allmän domstol enligt allmänna regler.¹⁰⁴

5.4 Moraliska och etiska sanktioner

Avslutningsvis kan det vara värt att nämna något om en mer subtil sanktion, nämligen de moraliska och etiska påföljderna och dess effekter. I denna uppsats behandlas främst regler som stiftas genom självreglering av olika branschorganisationer. Ännu längre ut på skalan, som börjar med lagreglering, finner vi moraliska eller etiska regler. Definitionen av etik är inte alltid okomplicerad då exempelvis AMN:s uttalanden ibland utgör god sed på aktiemarknaden. För att få till stånd någon slags definition kommer moraliska och etiska regler att definieras som icke juridiskt bindande regler. Gränsdragningen mot exempelvis NBK:OE samt hur dessa tolkas i AMN är då klar eftersom dessa regler är bindande genom Noteringsavtalet. Etik är då de regler som ligger utanför detta område.¹⁰⁵

Av vikt för denna uppsats är att utreda vilken reell effekt de etiska reglerna har på den svenska aktiemarknaden. Frågan uppkommer huruvida dessa regler kan verka som ett komplement och utfyllnad i de fall de juridiska reglerna inte räcker till. Denna fråga kommer att utredas nedan i analysen, men redan här kan det vara på sin plats att se hur moral och etik kan tänkas fungera som en sanktion. Om ett beteende på aktiemarknaden anses klandervärdt av allmänheten kan det klassificeras som otillåtet ur en etisk synvinkel. Effekten av det klandervärda beteendet blir att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden minskar i allmänhet och för det enskilda företaget i synnerhet. Ju mer klandervärdt beteendet är desto mer urholkas förtroendet.¹⁰⁶ Vilken effekt detta urholkade förtroende kan få för aktiemarknaden kommer att utredas nedan.

¹⁰⁴ Detta faktum påtalas uttryckligen i Prop. 1991/92:113, s. 138.

¹⁰⁵ Kågerman (2001), s. 95.

¹⁰⁶ *Ibid.*, s. 112.

6 Due diligence

6.1 Inledning

Vid företagsförvärv är det idag praxis att man företar en besiktning för att hitta alla eventuella brister i det tilltänkta objektet innan köpet genomförs. Fenomenet är förhållandevis nytt på den svenska marknaden och det har därför blivit så att det används ett engelskt begrepp för förfarandet, due diligence. Fritt översatt betyder due diligence ungefär tillbörlig omsorg eller aktsamhet. Kort innebär en due diligence att förvärvaren genomför en grundlig genomgång av ett tilltänkt målbolag. Det vanligaste är att det är köparen som företar en due diligence, även om säljare allt mer även genomför en undersökning för att kunna hitta motargument när köparen vill sänka priset med hänvisning till brister hittade i undersökningen. För att förenkla beskrivningen kommer det i fortsättningen endast att hänvisas till köparens undersökning.¹⁰⁷

En due diligence genomförs i syfte att köparen skall kunna få en fullständig bild av köpeobjektet. För att undvika obehagliga överraskningar efter köpet, samt för att kunna värdera målbolaget på ett riktigt sätt, är det viktigt att göra en så pass grundlig undersökning som möjligt. Besiktningen medför att köparen tar igen något av det informationsövertag säljaren har innan undersökningen genomförts. Ett ytterligare syfte med en due diligence är att uppfylla den undersökningsplikt som tillkommer en köpare enligt 20 § KöpL.¹⁰⁸ Vid en genomförd due diligence kan därmed en köpare hävda att han uppfyllt den undersökningsplikt som KöpL föreskriver.¹⁰⁹ Som ovan nämnts är fenomenet med due diligence en ganska ny företeelse på den svenska marknaden. Tidigare var det vanliga i förvärvssammanhang att säljaren lämnade garantier och skulle det efter köpet visa sig finnas brister i det köpta objektet kunde köpeskillingen justeras i förhållande till de nya uppgifterna. Idag får det emellertid anses vara praxis att köparen bör företar en due diligence för att kunna göra fel gällande i det köpta objektet.¹¹⁰

Det genomförs ofta olika former av due diligence, beroende på vilka områden i målbolaget som skall undersökas. Vanligt är det urskiljs fem former av due diligence. Den första är *juridisk* due diligence där avtal, kontrakt och andra rättsliga förbindelser kontrolleras av jurister. Det genomförs vidare en *finansiell* due diligence där vanligen revisorer kontrollerar räkenskaperna, värderingar och annan finansiell data. I kombination med detta hyr man även in konsulter som gör en *kommersiell* due diligence där målbolagets strategier och affärsmässiga omgivning undersöks. I nära anslutning till den juridiska due diligencen genomförs

¹⁰⁷ Gorton (2002), s. 31.

¹⁰⁸ Detta förutsätter givetvis att vi följer resonemanget i inledningen om att KöpL är tillämplig lag vid förvärv av aktier.

¹⁰⁹ Gorton (2002), s. 32.

¹¹⁰ *Ibid.*, s. 82.

vanligen även en *miljömässig* och en *skattemässig*. På de olika områdena undersöker diverse experter målbolaget för att ge köparen en så god bild av verksamheten som möjligt.¹¹¹

6.2 Noterade bolag

6.2.1 Allmänt

Ovanstående inledande redogörelse är en allmän överblick över förfarandet vid en due diligence. Vid förvärv av icke noterade aktiebolag behöver parterna primärt endast iaktta civilrättsliga och associationsrättsliga regleringar. En due diligence stöter i sådana fall inte på några problem, utan anses snarare, enligt resonemanget ovan, vara en nödvändig följd av den undersökningsplikt som åligger köparen enligt KöpL. När det gäller noterade bolag blir förhållandena en aning mer komplicerade.

Som beskrivits ovan är en grundläggande princip på aktiemarknaden att alla aktörer skall ha tillgång till samma information samtidigt. Med hänsyn till det som hittills angetts är det tydligt att en due diligence innebär ett avsteg från denna princip. En potentiell köpare tillåts gå in och göra en fullständig undersökning av målbolaget och får därmed förmodligen tillgång till information, som inte är känd för marknaden. I NBK:OE punkterna II.2 och II.15¹¹² finns det därför bestämmelser om hur den potentiella budgivaren och målbolagets styrelse skall förfara i samband med en due diligence.¹¹³

6.2.2 Budgivarens skyldigheter

En potentiell budgivare genomför oftast, som en del av förberedelserna för erbjudandet, en due diligence av målbolaget. I samband med detta kan, och får troligtvis ofta, budgivaren information om målbolaget som övriga aktieägare och aktiemarknaden inte har tillgång till. Skulle denna information i icke oväsentlig grad vara ägnad att påverka en värdering av målbolagets aktier måste budgivaren, enligt punkt II.2 NBK:OE, avstå från att sälja eller köpa aktier i målbolaget tills samma information har lämnats till aktieägarna och aktiemarknaden. Enligt NBK är orsaken till detta stadgande ett krav för att upprätthålla likabehandlingsprincipen och förtroendet för aktiemarknadens funktionssätt.¹¹⁴

Enligt doktrin skall detta handelsförbud tolkas som att en potentiell budgivare i praktiken måste avstå från att handla aktier i målbolaget på ett

¹¹¹ Pettersson & Sevenius (2000), s. 32. För mer information se även Warnhammar (2000), s. 26 ff.

¹¹² AMN har i uttalandet 2004:31 klargjort att punkten II.15 NBK:OE även skall vara tillämplig i andra fall av informationsutlämnande än i anslutning till en due diligence. Angående detta uttalande se vidare nedan i avsnitt 9.1.2.

¹¹³ Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 40.

¹¹⁴ NBK:OE 2003-09-01, s. 11.

ganska tidigt stadium. Den tidsram som anges är från och med den dag diskussioner angående due diligence påbörjats med målbolagets styrelse eller en genomgång av målbolagets dokument inletts.¹¹⁵

6.2.3 Målbolagets skyldigheter

Det är målbolagets styrelse som har att ta ställning till huruvida en förfrågan från en potentiell budgivare om en due diligence skall accepteras eller ej. Vid detta avgörande skall styrelsen först och främst beakta tillämplig lagstiftning såsom ABL och ISL, men även reglerna i tillämpligt noteringsavtal. Enligt NBK bör styrelsen endast medge en due diligence om de bedömer att det planerade erbjudandet kan tänkas vara av intresse för målbolagets aktieägare. Vidare fordras det att budgivaren skriftligen krävt att få genomföra undersökningen.¹¹⁶

NBK anger vidare en rad vägledningar för hur målbolagets styrelse bör agera i anledning av en förestående due diligence av målbolaget. Bland annat bör styrelsen i sina överväganden väga in risken för att bolaget skadas, till exempel genom att företagshemligheter lämnas ut. Med hänvisning till detta bör styrelsen se till att undersökningen inte blir mer omfattande än vad som krävs för att budet skall genomföras. Vidare är det av största vikt att styrelsen ser till så att ett sekretessavtal upprättas så att budgivarens rätt att använda och sprida informationen begränsas. Som ett ytterligare påpekande anger NBK att undersökningen inte bör dra ut på tiden i onödan, då en tidsutdräkt riskerar att störa verksamheten i målbolaget.¹¹⁷

I andra stycket i punkten II.15 NBK:OE anges det hur styrelsen skall förfara om undersökningen medför att icke offentliggjord information lämnas ut till den potentiella budgivaren. Om denna information i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier, skall styrelsen se till att denna information offentliggörs. Detta kan ske genom ett pressmeddelande eller i prospektet.¹¹⁸ Detta krav innebär således att målbolaget redan från början måste vara medvetet om att ingen information som kan tänkas påverka bolagets aktiekurs kan lämnas ut till budgivaren om informationen inte samtidigt offentliggörs.¹¹⁹

I de fall det finns flera budgivare är det, enligt NBK, mycket viktigt att målbolaget tillämpar reglerna likvärdigt mot alla budgivare. Som exempel nämns att målbolaget lämnat ut information till en budgivare och en annan budgivare vill ha tillgång till samma information. I sådana fall skall målbolaget ge ut informationen även till den andra budgivaren, under förutsättning att förhållandena i övrigt är liknande.¹²⁰

¹¹⁵ Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 41.

¹¹⁶ NBK:OE 2003-09-01, s. 27.

¹¹⁷ *Ibid.*

¹¹⁸ *Ibid.*

¹¹⁹ Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 41.

¹²⁰ NBK:OE 2003-09-01, s. 27.

Avslutningsvis nämner NBK hur måbolaget skall agera om en förfrågan om due diligence framförs efter det att erbjudandet lagts fram. I sådana fall menar NBK att en undersökning endast kan genomföras om det är nödvändigt för att avgöra om ett fullföljandevillkor som ställts upp i erbjudandet uppfyllts eller ej.¹²¹

6.2.4 NBK:OE, Noteringsavtalet och ISL

Som nämnts ovan är det viktigt att förutom NBK:OE även beakta andra regelkomplex som kan vara relevanta i sammanhanget. NBK nämner uttryckligen ABL och ISL i samband med reglerna om due diligence. En intressant iakttagelse är att beviskravet för handelsförbudet och kravet på offentliggörande är lägre i NBK:OE jämfört med ISL. Värt att notera i sammanhanget är även det beviskrav som uppställs i Stockholmsbörsens noteringsavtal. I Noteringsavtalet anges att information som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen av bolagets aktier, skall offentliggöras omedelbart. Som påtalas ovan är det samma krav som uppställs i NBK:OE, varför kravet i Noteringsavtalet och NBK:OE sammanfaller. Att det inte skall vara någon reell skillnad mellan de båda formuleringarna framhålls även i doktrin.¹²²

Som angivits i avgränsningarna till uppsatsen är det primära målet med undersökningen att analysera NBK:OE samt därtill hörande praxis, finansiell lagstiftning samt ABL. Uppsatsen behandlar således primärt civilrättslig, associationsrättslig och finansiell lagstiftning. Straffrätt kommer, som ovan nämnts, endast att beröras i den omfattning det är nödvändigt för att göra bilden fullständig. Med hänvisning till detta kommer det nedan endast kort att redogöras för ISL, eftersom det är av intresse att framhålla distinktionen mellan NBK:OE och ISL:s beviskrav.

I punkterna II.2 och II.15 i NBK:OE anges att handelsförbud respektive krav på offentliggörande inträder om den erhållna informationen ”i *icke oväsentlig* (författarens kursivering) grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier”.¹²³ Enligt 1 § ISL definieras insiderinformation som ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är *ägnad att väsentligt påverka* (författarens kursivering) kursen på finansiella instrument”. Enligt NBK:OE räcker det således med att informationen i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka aktiekursen, medan ISL kräver att informationen är ägnad att väsentligt påverka aktiekursen. Viktigt att beakta vid denna distinktion är att ISL är strafflagstiftning med böter eller fängelse i högst två år i straffskalan, om det rör sig om ett brott mot handelsförbudet i 2-3 §§ ISL. I det fall det sker ett brott mot NBK:OE, är det ett brott mot Noteringsavtalet och sanktioner såsom varning, avnotering och vite kommer i fråga.

¹²¹ NBK:OE 2003-09-01, s. 27.

¹²² Nyström, Ohlsson & Skog (2004), s. 41 f.

¹²³ NBK:OE 2003-09-01, s. 11 och 27.

ISL ställer alltså upp ett högre beviskrav för att sanktioner skall bli aktuella. Det krävs att den kurspåverkande effekten inte är av försumbart slag, det krävs ett visst mått av väsentlighet. Vad som skall anses som väsentligt kan vara svårt att avgöra. I förarbetena anges att en kursförändring på 10 procent skall anses vara en väsentlig kurspåverkan. Det anges dock att det kan vara svårt att ange en fast procentsats för vad som skall anses vara en väsentlig kurspåverkan och att tolkningen kan variera på olika marknader. Bland annat påpekas det att relativt små kursförändringar på marknaden för räntebärande instrument kan vara väsentliga medan en tioprocentig förändring på optionsmarknaden anses fullt normalt. Regeringen anser vidare att det går att bedöma väsentligheten av kursförändringar med hjälp av en mängd olika parametrar. Som exempel nämns den procentuella kursförändringen samt kursförändringen mätt i form av standardavvikelsen för varje enskild aktie. Regeringen påpekar dock att det är viktigt att ha i åtanke att någon rättslig prövning av rekvisitet inte har gjorts i någon högre instans.¹²⁴

Viktigt att beakta i sammanhanget är vidare att informationen skall vara ägnad att påverka kursen, varför någon faktisk kurspåverkan ej behöver föreligga. Med ägnad menas att det skall framstå som mycket sannolikt eller det skall kunna förutsättas att omständigheten påverkar kursen.¹²⁵ Intressant i förhållande till NBK:OEs beviskrav är att möjligheten att byta ut kravet på *väsentlig grad* till det strängare *i icke oväsentlig grad* undersöktes under förarbetet till ISL. Det påpekades emellertid där att det är naturligt att ställa ett högre beviskrav för att händelsen skall falla inom det straffbelagda området, jämfört med börsens informationskrav. Att hålla kvar vid väsentlighetskravet i ISL ansågs vara ett krav ur rättssäkerhetssynpunkt.¹²⁶

Sammanfattningsvis kan således sägas att NBK och Noteringsavtalet uppställer strängare beviskrav i jämförelse med ISL. Vilken effekt denna skillnad kan få i praktiken kommer att undersökas nedan.

¹²⁴ Prop. 1999/2000:109, s. 53.

¹²⁵ af Sandeberg, *Marknadsmissbruk* (2002), s. 90 ff.

¹²⁶ Prop. 1999/2000:109, s. 53.

7 Ledningens lojalitetsplikt

7.1 Inledning

Ovan har i kapitel 3-5 redogjorts för det börs- och bolagsrättsliga reglerverk som behandlar uppsatsens problemområde. I kapitel 6 har sedan reglerna om due diligence, och då särskilt i noterade bolag beskrivits. Det finns emellertid även andra regler som avgör hur ett målbolags ledning agerar i en uppköpssituation, där de viktigaste avser lojalitetsplikten. Det kommer därför nedan att redogöras för denna och de oklarheter som råder angående dess innebörd och verkningar.

Förutom att iaktta lag och bolagsordning har även en bolagsledning ett ansvar att verka för aktieägarna och andra intressenter. I de flesta länder finns det förutom rösträtten andra krav aktieägarna kan ställa på bolagets ledning i lojalitetshänseende. Enligt Bergström & Samuelsson saknas det i svensk rätt en allmän lära som fastställer ledningens lojalitetsplikt gentemot aktieägarna och andra intressenter. Därtill anser samma författare att den rättsvetenskapliga diskussionen kring problemet är ofullständig. Som ett ytterligare problem anser Bergström & Samuelsson att begreppet lojalitet är ytterst svårdefinierat.¹²⁷

Trots denna komplexitet och osäkerhet kring ledningens lojalitetsplikt kan vissa grunddrag urskiljas. Lojalitetsplikten kan härledas ur de gamla reglerna om sysslomän. Aktieägarna, huvudmännen anlitar styrelsen, sysslomannen att utföra vissa uppgifter för deras räkning. Av yttersta vikt vid en sådan här förtroendeställning är att sysslomannen iakttar huvudmannens intressen.¹²⁸ Även om ledningens lojalitetsplikt bygger på reglerna om sysslomän anses dock styrelsen ha en friare roll än sysslomannen, då ledningen har ansvaret för verksamheten och beslut måste fattas hela tiden. Vidare är det oundvikligt att styrelsen och övriga ledningen måste ta risker under den löpande verksamheten och därmed kan inte ansvaret vara lika ingående som för en syssloman.¹²⁹

7.2 Reglering av lojalitetsplikten

Den allmänna lojalitetsplikten kan beskrivas som att ledningen har en plikt att inte utnyttja sin ställning i bolaget. Konkret kan lojalitetsplikten utläsas ur ABL 8:23, 8:34 samt 8:41. Grunden för ledningens lojalitetsplikt framgår av jävsreglerna i ABL 8:23 för styrelseledamot och ABL 8:34 för verkställande direktör. Enligt dessa bestämmelser får en styrelseledamot eller VD inte handlägga frågor som rör avtal mellan honom och bolaget.

¹²⁷ Bergström & Samuelsson (2001), s. 110.

¹²⁸ Bergström & Samuelsson (2001), s. 110-111 samt Dotevall (2001), s. 124.

¹²⁹ Dotevall (2001), s. 128.

Detsamma gäller om det rör sig om avtal mellan bolaget och tredje man, men styrelseledamot eller VD har ett väsentligt intresse i saken som kan vara stridande mot bolagets.¹³⁰ I ABL 8:41, 2 st framgår generalklausulen, vilken beskriver hur styrelsen skall förhålla sig till aktieägarna. Generalklausulen ger uttryck för den ovan beskrivna likhetsprincipen vad gäller styrelsens agerande.¹³¹

Ur denna sparsamma reglering går det dock inte att härleda en allmän lojalitetsplikt som även omfattar andra situationer än de ovan angivna. I doktrin anses det att lojalitetsplikten i svensk rätt är av oklar innebörd. Det verkar däremot finnas konsensus om att det föreligger ett visst mått av lojalitetsplikt förutom de explicita reglerna i ABL. Hur den skall härledas och dess omfattning är dock tvistigt. Enligt Bergström & Samuelsson anses det befogat att låta begreppet lojalitetsplikt utgöra en språklig symbol för de skyldigheter som åvilar ledningen gentemot företaget.¹³² Dotevall anser att det kan vara rimligt att titta på utländsk rätt och se hur frågan har lösts där.¹³³

Då lojalitetspliktens rättsliga grund och omfattning är av största vikt i en förvärvssituation kan det därför vara intressant att titta närmre på de olika ståndpunkter som framförts i doktrin för att försöka få klarhet i problematiken. Nedan kommer därför att redogöras för hur lojalitetsplikten regleras i några viktigare rättsordningar samt vilka konsekvenser de olika lösningarna kan få i en uppköpsituation.

7.3 Lojalitetsplikt enligt utländsk rätt

I *amerikansk rätt* delas de rättsliga plikterna för director och officer upp i två kategorier. Den första kategorin, aktsamhetsplikten (duty of care), är inte särskilt sträng. Däremot är ledningen hårt bunden av lojalitetsplikten (duty of loyalty). Lojalitetsplikten innebär att ledningen skall avhålla sig från att utnyttja sitt uppdrag för att nå personliga fördelar. På delstatsnivå finns det ofta en regel som säger att en rättshandling kan göras ogiltig om den inte är skälig mot bolaget. På federal nivå finns det en generalklausul som riktar sig mot olika former av illojalt beteende av ledningen. Ett åsidosättande av lojalitetsplikten eller ledningens fiduciary duties kan föranleda både ogiltighet och skadestånd.¹³⁴

I *engelsk rätt* ses ledningens ställning ur ett principal agentperspektiv. Lojalitetsplikten anses härröra från reglerna om trusteeship, vilket kan liknas vid den svenska rättens sysslomannaskap eller förvaltarskap. Hänvisningen till trusteeship görs även i amerikansk rätt. Precis som i amerikansk rätt är lojalitetsplikten betydligt strängare än aktsamhetsplikten. Genom att

¹³⁰ Dotevall (2001), s. 129 ff.

¹³¹ *Ibid.*, s. 131.

¹³² Bergström & Samuelsson (2001), s. 112.

¹³³ Dotevall (2001), s. 129.

¹³⁴ *Ibid.*, s. 125 f.

ledningen likställs med en trustee uppkommer vissa fiduciary duties. Dessa fiduciary duties anses bestå dels av kravet att agera bona fide¹³⁵ och dels av kravet att inte låta personliga intressen gå före bolagets. I engelsk rätt finns det alltså en allmän plikt för ledningen att handla i bolagets intresse. Bedömningen huruvida detta krav är uppfyllt skall vara objektiv, och karaktären av det motstridiga intresse som tillgodosetts saknar betydelse.¹³⁶

Den sista rättsordning som kommer att beröras här är den *tyska rätten*. Enligt tysk rätt får ledningen inte utnyttja sin ställning för att tillgodose personliga intressen. Denna lojalitetsplikt anses sträcka sig längre än den lojalitetsplikt som gäller i uppdragsförhållande i allmänhet. Vidare bedöms avsteg från lojalitetsplikten, precis som i engelsk rätt, objektivt.¹³⁷

7.4 Lojalitetsplikten vid uppköp

7.4.1 Lojalitetspliktens innebörd

Intressant för denna uppsats är hur den ovan beskrivna lojalitetsplikten aktualiseras i ett uppköpsförfarande. Om vi följer Bergström & Samuelssons samt Dotevalls resonemang skall alltså ledningen agera lojalt mot bolaget. Frågan uppkommer då om det med bolaget endast avses aktieägarna eller även andra intressenter (stakeholders). Enligt Bergström & Samuelsson förutsätter lojalitetsplikten, för att vara meningsfull, att lojaliteten är knuten till en exklusiv huvudman och dennes intressen. Med detta anser författarna att lojalitetsplikten endast är riktad till aktieägarna. Med hjälp av ekonomiska argument backar Bergström & Samuelsson upp denna ståndpunkt. De anser att det är aktieägarna som utser styrelsen och det är aktieägarna som står all risk och därmed även har rätt att avgöra var lojalitetsplikten skall riktas. Vidare anser Bergström & Samuelsson att alla andra intressenter kan säkerställa sina intressen genom kontrakt mellan dem och bolaget.¹³⁸

Bergström & Samuelssons ståndpunkt står emellertid inte oemotsagd. Det finns andra författare som anser att lojalitetsplikten är riktad mot bolaget som sådant och därmed innefattar även andra intressenter än aktieägarna. Att även exempelvis borgenärernas intresse skall iaktas anses enligt Dotevall framgå av ABL-75 12:2 (motsvaras nu av ABL 17:3) och skyddet för bolagets bundna egna kapital. Dotevall anser att om bolagets intresse är lika med alla aktieägares intresse förlorar bolagets intresse sin självständighet när alla aktieägare är överens.¹³⁹

¹³⁵ Bona fide kan närmast översättas som allmänt gott förvaltarekap, med god avsikt eller liknande. Enligt Nationalencyklopedin förstås med bona fide "En rättslig princip som innebär att juridiska förpliktelser skall tolkas och fullgöras på ett uppriktigt och ärligt sätt." Se vidare <http://www.ne.se>.

¹³⁶ Dotevall (2001), s. 126.

¹³⁷ *Ibid.*, s. 127.

¹³⁸ Bergström & Samuelsson (2001), s. 111 f.

¹³⁹ Dotevall (2001), s. 113 f.

Frågan är då hur bolagets lojalitetsplikt skall definieras och hur ledningen skall agera i en uppköpssituation, då det oftast finns motstående intressen i målbolaget. Om Bergström & Samuelssons resonemang följs skall endast aktieägarnas intressen iaktas och därmed bryter ledningen mot lojalitetsplikten om de inte handlar i enlighet med aktieägarnas intressen. Om däremot Dotevalls ståndpunkt följs kan ledningen handla i motsats till aktieägarnas intressen om det är till gagn för bolaget som sådant. I sådana fall kan det vara förenligt med lojalitetsplikten att ge exklusiv insyn endast till en budgivare, då det kanske är en säker förvärvare, vilket är bäst för intressenter såsom arbetstagare och borgenärer.¹⁴⁰

7.4.2 NBK:OE

I en uppköpssituation skall styrelsen, enligt punkten II.14 NBK:OE, uttala sig om erbjudandet men i övrigt förhålla sig passiv. Anledningen till att styrelsen skall uttala sig är att styrelsen har en sådan inblick i verksamheten att deras ståndpunkt oftast kan vara till hjälp för aktieägarna. NBK påtalar vidare att likabehandlingsprincipen skall iaktas genom stadgandet att styrelsen skall agera i samtliga aktieägares intresse. Det påpekas särskilt att styrelsen vid utformandet av uttalandet inte får styras av särskilda hänsyn till vissa ägare eller av hänsyn till sin egen position. Då aktieägarna måste ha skälig tid till sitt förfogande för att utvärdera uttalandet, måste styrelsen inom rimlig tid före acceptfristens utgång offentliggöra uttalandet.¹⁴¹

Vid fientliga bud¹⁴² är det vanligt att styrelsen försöker motverka budet med olika försvarsåtgärder.¹⁴³ Styrelsen får dock inte, enligt punkten II.16 NBK:OE, vidta försvarsåtgärder mot erbjudandet utan aktieägarnas stöd. Enligt NBK baseras detta ställningstagande på faktumet att ett offentligt erbjudande är riktat till aktieägarna i målbolaget. En av grundprinciperna i NBK:OE är att aktieägarna får ta del av erbjudandet med så pass relevant information som möjligt. Det är därför viktigt att inte styrelsen motverkar erbjudandet utan aktieägarnas stöd. En försvarsåtgärd får endast beslutas av bolagsstämman, vilket innebär att en sådan åtgärd inte kan vidtas av styrelsen med stöd av ett tidigare bemyndigande. Det påtalas dock av NBK att det kan finnas fall då det krävs skyndsamma åtgärder och stämmans godkännande inte kan inhämtas inom rimlig tid. I sådana fall kan AMN lämna dispens.¹⁴⁴

Den svenska regeln i punkten II.16 NBK:OE är vidare i linje med det trettonde bolagsdirektivet. I artikel 9.2 i detta direktiv framgår det att styrelsen måste erhålla godkännande från bolagsstämman för att få vidta åtgärder som kan försvåra genomförandet av erbjudandet. Det enda

¹⁴⁰ För ett vidare resonemang samt författarens ståndpunkter se nedan i kapitel 9.

¹⁴¹ NBK:OE 2003-09-01, s. 26.

¹⁴² Det vill säga bud som inte rekommenderats av styrelsen.

¹⁴³ För en redogörelse kring vilka vanliga försvarsåtgärder det finns samt deras innebörd, se nedan angående jämförelsen med USA.

¹⁴⁴ NBK:OE 2003-09-01, s. 28.

undantaget från denna huvudregel är att styrelsen får söka efter en så kallad ”white knight”, det vill säga söka efter alternativa erbjudanden. Anledningen till detta undantag är att det är till fördel för aktieägarna, då det kan innebära att det blir fler budgivare i processen, samt det faktum att aktieägarna i ett sådant fall har sista ordet, då de själva avgör om de vill anta något av buden eller inte. Frånsett detta fall är det alltså bolagsstämman som avgör eventuella försvarsåtgärder.¹⁴⁵

I anslutning till denna redogörelse kring försvarsåtgärder vidtagna av styrelsen kan det vara intressant att göra en kort komparativ jämförelse med den amerikanska marknaden. Till skillnad från Kontinentaleuropa och Norden är ägandet ofta mycket mer diversifierat i den anglosaxiska världen. Det finns många små ägare och styrelsen får därmed en starkare roll. I Sverige har vi en tradition av starka majoritetsägare och styrelsen får därför i motsvarande mån en svagare ställning.¹⁴⁶ Som en konsekvens av detta är det, som ovan nämnt, inte tillåtet för styrelsen att vidta försvarsåtgärder utan bolagsstämmans godkännande. I USA är däremot förhållandena annorlunda. De lojalitetsplikter ledningen har i förhållande till aktieägarna enligt amerikansk rätt¹⁴⁷ förhindrar inte styrelsen att vidta försvarsåtgärder utan aktieägarnas godkännande. Styrelsen har istället att iaktta bolagets bästa, vilket inte behöver innebära aktieägarnas bästa, när de utvärderar ett eventuellt fientligt bud.¹⁴⁸

Som en konsekvens av att styrelsen får vidta försvarsåtgärder enligt amerikansk rätt finns det en uppsjö av sinnrika och innovativa försvarsåtgärder vilka inte sällan har färgstarka namn. Då detta fenomen inte är av primär vikt för uppsatsen, men för att förstå innebörden och konsekvenserna av åtgärderna, kommer det därför endast att redogöras för de vanligaste försvarsåtgärderna. Åtgärder före ett bud kan bland annat vara så kallade *poison pills* vilka medför att målbolaget blir väldigt oattraktivt om ett fientligt bud aktualiseras. Exempel på *poison pills* kan vara att målbolaget slutit ett avtal med tredje man, vilket stadgar att tredje man skall få förvärva merparten av målbolagets tillgångar till underpris om ett fientligt bud aktualiseras. En liknande konstruktion är så kallade *golden parachutes* vilket innebär att ledningen får en orimlig ersättning i fall av fientliga bud. Efter ett bud offentliggjorts kan även styrelsen vidta försvarsåtgärder. Exempel på detta är den ovan nämnda *white knight*, det vill säga att styrelsen söker upp en annan budgivare, vilken tilltalar ledningen. *Pacman* taktiken kan även tillämpas efter ett bud offentliggjorts. Den sistnämnda taktiken innebär att målbolaget riktar ett fientligt bud på budgivaren och på så sätt sätter press på denne.¹⁴⁹

¹⁴⁵ Wooldridge (2003), s. 122.

¹⁴⁶ Ekonomirådets rapport (2003), s. 54 ff.

¹⁴⁷ Med amerikansk rätt avses federal lag, i detta fall Securities Act, the Williams Act och US State securities laws. Givetvis kan vissa avvikelser förekomma enligt delstatslagarna. Det i texten skrivna får emellertid anses vara en generell bild av den amerikanska marknaden.

¹⁴⁸ Horn (2001), s. 23.

¹⁴⁹ Ross, Westerfield & Jordan (2003), s. 863. För mer information om olika försvarsåtgärder se samma bok, s. 859-863.

Med dessa iakttagelser kan det vara av intresse att åter vända blicken till svenska förhållanden. Som ovan nämnts är det enligt svenska regler inte tillåtet för styrelsen att vidta försvarsåtgärder som inte är godkända av aktieägarna. Försvarsåtgärder godkända av aktieägarna är dock förenliga med svensk rätt. Det säger sig även självt då det är aktieägarna som har att anta eller förkasta ett framlagt bud. Det kan dock finnas försvarsåtgärder som har beslutats långt bak i tiden. Ett sådant exempel, vilket är mycket vanligt i svenska börsbolag är röstvärdesskillnader. I svenska bolag får, enligt ABL 4:5, ingen aktie ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet av någon annan aktie. Denna regel medför att det i många svenska bolag finns betydande röstvärdesskillnader mellan olika aktier. Med en ganska liten kapitalinsats kan således en aktieägare kontrollera en betydande del av ett aktiebolag. För att få kontroll över bolaget måste således en budgivare få tillgång till dessa röststarka aktier, vilket inte är okomplicerat och oftast kostsamt.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Då reglerna kring röstvärdersskillnader inte är av primärt intresse för denna uppsats, men får anses ha relevans i så måtto att det visar på att aktieägarna har ett mycket stort inflytande i svensk bolagsrätt. Majoritetsägarna har ett stort inflytande och i samma utsträckning minskar styrelsens. För vidare läsning angående röstvärdesskillnader se Rodhe (2000), s. 132.

8 Praxis och empiri

8.1 Inledning

I detta avsnitt är tanken att uppsatsens problematik skall få en mer praktisk vinkling och på så sätt hjälpa läsaren att se hur problemen behandlas i affärlivet samt ge en god grund för den kommande analysen. Först kommer Disciplinnämndens praxis att redogöras för och sedan beskrivs ett specifikt fall, som har särskilt stor betydelse för denna uppsats, mer i detalj. För att få en verklig bild av problematiken kommer avslutningsvis de åsikter som finns i branschen att beskrivas. Informationen har inhämtats genom intervjuer med affärsjurister och företagsledare, som har erfarenhet av förvärv av noterade bolag.

Ett kort förtydligande kan dock initialt vara på sin plats rörande nedan beskriven praxis. Som ovan beskrivits i kapitel 5 var det fram till 1993 börsens styrelse som beslutade i sanktionsfrågor. Det innebär att praxis från 1977-1992 beslutades av börsens styrelse, varför en distinktion i förhållande till Disciplinnämndens praxis måste göras. Det finns emellertid ingen praxis från börsens styrelse som är av större vikt för denna uppsats, varför endast relevanta avgöranden från Disciplinnämnden kommer att beskrivas nedan.

8.2 Disciplinnämndens praxis

Det finns en rad avgöranden från Disciplinnämnden, men endast några få som har relevans för denna uppsats.¹⁵¹ Dock är inte heller i dessa fall frågan om selektiv informationsgivning i samband med en due diligence avgjord. Närliggande frågor har emellertid berörts i nedan beskrivna fall, varför det kan vara intressant att se hur Disciplinnämnden resonerar och vilka faktorer som tillmäts betydelse. Nedan kommer sju avgöranden från Disciplinnämnden att beskrivas, vilka behandlar frågor av vikt för denna uppsats.

Två avgöranden som har närmast anslutning till denna uppsats frågeställning meddelades i början av 2004. Det första fallet gäller Tripep AB (Tripep) som lämnade ut selektiv information till en journalist. Den 29 oktober 2003 publicerade Tripep AB ett pressmeddelande om vissa forskningsresultat. Problemet var emellertid att bolaget dagen innan hade berättat för en journalist i Dagens Industri om dessa forskningsresultat. En

¹⁵¹ De flesta avgörandena från Disciplinnämnden berör frågor om underlåtenhet av noterade bolag att informera Stockholmsbörsen om verksamhetsförändringar, redovisningsfrågor, köp och försäljning av egna aktier och annan obligatorisk informationsgivning. För en god redogörelse avseende Disciplinnämndens och börsens styrelses praxis mellan åren 1977 och 1997 se Jonsson (2000). För en mer aktuell översikt se <http://www.stockholmsborsen.se> under disciplinärenden.

artikel om forskningsresultaten fanns i Dagens Industri innan offentliggörandet hann nå marknaden. I detta fall konstaterade Disciplinnämnden att Tripeps förfarande inte var förenligt med börsreglerna. Däremot ansåg Disciplinnämnden att översteget var av mindre allvarligt slag varför endast en varning utdömdes. Anledningen till att översteget inte ansågs vara så allvarligt var att pressmeddelandet hade offentliggjorts i god tid innan börsern öppnades, så ingen reell skada hade skett.¹⁵²

Ett liknande fall, som avgjordes av Disciplinnämnden vid samma tidpunkt, rör Lundin Petroleum AB (Lundin). Omständigheterna var de samma som ovan, det vill säga att Lundin lämnade ut information till en journalist på Dagens Industri innan den offentliggjordes i ett pressmeddelande. I detta fall fanns emellertid kursdrivande information i Dagens Industri dagen innan informationen offentliggjordes i ett pressmeddelande, enligt föreskriven ordning. Disciplinnämnden fann att Lundin hade överträtt börsreglerna och utdömde vite motsvarande en årsavgift eller 48.000 kr.¹⁵³

I fyra andra fall berörs en lite annan problematik rörande informationsgivningen. Det tre första fallen är samtliga från 2003 och rör Sweco AB, Nordea AB och Intenia International AB (Sweco, Nordea och Intenia). Innehållet i bolagens kvartalsrapporter fanns tillgängligt på företagets hemsida innan informationen hade offentliggjorts i enlighet med Noteringsavtalet. Informationen kom ut genom att informationsföretaget Reuters listade ut den hemliga Internetadressen där informationen fanns tillgänglig. Anledningen till att Reuters hittade informationen var att Internetadressen var identisk med de adresser företagen använt tidigare för att publicera kvartalsrapporter, med den skillnaden att de två sista tecknen bytts ut från Q2 till Q3 eller motsvarande. Disciplinnämnden ansåg att informationen var så lätt att få tag på att det låg inom företagets kontrollfär. Företagen ansågs därför ha gjort sig skyldiga till en överträdelse av Noteringsavtalets informationsregler. Disciplinnämnden ansåg dock, med hänvisning till att utlämnandet var oavsiktligt samt att förberedelserna gjorts med strävan att hålla informationen tillgänglig efter offentliggörandet, att förfarandet var ursäktligt. Disciplinnämnden nöjde sig därför att meddela företagen en varning.¹⁵⁴ Ett liknande fall avgjordes i slutet av 2003 och gällde Höganäs AB (Höganäs). Omständigheterna var de samma som i de tre föregående fallen och Disciplinnämnden resonerade på motsvarande sätt. Utgången blev att Disciplinnämnden ansåg att överträdelsen var ursäktlig och nöjde sig med att meddela en varning.¹⁵⁵

Det sista fallet som kommer att behandlas är från 2005 och rör Intenia AB (Intenia). Problematiken påminner om den i Tripep- och Lundinfallen och rör selektiv informationsgivning. I samband med att Intenia presenterade

¹⁵² Avgörande från Disciplinnämnden 2004:1.

¹⁵³ Avgörande från Disciplinnämnden 2004:2.

¹⁵⁴ Avgöranden från Disciplinnämnden 2003:2, 2003:3 och 2003:4.

¹⁵⁵ Avgörande från Disciplinnämnden 2003:7.

halvårsbokslutet för 2004 lämnade bolagets VD information om Intentias konsult- och rörelsemarginaler för kommande fjärde kvartal till en journalist. Vidare lämnade VD:n annan kurspåverkade information angående prognoser för bolagets tredje kvartal i samband med en telefonkonferens. Ingen information offentliggjordes på föreskrivet sätt och Disciplinnämnden ansåg att Noteringsavtalet överträtts. Sanktionen blev ett vite motsvarande en årsavgift (192.000 kr).¹⁵⁶

8.3 Song Networks

Ett fall som har tilldragit sig stor uppmärksamhet på senare tid är danska TDC:s bud på svenska Song Networks. Av olika omständigheter, vilka kommer att redogöras för nedan, har emellertid inte frågan hamnat hos Disciplinnämnden. Fallet berör en stor del av de frågor som uppsatsens problemställning behandlar och kommer att tjäna som fallstudie i nedanstående analys.

I september 2004 lade danska telekombolaget TDC ett bud på den svenska telekomoperatören Song Networks (i fortsättningen Song).¹⁵⁷ Kort därefter lade sig svenska Tele 2 i leken och budstriden mellan TDC och Tele 2 kunde börja.¹⁵⁸ Budstriden fortsatte och som segrare ur striden gick TDC med det slutgiltiga budet på 95 kronor per aktie.¹⁵⁹

Efter all uppståndelse hade lagt sig framkom det att TDC hade fått tillgång till information, som inte var allmänt känd, i samband med en due diligence de gjorde av Song innan budet lades den 14 september 2004. Stark kritik riktades mot Songs styrelse för att de inte informerade aktiemarknaden om detta faktum. Förfarandet var troligtvis ett brott mot punkten II.15 NBK:OE, men eftersom TDC avnoterade Song innan sanktioner kunde komma i fråga, går det endast att spekulera kring hur utfallet i Disciplinnämnden hade blivit.¹⁶⁰

Även om det endast går att spekulera kring utfallet kan det dock vara värt att notera att Stockholmsbörsen riktar stark kritik mot Song i ett pressmeddelande från början av 2005. I detta pressmeddelande framhåller Stockholmsbörsen att TDC i samband med en due diligence som genomfördes den 14 september 2004 fick tillgång till information som avsåg verksamheten för återstoden av 2004 samt helåret 2005. Delar av denna information var, enligt Stockholmsbörsen av sådan karaktär att den skall anses som ny information och därför, enligt Noteringsavtalet, delges senast en vecka före acceptfristens utgång. Börsen framhåller vidare i pressmeddelandet att Noteringsavtalets regler i samband med offentliga erbjudanden generellt sett innebär att styrelsen i målbolaget noga måste

¹⁵⁶ Avgörande från Disciplinnämnden 2005:1.

¹⁵⁷ Blecher, Affärsvärlden (040914).

¹⁵⁸ Affärsvärlden (040922).

¹⁵⁹ Affärsvärlden (041029).

¹⁶⁰ Nachemson-Ekwall, Affärsvärlden (050111).

överväga vilken information som kan lämnas till en potentiell budgivare. Stockholmsbörsen poängterar att det är av fundamental vikt för aktiemarknadens funktion att samtliga aktörer har tillgång till samma information i god tid före acceptfristens utgång. Med hänsyn till detta måste styrelsen, i de fall de beslutat att dela ut kurspåverkande information, även säkerställa att informationen offentliggörs innan acceptfristens utgång. Trots denna skarpa kritik och antydningar om brott mot Noteringsavtalet valde Stockholmsbörsen att inte lämna över ärendet till Disciplinnämnden, även om de övervägde detta. Anledningen till detta beslut är, enligt Stockholmsbörsen, att sista dagen för handel i Song-aktien var den 10 januari 2005. Stockholmsbörsen anser således att det inte finns tillräckliga skäl till att gå längre än att rikta allvarlig kritik mot Song eftersom de inte längre är noterade på Stockholmsbörsen.¹⁶¹

En aspekt som även är aktuell i Song-fallet är TDC:s agerande. Som nämnts ovan fokuserar uppsatsen primärt på NBK:OE och i detta fall målbolagets agerande. Värt att nämna i detta fall är emellertid eventuella anspråk som kan tänkas riktas mot det danska TDC. Finansinspektionen har anmält TDC till Ekobrottsmyndigheten för utvärdering av handeln i Song aktier.¹⁶² Insiderhandel kan tänkas bli aktuellt i detta fall då TDC handlade Song-aktier med information som inte var allmänt känd för marknaden. Enligt ISL är detta ett förfarande som är straffbart. Det kan vara intressant att ha detta i åtanke vid nedanstående analys av Songs agerande.

8.4 Åsikter i branschen

Efter genomförda intervjuer kan vissa allmänna uppfattningar skönjas. För att få en såväl juridisk som ekonomisk vinkling av problemen har två affärsjurister och en företagsledare intervjuats. I detta avsnitt kommer endast huvuddragen av intervjuerna att redovisas medan de mer specifika detaljerna kommer att behandlas i anslutning till lämpliga avsnitt i analysen. Frågorna har primärt rört aktiemarknadens funktion och dess aktörer. En generell uppfattning verkar vara att den svenska aktiemarknaden fungerar på ett tillfredsställande sätt. De befintliga reglerna är tillräckligt flexibla för att fungera i en föränderlig bransch, men samtidigt har de sådan dignitet att de följs av de flesta aktörer. Vad som påtalas som viktigt är marknadspsykologi och god renommé, varför även detta måste beaktas vid sidan av de traditionella reglerna och deras sanktioner. Att även rådgivarna har en viktig roll är något som påpekas, varför fokus inte bara skall vara på budgivare och målbolag. Särskilt i samband med utländska aktörer har rådgivarna en framskjuten roll. Dessa iakttagelser är endast huvuddragen och de mer specifika detaljerna kommer att analyseras vidare nedan och sammanvävas med den teori som beskrivits ovan.¹⁶³

¹⁶¹ Pressmeddelande från Stockholmsbörsen, 2005-01-11.

¹⁶² Affärsvärlden (050203).

¹⁶³ Intervjuerna har genomförts vid tre tillfällen med tre personer som följer: Sjöman, Intervju, 2005-04-06, Hedsund, Intervju, 2005-04-09 och Pihl, Intervju, 2005-04-14. För intervjuteknik se materialavsnittet 1.6 ovan.

9 Analys

9.1 Due diligence

Frågan som primärt kommer att analyseras i detta avsnitt är vad som händer om det upptäcks något vid en due diligence som påverkar kursen negativt respektive positivt och hur målbolaget och budgivaren i sådana fall skall agera. Som ovan nämnts är huvudregeln att all information som, i icke oväsentlig grad, kan tänkas påverka värderingen av bolagets aktier skall offentliggöras. Reglerna är mycket klara på den punkten. Problem uppkommer dock med hänsyn till att det kan vara svårt att avgöra vilken samt hur mycket information som får lämnas ut samt det faktum att det är olika regelkomplex som behandlar informationsgivningen. Ovan har redogjorts för diskrepansen mellan å ena sidan Noteringsavtalets och NBK:OE väsentlighetskrav och å andra sidan ISL:s. Vidare är det av vikt att notera att ISL riktar sig primärt till den person som handlar i aktien, vilket i denna uppsats terminologi är budgivaren¹⁶⁴, medan Noteringsavtalet och NBK:OE riktar sig såväl till budgivaren som till målbolaget. Problem som uppkommer i anslutning till en due diligence av ett noterat bolag är därför tudelade, dels budgivarens användning av icke offentliggjord information och dels målbolagets distribution av motsvarande information.

9.1.1 Budgivaren

Enligt punkten II.2 NBK:OE skall en budgivare som erhåller icke offentliggjord information, som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen av målbolagets aktier, avstå att handla i målbolagets aktier till dess att informationen är offentliggjord. Som ovan nämnts ställer ISL upp ett högre krav för att regelverket skall bli aktuellt, då det krävs att kursen kommer att påverkas väsentligt. Det är denna diskrepans som, enligt författaren, kan tänkas leda till luckor i rättstillämpningen. Att exakt avgöra vad som är en icke oväsentlig respektive väsentlig kursförändring kan inte göras. Det som däremot kan fastställas är det föreligger en reell gradskillnad mellan de bägge rekvisiten. ISL ställer upp ett högre beviskrav än Noteringsavtalet och NBK. Det kan således uppkomma situationer då budgivaren kan komma att omfattas av de civilrättsliga sanktionerna men inte de straffrättsliga. Konsekvenserna kanske inte ter sig så allvarliga, men det kan uppkomma situationer då budgivaren undkommer ansvar. Det fall som främst är aktuellt är då budgivaren inte är noterat på Stockholmsbörsen, exempelvis en utländsk budgivare och väljer att inte åta sig att följa

¹⁶⁴ Det finns förvisso även ett förbud mot obehörigt röjande av insiderinformation i 7 § ISL. Då detta problemområde inte berörts i uppsatsen, samt ej heller är föremål för analys kommer det inte att behandlas närmare. Vidare kan det vara värt att notera att det för att handlingen skall anses som brottslig krävs att informationen lämnas i syfte att förmå någon annan att handla på grundval av informationen. För en vidare redogörelse angående obehörigt röjande se af Sandeberg, Marknadsmissbruk (2002), s. 104 ff.

NBK:OE, vare sig i prospektet eller i pressmeddelandet. Vidare kanske de civilrättsliga sanktionerna inte är tillräckligt effektiva för att tillgodose aktiemarknadens intressen. Dessa problem kommer att redogöras för mer ingående i nästkommande avsnitt.

9.1.2 Målbolaget

Den andra sidan av myntet, vilket även är av primärt fokus i denna uppsats, är målbolagets ansvar vid en due diligence av bolaget. Huvudregeln är som ovan nämnts enligt punkten II.15 NBK:OE att icke publik information skall offentliggöras så fort som möjligt. Samma princip framgår av punkterna 1 och 29, Bilaga 1 Noteringsavtalet. Uppsatsen fokuserar, som tidigare nämnts, på den civilrättsliga och bolagsrättsliga regleringen i samband med ett uppköp. Det är dock oundvikligt att göra referenser till straffrättslig lagstiftning, i detta fall ISL. I föregående avsnitt nämns skillnaden mellan väsentlighetskravet i ISL och NBK:OE och Noteringsavtalet som ett möjligt problem. Då ISL primärt är inriktad mot budgivaren, eftersom lagen behandlar handel med finansiella instrument blir jämförelsen inte lika påtaglig vid analysen av målbolaget. Det kan dock vara värt att påpeka några saker. Även personer i målbolaget kan komma att omfattas av ISL i den situation som behandlas här. Skulle icke offentligjord information lämnas till en budgivare som sedan förvärvar aktier i målbolaget och väsentlighetskravet är uppfyllt kan budgivaren komma att dömas för insiderbrott. I ett sådant fall kan personer i målbolaget komma att dömas för medverkansansvar enligt BrB 23:4. Även brottet obehörigt röjande av insiderinformation kan bli aktuellt för personer i målbolaget. I fortsättningen kommer emellertid att bortses från dessa alternativ.¹⁶⁵

Skulle det uppkomma en situation där målbolaget lämnar icke offentligjord information till budgivaren och sedan inte lämnar motsvarande information till aktieägarna och aktiemarknaden inom föreskriven tid, är det ett brott mot NBK:OE och Noteringsavtalet. Aktuella sanktioner har redogjorts för ovan och kommer vidare att analyseras närmare nedan. Problem kan uppkomma om målbolaget avnoteras innan Disciplinnämnden kan vidta åtgärder. Vidare kan det vara aktuellt att diskutera huruvida sanktionerna verkligen är effektiva. Ett vidare resonemang angående effektiviteten och möjliga brister kommer att föras i avsnittet nedan angående sanktionerna.

AMN har en relativt sparsam praxis när det gäller frågor om utlämnande av icke offentligjord information till en budgivare i samband med en due diligence av ett noterat bolag. Det finns emellertid ett ganska nyligen avgjort ärende från november 2004 där informationsproblematiken berörs. I AMN:s uttalande 2004:31 behandlas bland annat frågan om utlämnande av icke offentligjord information i samband med en due diligence. I detta fall rörde det sig förvisso inte om en due diligence, utan informationen lämnades ut på

¹⁶⁵ För mer information angående ISL och medverkansansvar samt brottet obehörigt röjande av insiderinformation se af Sandeberg, *Marknadsmissbruk* (2002), s. 102 ff.

annat sätt, men AMN påtalar att punkten II.15 NBK:OE får anses vara analogt tillämplig även i sådana fall, varför resonemanget i uttalandet är giltigt även för problemen i denna uppsats.

Kortfattat framgår det av AMN 2004:31 att huvudägarna i mediebolaget VLT bildade ett utköpsbolag, Mediaindressenter, som skulle lämna ett offentligt erbjudande på samtliga aktier i VLT. Två av styrelseledamöterna i VLT offentliggjorde dock kritik efter det att budet offentliggjorts med hänvisning till att Mediaindressenter hade erhållit icke offentliggjord information som inte tagits med i prospektet. Både Mediaindressenter och VLT bemötte denna kritik med ett pressmeddelande, där det menades att Mediaindressenter inte hade fått tillgång till icke offentliggjord information. De två styrelseledamöterna ansåg dock att detta uttalande var felaktigt då det var uppenbart att Mediaindressenter hade tillgång till detaljkunskaper rörande VLT samt även information och kalkyler angående framtida affärer. Som en del fråga till AMN ingick därför spørsmålet huruvida VLT handlat i strid med punkten II.15 NBK:OE. AMN anser att de två styrelseledamöternas framställning inte kan anses ge stöd för uppfattningen att Mediaindressenter har erhållit kurspåverkande information av det slag som NBK:OE tar sikte på. AMN menar istället att de personer som är knutna till Mediaindressenter har "...fått ett allmänt informationsövertag genom sin kännedom om VLT:s affärsförhållanden och affärsplaner på grund av att de är styrelseledamöter i VLT."¹⁶⁶ I övrigt finns det inga avgöranden i AMN som direkt berör problematiken i punkten II.15 NBK:OE. Däremot finns det beslut från Disciplinnämnden där frågor om selektiv informationsgivning har berörts. Som framgår av ovanstående avsnitt om Disciplinnämndens praxis är emellertid dessa frågor en aning knapphändigt behandlande även där.¹⁶⁷

Det som går att utläsa av redogörelsen ovan är att NBK:OE tolkas relativt välvilligt av AMN och det torde krävas tämligen mycket för att en överträdelse av punkten II.15 NBK:OE skall anses vara för handen. I avsnitt 9.3 kommer sanktionerna och dess effektivitet att analyseras och där kommer även Disciplinnämndens praxis att utvärderas. Som ovan beskrivits är det AMN som har att tolka NBK:OE medan det är Disciplinnämnden som utdömer påföljd. I de fall det inte anses föreligga någon oklarhet kring tolkningen av bestämmelserna är det således Disciplinnämnden som har att avgöra huruvida ett brott mot Noteringsavtalet (med aktuella hänvisningar)¹⁶⁸ föreligger. Då det endast finns ett, för denna uppsats aktuellt, uttalande från AMN blir således Disciplinnämndens praxis än mer intressant. Innan praxis från Disciplinnämnden har analyserats är det således för tidigt att dra några definitiva slutsatser angående hur reglerna tillämpas och vad budgivaren och målbolaget bör iaktta, i de fall icke offentliggjord information lämnas ut i samband med en due diligence av ett noterat bolag. Innan sanktionerna analyseras kommer dock en undersökning av

¹⁶⁶ AMN 2004:31.

¹⁶⁷ För vidare analys av Disciplinnämndens praxis se avsnitt 9.3.2 nedan.

¹⁶⁸ I denna uppsats är det främst NBK:OE som är intressanta.

lojalitetsplikten, dess effekt på ledningens beteende och dess förhållande till informationsplikten att tillhandahållas.

9.2 Ledningens lojalitetsplikt

9.2.1 Inledning

Förutom offentliggöranderegler som gäller i samband med en due diligence av ett noterat bolag finns det regler som är aktuella vid undersökningar av både noterade och onoterade bolag. Frågan uppkommer hur ledningens lojalitetsplikt påverkar eventuella val vid kontakten med potentiella budgivare. Innebörden och oklarheten kring ledningens lojalitetsplikt blir väldigt påtagligt i en uppköpsituation. Om det inte finns klara riktlinjer för hur ledningen skall agera och vilka intressen som skall iaktas finns det en stor risk att egna preferenser spelar in, vilka strider såväl mot aktieägarnas som mot marknads. Tanken med detta avsnitt är att göra bilden vad gäller informationsgivning i samband med publika förvärv klarare. Det är väldigt viktigt att ha klart för sig vad lojalitetsplikten innebär i en förvärvssituation, det vill säga hur ledningen i målbolaget skall agera.

Ovan flaggas upp för problemet kring definitionen av lojalitetsplikten. Bergström & Samuelsson menar att det endast är aktieägarnas intressen som skall iaktas medan Dotevall hävdar att lojalitetsplikten omfattar bolaget som sådant och därmed även andra intressenter såsom exempelvis arbetstagare och borgenärer. För att hitta en rimlig lösning till denna problematik är det av vikt att först titta på den svenska aktiemarknadens sammansättning och bolagsstruktur.

Enligt nyligen offentliggjord statistik finns det 274 bolag noterade på Stockholmsbörsen¹⁶⁹ och totalt är 247 129 aktiebolag registrerade i Sverige.¹⁷⁰ Det är således inte så stor del av det totala antalet aktiebolag som är noterade på Stockholmsbörsen. Däremot är det de största bolagen som är noterade och därmed finns det mesta av kapitalet på börsen. Det som är intressant för denna uppsats är hur ägarstrukturen ser ut i de noterade bolagen. Enligt Ekonomirådets rapport 2003, har de svenska bolagen, liksom de flesta bolag i Europa, en majoritetsägare. Företag med spritt ägande är ovanligt och det finns ofta en ägare med en kontrollpost. Detta är en tradition som har levt kvar i Sverige sedan början av 1900-talet.¹⁷¹

9.2.2 Innebörden av lojalitetsplikten vid uppköp

I Sverige har vi alltså en tradition av starka majoritetsägare som deltar aktivt i bolagets verksamhet och strategier. Problemet med principal

¹⁶⁹ Månadsstatistik OMX Exchanges februari 2005.

¹⁷⁰ <http://www.scb.se>.

¹⁷¹ För vidare information samt statistik se Ekonomirådets rapport (2003), s. 54 ff.

agentproblematiken blir därför inte lika stor i svenska bolag som i exempelvis anglosaxiska. Majoritetsägarna har ett stort inflytande och det är istället primärt minoritetsägare och eventuellt andra intressenter såsom arbetstagare och borgenärer som kan komma att bli lidande av majoritetsägarens stora inflytande. Den svenska aktiemarknaden består alltså till huvuddelen av majoritetsägda bolag med aktiva ägare. Frågan är vilka konsekvenser detta får för betydelsen av ledningens lojalitetsplikt. Innebörden av lojalitetsplikten står mellan ett smalare perspektiv omfattande endast aktieägarna och ett bredare omfattande även andra intressenter såsom arbetstagare och borgenärer.

I en uppköpsituation blir denna spänning ytterst intressant. I samband med den ovan analyserade informationsproblematiken kompliceras problemet ytterligare. Följs Dotevalls linje blir konsekvensen att inte endast aktieägarnas intressen skall iaktas. Om vi nöjer oss med tre grupper av intressenter i nedanstående analys kan följande intressekonflikter tänkas uppstå. Aktieägarnas mål är rimligtvis att få så hög avkastning på sitt kapital som möjligt, vilket vidare innebär ett visst mått av risktagande med avseende på de investerade pengarna. På den andra sidan av riskskalan återfinns arbetstagarna som är villiga att ta en väldigt låg risk men förväntar sig samtidigt en modest avkastning i form av lön. Den tredje intressentkategorin, borgenärerna återfinns i mitten av riskskalan och förväntar sig en viss avkastning i form av ränta, men är samtidigt inte villiga att ta alltför hög risk, utan vill ha tillbaka det utlånade kapitalet. Den risk borgenärerna löper är konkursrisken, vilket förvisso är samma risk som aktieägarna löper. Skillnaden är emellertid att borgenärerna har en bättre förmånsrätt i fall av konkurs.¹⁷² Skall alla dessa intressen och olika riskpreferenser iaktas av ledningen i en uppköpsituation kan det bli svårt att ta ett rättvist beslut. Om även informationspliktsreglerna inkluderas kan det bli näst intill omöjligt för ledningen.

För att konkretisera problematiken kan ett fiktivt exempel ställas upp. Antag att ett noterat bolag står inför ett uppköp. Det finns en rad intresserade budgivare. En av budgivarna är dock villig att göra en snabb affär till ett något lägre pris, samt garanterar att inga arbetstagare kommer att sägas upp efter förvärvets genomförande. I gengäld vill budgivaren ha exklusiv insyn i målbolaget och garanti att inga andra potentiella budgivare kommer att få tillgång till samma information. För borgenärerna är detta det bästa alternativet då deras fordringar tryggas och onödigt osäkerhet undviks. Samma gäller för arbetstagarna då deras anställning tryggas. Vidare kan ledningen själv ha intresse av att just den budgivaren får exklusivitet, då styrelsemedlemmarna kan ha fått garantier om fortsatt mandat. För aktieägarna är emellertid detta kanske inte det bästa alternativet, då andra alternativ kan ge högre avkastning. Vidare är det troligtvis svårt för ledningen att motivera selektiv informationsgivning med hänvisning till att den potentiella budgivaren garanterar en snabb och god affär, med trygghet för anställda och ledning.

¹⁷² Se 1-2 §§ FML. För vidare information angående förmånsrätt se Rodhe (2000), s. 262.

En bättre lösning är troligtvis att följa Bergström & Samuelsson och anse att lojalitetsplikten är knuten till en huvudman och dennes intresse. Att det är aktieägarna som bestämmer över aktiebolaget är en grundprincip i bolagsrätten. Givetvis skall ledningen ha ett visst mått av rörelsefrihet vad gäller den löpande verksamheten. När det gäller en så pass omvälvande situation som ett uppköp är det dock rimligt att anse att besluten skall vara förankrade hos aktieägarna. För att finna en överensstämmelse med informationsreglerna är detta vidare en grundförutsättning. Resonemanget förutsätter förvisso att aktieägarna har ett mål och det är att maximera avkastningen på sin investering. Om vi antar att så är fallet, vilket inte är ett orimligt antagande, är ett knytande av lojalitetsplikten till aktieägarna den rimligaste lösningen.

NBK:OE styrker vidare denna slutsats då det i punkten II.14 framgår att styrelsen skall förhålla sig passiv i en uppköpssituation och endast uttala sig om erbjudandet. Vidare är det aktieägarna som beslutar om eventuella försvarsåtgärder enligt punkten II.16 NBK:OE. För att erhålla en konsekvens i regelverket gällande lojalitetsplikten och informationsplikten är det därför rimligt att aktieägarnas intressen är det som ger vägledning. Denna ståndpunkt kan dock behöva modifieras till att gälla aktieägarna *och* marknaden, det vill säga även potentiella aktieägare.

Sammanfattningsvis torde således lojalitetsplikten innebära att ledningen har att iaktta aktieägarnas intressen. Systematiskt stämmer detta vidare bäst överens med informationsplikten. Aktieägarnas intresse kan förenklat definieras som att de vill ha maximal avkastning på sitt kapital. Om ledningen riktar sin lojalitet mot aktieägarna innebär detta också i de flesta fall att de kommer att iaktta de informationsregler som marknaden föreskriver, det vill säga att all information som kan tänkas vara kursdrivande skall offentliggöras till aktieägarna och marknaden. Givetvis kan det finnas fall där aktieägarnas och marknaden intressen går isär, men i noterade bolag torde dessa fall vara verkliga undantag. Vidare kan det vara värt att notera att det kan finnas olika uppfattningar inom aktieägarkollektivet, mellan majoritet och minoritet. Det är som ovan nämnt mycket vanligt att majoritetsägaren har ett relativt stort inflytande och kanske verkar i eget intresse, vilket inte alltid stämmer överens med minoritetens. Detta är något som ledningen måste ha klart för sig och när de tar ett beslut i aktieägarnas intresse skall de ta det i alla aktieägarnas intresse och inte endast kontrollägarens. Med detta klargörande kan därmed lojalitetsplikten sägas ange färdriktningen för ledningens avseende hur mycket och till vem information skall lämnas ut medan informationsreglerna ger en borte gräns för vilken information som får lämnas ut. Informationsreglerna ger då en ram inom vilken ledningen får handla. Däremot kan denna ram inskränkas med hänsyn till lojalitetsplikten. Ett exempel på detta är om en av budgivarna är en konkurrent till målbolaget. Även om informationen är av icke kursdrivande natur sätter förmodligen lojalitetsplikten stopp för utlämnandet. Frågan avseende hur målbolaget och i viss mån även budgivaren skall agera då icke offentliggjord information lämnas ut kommer att utredas ytterligare nedan.

Med analysen av lojalitetspliktens innebörd och funktion klarnar emellertid bilden en aning.

9.3 Sanktioner

9.3.1 Inledning

De sanktioner som kommer att analyseras i detta avsnitt är de som framgår av punkten 5 i Noteringsavtalet och LBC 5:4, det vill säga avnotering, varning eller vite motsvarande tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalt till börsen. Eftersom sanktionerna enligt Noteringsavtalet förutom överträdelse av lag och annan författning även reglerar överträdelse av Noteringsavtalet och börsens regler i övrigt kommer NBK:OE primärt att sanktioneras genom Noteringsavtalet. I fortsättningen kommer därför endast Noteringsavtalets sanktioner att analyseras.

9.3.2 Disciplinnämndens praxis

Frågan som uppkommer är hur sanktionerna utdöms i praktiken och om de verkligen främjar en effektiv aktiemarknad. För att konkretisera problematiken har det ovan i avsnittet om Disciplinnämndens praxis redogjorts för några aktuella avgöranden. Frågan är vad som går att utläsa av dessa och om det finns något mer att önska av praxis.

De tre fallen 2004:1, 2004:2 och 2005:1 berörde ungefär samma problematik, nämligen selektiv informationsgivning. Fallen rör förvisso inte budsituationer, men problematiken är densamma, det vill säga att det informationsgivande bolaget (i en budsituation målbolaget) lämnar ut selektiv information, information som inte är offentliggjord. Det väsentliga är således själva informationsgivningen och inte hur eller på vilket sätt den används.¹⁷³ Som ovan visats tittar dock Disciplinnämnden naturligtvis på hur den faktiska effekten verkligen blir. I Tripep-fallet skedde ingen skada eftersom pressmeddelandet publicerades innan börsen öppnades. Börsen ansåg därför att det räckte med en varning. I det andra fallet, Lundin-fallet, fanns emellertid informationen ute en hel börsdag innan den offentliggjordes. Påföljden blev ett vite på 48.000 kr, vilket motsvarade en årsavgift till börsen. Frågan är hur kännbar denna sanktion är för ett företag med en omsättning på drygt en miljard kronor.¹⁷⁴ I det sista fallet rörande selektiv informationsgivning, Intentia-fallet, var överträdelserna än mer graverande, då bolagets VD vid två tillfällen lämnat ut känslig information av prognoskaraktär. Påföljden bestämdes dock till en årsavgift (192 000 kr). Det kan även här vara värt att notera att Intentia är ett bolag med en

¹⁷³ Jämför med ISL ovan där det brottsliga ligger i användandet av informationen, det vill säga handel i det informationsgivande bolagets aktier.

¹⁷⁴ Lundin Petroleum's Årsredovisning 2003, s. 37.

omsättning på ca tre miljarder kronor.¹⁷⁵ I de båda fallen där vite utdömdes utgjorde detta inte mer än 0,004 procent och 0,006 procent av omsättningen respektive. Det är inte ett orimligt antagande att det inte var alltför betungande för de båda bolagen.

I de fyra andra fallen berördes en lite annan problematik i samband med informationsgivningen. Innehållet i bolagens kvartalsrapporter fanns tillgängligt på företagets hemsida innan informationen hade offentliggjorts i enlighet med Noteringsavtalet. Problemet rör visserligen selektiv informationsgivning, men till skillnad från de tre ovan nämnda fallen var informationsgivningen ofrivillig och skedde genom oaktsamhet från företagets sida. Disciplinnämnden nöjde sig i dessa fallen att meddela en varning. Frågan uppkommer således huruvida nuvarande sanktioner verkligen uppfyller sitt mål att, verka för en effektiv marknad. Innan den frågan behandlas kan det vara av vikt att resonera något kring effekten av marknadspsykologin och den dåliga renommé som ett avsteg från Noteringsavtalet kan innebära.

9.3.3 Marknadspsykologi och etik

För en jurist kan det ibland vara svårt att se bortom juridiken, men det är oftast av stor vikt att göra så. Redan i inledningen nämndes att ekonomiska faktorer är väldigt viktiga att beakta när ett börsrättsligt område skall analyseras. Förutom detta kan även psykologiska infallsvinklar vara fördelaktiga, när aktiemarknaden och dess aktörer skall analyseras. Den primära frågan i detta fall är om marknaden har andra sanktioner att tillgå än rent juridiska. Ovan har, förutom ekonomiska effektivitetsaspekter, även etiska och moraliska frågor behandlats. Frågan som uppkommer är huruvida dessa regler kan verka som ett komplement och utfyllnad i de fall de juridiska reglerna inte räcker till. I de fall en aktör på aktiemarknaden betar sig klandervärt, det vill säga inte följer de etiska regler som finns marknaden, minskar allmänhetens och investerarnas förtroende för den samma. Detta faktum torde medföra att det kommer att ske färre investeringar i det bolag som betett sig klandervärt. Inte bara etiska, utan även ekonomiska skäl talar för att så kommer att ske.

Antag ett fiktivt fall där ett börsnoterat företag lämnar selektiv information till ett annat bolag. När detta faktum blir känt kommer förmodligen andra investerare på marknaden att tappa förtroendet för det uppgiftslämnade bolaget. Då ekonomin innebär en fördelning av knappa resurser, är ekonomin ett nollsummespel, det den ene vinner förlorar den andre. Så länge denna fördelning sker på lika villkor, det vill säga att ett övertag beror på bättre färdigheter eller bättre strategier så är det förenligt med grundförutsättningarna. I ett fall som det ovan angivna rubbas dock förutsättningarna i och med att en spelare på marknaden får tillgång till information om ett annat bolag och denna information inte är offentliggjord

¹⁷⁵ Intentias Årsredovisning 2003, s. 38.

på marknaden. Effekten blir att de andra spelarnas odds försämras. I ett sådant fall är det inte orimligt att anta att de övriga aktörerna anser att det uppgiftslämnande företaget betett sig klandervärt och de tappar förtroendet för det samma. Det är primärt ekonomiska skäl som talar för att så kommer att ske, eftersom de övriga aktörerna löper större risk än den spelaren som fått tillgång till selektiv information. Frågan är varför de övriga aktörerna skall investera i ett bolag som agerar klandervärt till deras nackdel.

Med det ovan beskrivna fallet i beaktande uppkommer frågan om marknadspsykologin är ett effektivt sanktionsmedel och huruvida det är ett fullgott komplement till de övriga lagstadgade och avtalsbaserade sanktionerna. I teorin torde ett klandervärt beteende leda till att marknaden och investerarna tappar förtroendet för det felande bolaget. Frågan är dock om det verkligen är så i praktiken, eller i alla fall om renomméförlusten är en tillräcklig sanktion för att täcka upp de luckor som lagstadgade och avtalsbaserade sanktioner lämnar.

Uppfattningen i branschen verkar vara att god sed verkligen följs och att marknadspsykologin i realiteten är ett effektivt sanktionsmedel. De aktörer som regelmässigt är verksamma på den svenska aktiemarknaden gör i princip allt för att agera i enlighet med god sed på aktiemarknaden. Enligt uppgifter i branschen går det nästan till överdrift ibland, då aktörerna är så pass noga med att följa de regler och normer som finns.¹⁷⁶ Dels beror detta på respekt för aktiemarknaden och goodwillaspekter, dels på att det är en förutsättning för aktiemarknadens funktion att alla parter följer regler och normer. Aktörerna vet att de måste respektera även etiska aspekter då de är nära förankrade med effektiviteten av aktiemarknaden. Givetvis förutsätter det ovanstående resonemanget att samtliga aktörer är seriösa. Så är fallet i stor utsträckning, enligt vissa bransch-kunniga. Det är i princip bara seriösa spelare på den svenska marknaden, varför avsteg från god sed är mycket ovanligt.¹⁷⁷ Det finns emellertid andra bransch-kunniga som anser att det inte kategoriskt går att säga att alla aktörer följer god sed på aktiemarknaden. Närmre sanningen torde vara att säga att i de flesta fall följs god sed, men inte på grund av etiska och moraliska aspekter, utan snarare på grund av strategiska avvägningar till följd av en cost-benefit-analys. I de allra flesta fall leder denna avvägning till att reglerna följs, då ett avsteg skulle leda till en goodwillförlust som väger tyngre än den eventuella vinst ett avsteg skulle innebära.¹⁷⁸

9.3.4 Effektiviteten av sanktionerna

Med hänsyn till de ovan analyserade fallen från Disciplinnämnden samt utvecklingen om marknadspsykologins och etikens verkan som sanktioner kan frågan ställas huruvida sanktionerna är effektiva, eller om det finns ett reformbehov. Det finns som ovan nämnt relativt få fall avgjorda av

¹⁷⁶ Sjöman, Intervju, 2005-04-06.

¹⁷⁷ Sjöman, Intervju, 2005-04-06 och Hedsund, Intervju, 2005-04-09.

¹⁷⁸ Pihl, Intervju, 2005-04-14.

Disciplinnämnden, med den problematik som uppsatsen behandlar. Det finns dock tillräckligt med material för att utläsa en viss trend i Disciplinnämndens praxis. Generellt sett är det relativt milda sanktioner som beslutas. I de tre fall som har närmast anslutning till denna uppsats, blev sanktionerna vite i två av fallen och en varning i det tredje. Som ovan nämnts var vitena ganska modesta i båda fallen, och motsvarade inte mer än 0,004 procent och 0,006 procent av företagets omsättning. Rent ekonomiskt är så pass låga viten inte en betungande sanktion. Frågan är dock om Disciplinnämnden vid utdömning av sanktioner även beaktar den renomméförlust det klandervärda beteendet innebär. Om så är fallet kanske de relativt låga vitena är rimliga. Det kan emellertid ifrågasättas om de ”mjuka” sanktionerna verkligen kompletterar de sanktioner som Disciplinnämnden beslutar. Vidare kan det ifrågasättas om det verkligen går att göra en sådan kalkyl och anpassa viten och dylikt efter den hypotetiska värdeförlust som dålig renommé kan tänkas medföra.

För att konkretisera resonemanget kan Song-fallet tjäna som exempel. Antag att Song inte hade avnoterats utan fortsatt hade varit listat på Stockholmsbörsen.¹⁷⁹ Antag vidare att Song i samband med en due diligence lämnar ut information till TDC som inte är offentliggjord och vilken kan tänkas påverka Songs aktiekurs. Om denna information inte offentliggörs kommer Disciplinnämnden förmodligen att anse att Songs agerande strider mot punkten II.15, 2 st, NBK:OE. Om tidigare praxis följs torde ett vite, vilket är den vanligaste påföljden, utdömas. Givetvis beror utgången på omständigheterna i det enskilda fallet. Med de ovan givna förutsättningarna är ett vite motsvarande en årsavgift inte ett orimligt antagande. Det kan i detta fall ifrågasättas hur en sådan sanktion påverkar budgivaren och målbolaget.

Som ovan nämnts har marknadspsykologin, eller i alla fall de ekonomiska effekterna av denna, väldigt stor betydelse enligt branschfolket. Aktörerna rättar sig efter de tillrättavisningar de eventuellt får och undviker gärna att uppmärksammas i samband med ett klandervärd beteende. Det kan dock urskiljas en viss skillnad i förhållande till vilken information det rör sig om, både från marknadsaktörernas och från Disciplinnämndens sida. När det rör sig om vardaglig informationsgivning av mer standardiserad karaktär så är både Disciplinnämnden och aktörerna mer flexibla. När det däremot är fråga om viktig information, vilkens utlämnande kan leda till uppenbara överträdelse är däremot aktörerna mycket noga med att offentliggöra informationen och Disciplinnämnden skarp i sin kritik. Vad som framhålls som viktigt är alltså att en varning kan ha minst lika stor effekt som ett vite. Den omedelbara ekonomiska effekten kanske inte är så påtaglig, men om marknadsförtroende för ett företag viker så kommer även intäkterna på sikt att vika. Med hänvisning till dessa förhållanden anser branschfolket att den svenska aktiemarknaden fungerar på ett tillfredsställande sätt. Aktörerna följer, i de allra flesta fall, reglerna väldigt noga, om än av olika skäl.¹⁸⁰

¹⁷⁹ Se vidare avsnittet nedan där effekterna av en avnotering analyseras.

¹⁸⁰ Sjöman, Intervju, 2005-04-06, Hedsund, Intervju, 2005-04-09 och Pihl, Intervju, 2005-04-14.

Ovan har en analys genomförts med avseende på Disciplinnämndens praxis, allmän teori om marknadspsykologi samt uttalanden från folk i branschen. Frågan är då hur effektiva sanktionerna rörande informationsgivningen är och om det eventuellt behövs en reform på vissa områden. En viktig iakttagelse är att enbart de juridiska sanktionerna i form av påföljder beslutade av Disciplinnämnden inte själva är tillräckliga för att motverka ett förfarande i strid med informationsreglerna. Däremot pekar såväl teori som empiri på att marknadspsykologin är en väl fungerande sanktion. Det är inte själva sanktionen i sig som är det väsentliga, utan det faktum att det felande bolagets klandervärda beteende uppmärksammas. Den goodwillförlust det innebär att få en varning från Disciplinnämnden är ett väl fungerande incitament för att få aktörerna att agera i enlighet med börsens informationsregler. En rimlig slutsats torde därför vara att det befintliga systemet fungerar väl med avseende på seriösa aktörer som regelmässigt är verksamma på den svenska aktiemarknaden. För att dra resonemanget ett steg längre kan det emellertid vara intressant att se hur utländska bolag förhåller sig och följer de befintliga informationsreglerna. Som en fjärde och avslutande analysdel kommer därför detta problemområde att utredas nedan.

9.4 Utländska aktörer och avnotering

9.4.1 Inledning

I denna avslutande del av analysen kommer ovanstående resonemang angående sanktionernas effektivitet att utsträckas till de situationer då budgivaren är utländsk och inte noterad på Stockholmsbörsen. Song-fallet kommer att fungera som en naturlig referens och de styrkor och svagheter som finns i det svenska regelverket kommer att belysas och analyseras. Vid en första anblick kan de resonemang förda ovan angående sanktionernas effektivitet att få ett lite annat resultat om en av aktörerna inte är bunden av Noteringsavtalet. Enligt åsikter i branschen kan det tänkas att utländska aktörer som endast undantagsvis handlar på den svenska marknaden bryr sig mindre om goodwillförluster än svenska bolag.¹⁸¹ Det kan därför antas att utländska aktörer kommer att tänja mer på reglerna än bolag som mer frekvent är verksamma på den svenska aktiemarknaden. Frågan är dock om detta även innebär att utländska aktörer kan agera som de vill på bekostnad av svenska aktörer, då de inte är bundna av Noteringsavtalet samt bryr sig mindre om de seder som finns på den svenska marknaden.

9.4.2 Uppmärksammat problem

Som ett medel för att motverka ett eventuellt klandervärd beteende av en utländsk budgivare som verkar på den svenska aktiemarknaden finns emellertid ISL. Som har flaggats upp för ovan finns det dock en diskrepans mellan väsentlighetskravet i ISL och NBK:OE samt Noteringsavtalet. Då

¹⁸¹ Sjöman, Intervju, 2005-04-06.

det krävs relativt grova översteg för att uppfylla väsentlighetskravet i ISL kan det uppkomma situationer då budgivaren uppfyller väsentlighetskravet i NBK:OE och Noteringsavtalet men inte i ISL. Om budgivaren i sådana fall inte är bunden av Noteringsavtalet kommer det inte att finnas några juridiska sanktioner att tillgå. Vad som kan göra situationen än mer otillfredsställande är om budet genomförs med sådan anslutning att budgivaren förvärvar mer än 90 procent av aktierna i målbolaget. I sådana fall kan resterande aktier tvångsinlösas enligt ABL 22:1. Genom att budgivaren på detta sätt kommer att äga samtliga aktier i målbolaget kommer målbolaget att avnoteras. Som en konsekvens av detta gäller inte Noteringsavtalet för målbolaget längre. Stockholmsbörsen kommer därmed förmodligen, om de följer sin tidigare praxis, inte att sanktionera överträdelsen av NBK:OE eller Noteringsavtalet, utan nöja sig med att rikta kritik mot det avnoterade bolaget. Konsekvensen av det ovan beskrivna förfarandet blir således att såväl budgivaren som målbolaget kommer att undgå juridiskt ansvar, trots att de agerat i strid med borsreglerna. Från budgivarens synvinkel möjliggörs detta eftersom det finns en diskrepans mellan väsentlighetskravet i ISL och NBK:OE och Noteringsavtalet. Det kan alltså uppkomma fall då utländska budgivare undkommer ett ansvar som svenska budgivare hade drabbats av. Målbolaget undslipper även ansvar, inte på grund av en tolkningsdiskrepans, utan på grund av att en avnotering skett och Stockholmsbörsen förmodligen kommer att nöja sig med att rikta allvarlig kritik i anledning av detta. Frågan är dock om ovanstående scenario är ett reellt problem. För det första kan frågan ställas hur vanligt det är att NBK:s och Noteringsavtalets väsentlighetskrav uppfylls men inte ISL:s. Förmodligen är det inte ett helt realistiskt fall, även om det torde vara ovanligt, då ISL har ganska höga beviskrav. Då TDC:s förfarande i Song-fallet för närvarande utreds av Ekobrottsmyndigheten skall det bli synnerligen intressant att se vad utfallet blir. Vad gäller målbolaget kan även det ses som ett undantagsfall, men som Song-fallet visar är det en reell möjlighet.

9.4.3 Rådgivare

Ovan har således en lucka i den svenska regleringen av sanktioner vid selektiv informationsgivning påvisats. Frågan är dock om det verkligen är en lucka i praktiken, eller om det endast är ett teoretiskt dilemma. För att lösa juridiska problem måste helheten beaktas och inte endast enskilda regler och situationer. I det praktiska juridiska och finansiella livet finns det ofta fler aspekter som måste beaktas innan definitiva slutsatser kan dras. I den ovanstående problematiken är det därför viktigt att inte endast titta på den utländska budgivaren och dennes beteende. En viktig part i samband med publika bud är rådgivare såsom advokatbyråer och investmentbanker. Det är därför av intresse att titta på deras roll i samband med att en utländsk budgivare förvärvar ett bolag noterat på Stockholmsbörsen. Vad som framkommer efter intervjuer i branschen är att rådgivarna är väldigt noga med att regler och god sed följs oavsett juridisk bundenhet, då rådgivarna annars riskerar en betydande goodwillförlust. Rådgivarna fungerar således

som en ställföreträdare för den utländska budgivaren.¹⁸² Denna ståndpunkt har även framförts i AMN:s praxis i två nyligen avgjorda ärenden.

I det första fallet, AMN 2003:29, gällde det återkallande av ett bud på grund av att finansiering inte erhållits inom den föreskrivna tidsfristen. Då erbjudandet inte hade villkorats av att finansiering skulle erhållas ansåg AMN att förfarandet var klandervärt och stred mot NBK:OE. AMN ansåg att budgivaren borde ha avvaktat med att lämna ett erbjudande tills finansieringen var klar, eller villkorat erbjudandet. Målbolaget var i detta fall ett svenskt företag och budgivaren ett nybildat svenskt bolag, vilket var ägt av ett amerikanskt. Av intresse för resonemanget ovan i denna uppsats, angående rådgivarnas ansvar, är att AMN i detta fall uttryckligen kritiserar rådgivarna, advokatfirman Delphi & Co och Mangold Fondkommission AB. Vad som vidare går att utläsa av fallet, även om det inte framgår explicit, är att rådgivarnas ansvar ökar om budgivaren har en utländsk förankring, med mindre kunskap om den svenska aktiemarknaden. AMN avslutar sina överväganden med följande formulering:

” Ett sådant förfarande är enligt nämndens mening ägnat att urholka förtroendet för marknaden. Det är därför oacceptabelt och kan inte föranleda annat än allvarlig kritik. För detta har givetvis även rådgivarna ett ansvar.”¹⁸³

Det andra fallet, AMN 2004:9, rörde lite andra förhållanden men återigen fick rådgivarna kritik. Problemet i detta fall var att en part i samband med konkurrerande bud lämnade information till en konkurrent, i syfte att försätta konkurrenten i en insiderposition. Därmed förlamade den ene budgivaren den andre från att handla aktier i målbolaget. AMN ansåg att detta förfarande inte kunde anses vara ett godtagbart stridsmedel vid konkurrerande offentliga erbjudanden. En viktig fråga i målet var de båda rådgivarnas, Carnegie Investment Bank AB och Mangold Fondkommission AB, ansvar. I fallet anklagade Mangold och Carnegie varandra för att ha försatt motparten och dess huvudman i en insiderposition. AMN kom efter noga överväganden fram till följande slutsats:

” Nämnden finner för sin del att någon kritik inte kan riktas mot Carnegie, eftersom informationen från Carnegies sida lämnades till målbolagets styrelse i samband med en begäran om due diligence, låt vara att Carnegie måste ha förstått att informationen eventuellt kunde försätta de huvudägare som var ledamöter i styrelsen och därmed också HIAB i insiderposition. Mangold kan däremot enligt nämndens mening inte undgå viss kritik, eftersom Mangold inte kan anses ha haft

¹⁸² Sjöman, Intervju, 2005-04-06, Hedsund, Intervju, 2005-04-09 och Pihl, Intervju, 2005-04-14. Hedsund flaggar dock upp för att det kan finnas rådgivare som kan tänkas ”tumma” lite på reglerna, även om det är ytterst ovanligt. Pihl följer även Hedsunds resonemang och menar att det inte är själva regelefterlevnaden *per se* som bidrar till att rådgivarna är så försiktiga, utan snarare den goodwillförlust en varning kan innebära. Vidare menar Pihl att det är av vikt att beakta att det kan finnas fall där klienten värdesätter en ”smidig” tolkning av reglerna till klientens fördel framför en blind regelefterlevnad.

¹⁸³ AMN 2003:29.

något legitimt skäl för att till Carnegie lämna kurspåverkande information som Mangold inte ansåg sig kunna lämna till aktiemarknaden. Det inträffade understryker vikten av att aktörerna i en situation som den förevarande noga överväger konsekvenserna av informationslämnande till en motpart och särskilt iakttar försiktighet med indikationer på framtida agerande, så att inte informationsgivningen framstår som ett otillbörligt medel i budstriden.”¹⁸⁴

9.4.4 Avslutande anmärkningar

De två ovanstående fallet visar således att rådgivarna verkligen har ett ansvar och riskerar allvarlig kritik om de ej följer god sed på aktiemarknaden. Inledningsvis i detta avsnitt antogs det att utländska aktörer hade mindre respekt för den svenska aktiemarknadens regler och därför kunde tänkas utnyttja de svagheter som finns i den svenska ordningen. Så kanske är fallet, men det finns som ovan visats en buffert som på ett effektivt sätt motverkar ett sådant beteende. En budgivare, svenska som utländska, företräds i princip alltid av en rådgivare i samband med offentliga erbjudanden. Risker för badwill flyttas därmed över från budgivaren till rådgivarna och det är de som står risken. Då ett av rådgivarnas främsta konkurrensmedel är ett gott rykte och ett starkt varumärke, har de inte råd att tappa i anseende på grund av ett klandervärdigt beteende. Med hjälp av att se hela bilden och involvera ytterligare en part, rådgivarna, i analysen kan liknande resonemang användas för såväl utländska som svenska budgivare. Även vad gäller utländska budgivare torde därför en rimlig slutsats vara att det befintliga systemet fungerar väl. Slutsatsen förutsätter givetvis att såväl budgivare och målbolag som rådgivare är seriösa aktörer, vilket i stor utsträckning kan förutsättas vara fallet på den svenska marknaden.

9.5 Avslutning

Analysen ovan har haft som ambition att svara på uppsatsens fyra frågeställningar och utreda de komplikationer som kan uppstå i samband med informationsgivningen vid publika förvärv. De två första frågorna är primärt av utredande karaktär och försöker redogöra för hur målbolaget, samt till viss del budgivaren, bör förhålla sig till informationsgivningen i samband med publika förvärv. De inledande frågorna har emellertid även till syfte att öka förståelsen samt belysa bakgrunden till de två avslutande frågorna som intar ett makroperspektiv med avseende på regelverket, avseende informationsgivning i samband med publika förvärv. De två sista frågorna analyserar huruvida det befintliga sanktionssystemet är effektivt, dels i rent svenska förhållanden, dels i de fall internationella aktörer förvärvat noterade bolag på den svenska marknaden.

¹⁸⁴ AMN 2004:9.

De två inledande avsnitten i analysen klargör vilken information som får lämnas ut i samband med en due diligence av ett noterat bolag. Informationsgivningsreglernas huvudregel sätter som bortre gräns att icke offentliggjord kursdrivande information inte får lämnas ut om den inte samtidigt publiceras på marknaden. Inom denna bortre gräns kan det emellertid finnas en snävare gräns som framgår av lojalitetsplikten. Ett bra exempel är det fallet om den information som tillhandahålls i en due diligence definitivt inte är kursdrivande, exempelvis kundregister och samarbetsavtal. I ett sådant fall finns det inga restriktioner vad avser börsreglernas offentliggörandekrav. Däremot kan lojalitetsplikten gentemot målbolagets aktieägare medföra att informationen inte kan lämnas ut om budgivaren även är en konkurrent. Det kan även finnas det omvända fallet, nämligen det när lojalitetsplikten medför att ledningen skall lämna ut så mycket information som möjligt till en begränsad krets budgivare för att på så sätt attrahera fram ett, för aktieägarna, fördelaktigt bud. Skulle någon av denna information vara icke offentliggjord och kursdrivande sätter börsreglernas som huvudregel stopp. I ett sådant fall får börsreglerna företräde och informationen måste först offentliggöras innan budgivarna får del av den, såvida inte undantagen gällande selektiv informationsgivning är för handen. En bra tumregel för ledningen är således att först titta på vad börsreglerna säger och sedan eventuellt begränsa den distribuerade informationen ytterligare med hänsyn till den lojalitetsplikt de har gentemot sina aktieägare.

När det gäller de två avslutande frågorna är det av vikt att titta på en rad olika aspekter och inte endast juridiska. Beträffande sanktionernas effektivitet med avseende på rent svenska förhållanden torde en rimlig slutsats vara att sanktionerna fungerar på ett tillfredsställande vis. Visserligen förutsätter denna slutsats att marknadspsykologin fungerar som ett komplement till de juridiska sanktionerna, vilket får anses vara fallet med hänvisning till såväl teori som empiri. En ytterligare förutsättning är att aktörerna på marknaden är seriösa och kan anses påverkas av en goodwillförlust. Från visst håll påtalas det att det kanske inte alltid är fallet, men generellt sett får det förmodligen anses vara så. I de fall utländska aktörer är inblandade i budgivningen är ovanstående slutsats inte lika självklar. Med hjälp av en vidgad vy går det emellertid att komma fram till samma slutsats, även i de fall aktörerna kan antas bry sig mindre om de svenska reglerna. Om även rådgivarna inkluderas i analysen leder det till slutsatsen att reglerna kommer att efterlevas, då de allra flesta rådgivare är väldigt noggranna med att upprätthålla sitt goda rykte.

10 Slutsats

Regleringen av informationsgivningen i samband med publika förvärv omfattas till stor del av icke traditionella juridiska regler. Skalan vad gäller regleringen kan delas in i tre steg, lagreglering, självreglering och längst ut på skalan, marknadspsykologi. För en jurist kan det kanske verka konstigt att det fästs så stor vikt vid icke traditionella regler i denna uppsats. Att förhålla sig på det sättet till reglerna är emellertid en nödvändighet, då regleringen till stor del utgörs av skilda lösningar jämfört med andra rättsområden. Vidare kan påtalas att rättsområdet är mycket spännande och samspelar i stor utsträckning med de ekonomiska förhållanden som styr marknaden i stort. Arbetet och efterforskningen har varit oerhört intressant och lärorik då en hel del strategi och praktiska hänsyn spelar in vid analysen av uppsatsens problemområden.

De övergripande resultaten har redan presenterats ovan, i slutet av analyskapitlet och en upprepning torde ej vara nödvändig, för att öka läsarens förståelse. Det kan däremot vara på sin plats att föra resonemangen ovan ett steg längre och se vad de ovan behandlade problemen och deras lösning kan bidra till i svensk rätt. De inledande frågeställningarna riktar sig främst till målbolagets ledning, men kan även vara av vikt för andra aktörer på aktiemarknaden. Det är oerhört viktigt att ledningen vet hur de skall agera och vad de skall iaktta i en uppköpsituation. Då informationsgivningen är ett komplext område kan det underlätta för ledningen att ha några riktlinjer att följa. För lagstiftaren torde emellertid de avslutande frågorna vara av störst intresse. Den generella slutsatsen i uppsatsen vad avser det befintliga sanktionssystemet är att det i stort är effektivt. Det kan trots denna slutsats vara aktuellt att avslutningsvis diskutera huruvida lagstiftning kunde vara att föredra i viss utsträckning.

En generell iakttagelse angående regelverket, omfattande informationsgivningen vid förvärv av ett noterat bolag, är att det utgörs av ett material som är relativt svårt att överblicka. Regleringen sker i en rad olika bestämmelser med skild dignitet. Förutom detta är en stor del av efterlevnaden beroende av marknadspsykologin och det allmänna ryktet på aktiemarknaden. Så länge de juridiska reglerna kompletteras av trycket via marknadspsykologin finns det inget att anmärka i detta. Problemet är dock att systemet i princip är beroende av aktörernas och rådgivarnas respekt och rädsla för dålig kritik. En enskild aktör som är villig att genomföra en transaktion vilket kan innebära en kraftig goodwillförlust, men är indifferent för dålig renommé, kan även göra så utan alltför hårda substantiella sanktioner. Frågan är då om det hade varit bättre med en lagstiftning med kännbara sanktioner, som definitivt motverkade klandervärda beteenden utan att ta risken att efterlevnaden berodde på aktörernas och rådgivarnas förhållande till dåligt och bra rykte.

Förutom svagheten med förlitan på marknadspsykologins verkan vad avser det nuvarande systemet, så brister det även i vissa grundläggande rättsprinciper, såsom förutsebarhet och överblickbarhet. Om detta resonemang följs borde det således lagstiftas på området. En stor och respektingivande börslag, med ett informativt och detaljerat kapitel om hur, när och till vem information får ges i samband med förvärvssituationer, borde i sådana fall införas. Frågan är dock om en sådan ordning är det optimala och förenligt med den effektiva marknadshypotesen. Svaret på den frågan torde vara nej. Även med de nackdelar som målats upp ovan är nog trots allt det nuvarande systemet att föredra framför lagstiftning. För det första kan de två baksidor som belysts ovan bemötas med relativt starka argument och för det andra finns det en rad förtjänster med det nuvarande systemet som inte kan uppnås med hjälp av lagstiftning. Vad avser baksidorna är det uppenbart att marknadspsykologin fungerar bra i de allra flesta fall och det är viktigt att inse att en varning eller ett vite medför stora konsekvenser för en enskild aktör. När det gäller förutsebarhet och överblickbarhet är det nog sant att lagstiftning hade medfört att icke bransch-kunniga människor hade fått en större förståelse för problematiken. Det är dock mycket ovanligt att enskilda individer har direkt kontakt med Stockholmsbörsen, det finns ofta en kommissionär med god kunskap om reglerna som sköter kontakten, varför problemet troligtvis inte är så vanligt i praktiken. Med hänvisning till detta torde det nuvarande systemets nackdelar inte vara så stora trots allt. Däremot har det en rad fördelar jämfört med traditionell lagstiftning. Det är mycket mer flexibelt och kan anpassa sig i den snabba takt ekonomin kräver. Vidare finns det en stor kunskap om aktiemarknaden hos de självreglerande organen, vilken kanske skulle gå förlorad om lagstiftningsalternativet valdes.

Slutsatsen i denna uppsats är således att det som vid en första anblick verkar vara ett kaotiskt system med motstående regler och intressen, vid en närmare analys trots allt fungerar ganska bra. Det problem som dock kan kritiseras är interaktionen mellan den traditionella lagstiftningen och självregleringen. Det tydligaste exemplet är lojalitetsplikts förhållande till reglerna om informationsgivning. I stort stödjer emellertid såväl teori som empiri slutsatsen att det nuvarande regelverket är effektivt och fungerar på ett tillfredsställande sätt. Förhoppningsvis kommer lagstiftaren i fortsättningen även låta det rådande systemet få vara kvar, då det är oerhört viktigt att se bortom reglerna och deras effekt i praktiken. En föränderlig värld behöver föränderliga regler.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Direktiv 2004/25, *Om uppköpserbjudanden*, 2004-04-21.

FFFS 1995:21, *Finansinspektionens föreskrifter om prospekt*, 1995-03-27.

FFFS 1998:16, *Finansinspektionens föreskrifter om disciplinnämnd för börser*, 1998-06-16.

Prop. 1991/92:113, *Om ny börslagstiftning m.m.*, 1992-03-19.

Prop. 1997/98:71, *Förstärkt tillsyn över börser*, 1998-01-29.

Prop. 1999/2000:109, *Ny insiderlagstiftning m.m.*, 2000-06-08.

Prop. 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*, 2005-03-10.

SOU 1989:72, *Värdepappersmarknaden i framtiden*, Del 2, 1989-10-04.

SOU 2004:46, *Svensk kod för bolagsstyrning*, 2004-04-21.

Föreskrifter, regler och avtal

NBK:s regler, *Rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv*, 2003-09-01.

[citeras NBK:OE 2003-09-01]

Stockholmsbörsen, *Börsregler 2001 – handledning till noteringsavtal och listningskrav*, OM Stockholmsbörsen AB, 2001-03-01.

[citeras Handledning till noteringsavtalet (2001)]

Stockholmsbörsen, *Börsregler 2003/2004 – handledning till noteringsavtal och noteringskrav*, Stockholmsbörsens skriftserie nr 2, 2003-09-01.

[citeras Handledning till noteringsavtalet (2003)]

Stockholmsbörsen, *Noteringsavtal*, 2003-09-01.

[citeras Noteringsavtalet]

Litteratur

Arnold, G., *Corporate Financial Management*, Pearson Education Limited, Essex, 2002.

[citeras Arnold (2002)]

Bell, J., *Introduktion till forskningsmetodik*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund, 1995.

[citeras Bell (1995)]

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, Andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2001.

[citeras Bergström & Samuelsson (2001)]

Cooter, R. & Ulen, T., *Law & Economics*, Tredje upplagan, Addison Wesley Longman, Reading, 2000.

[citeras Cooter & Ulen (2000)]

Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2001.

[citeras Dotevall (2001)]

Gorton, L., Red., *Due diligence – garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, Studentlitteratur, Lund, 2002.

[citeras Gorton (2002)]

Grundvall, B., Melin, A. & Thorell, P., *Vägvisare till börsen*, Andra upplagan, Liber AB, Malmö, 2003.

[citeras Grundvall *et al* (2003)]

Horn, N., *Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law: An Introduction*, Kluwer Law International, Haag, 2001.

[citeras Horn (2001)]

Hultmark, C., *Kontraktsbrott vid köp av aktie*, Jurisförlaget, Stockholm, 1992.

[citeras Hultmark (1992)]

Jonsson, M., *Aktemarknadsbolagens ansvar enligt Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt och noteringsavtal*, Stiftelsen för börsrätt, Stockholm, 2000.

[citeras Jonsson (2000)]

Kenneth, A. K. & Nofsinger, J. R., *Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2003.

[citeras Kenneth & Nofsinger (2003)]

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

[citeras Kågerman (2001)]

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*, Elanders Gotab AB, Stockholm, 2004.

[citeras Nyström, Ohlsson & Skog (2004)]

Rodhe, K., *Aktiebolagsrätt*, Nittonde upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2000.

[citeras Rodhe (2000)]

Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F., *Corporate Finance*, Sjätte upplagan, McGraw-Hill, New York, 2002.

[citeras Ross, Westerfield & Jaffe (2002)]

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)]

af Sandeberg, C., *Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2001.

[citeras af Sandeberg, Prospektansvaret (2001)]

af Sandeberg, C., *Marknadsmisbruk – insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus förlag AB, Uppsala, 2002.

[citeras af Sandeberg, Marknadsmisbruk (2002)]

Söderström, H. T., Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Milgrom-Meyersson, E. M., *Ågarmakt och omvandling – Den svenska modellen utmanad*, Ekonomirådets rapport 2003, SNS Förlag, Stockholm, 2003.

[citeras Ekonomirådets rapport (2003)]

Periodiskt tryck

Affärsvärlden, ”Tele 2 tar strid om Song”, *Affärsvärlden*, 2004-09-22.

[citeras Affärsvärlden (040922)]

Affärsvärlden, ”Tele 2 lägger sig i striden om Song”, *Affärsvärlden*, 2004-10-29.

[citeras Affärsvärlden (041029)]

Affärsvärlden, ”TDC anmäls för ekobrott”, *Affärsvärlden*, 2005-02-03.

[citeras Affärsvärlden (050203)]

Blecher, S., ”Bud på Song”, *Affärsvärlden*, 2004-09-14.

[citeras Blecher, Affärsvärlden (040914)]

Coase, R. H., (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, New Series, Vol. 4, Nr. 16, s. 386-405.

[citeras Coase (1937)]

Fama, E. F., (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, Nr. 2, s. 383-417.

[citeras Fama (1970)]

Harris, M. & Raviv, A., (1978), "Some Results on Incentive Contracts with Applications to Education and Employment, Health Insurance, and Law Enforcement", *The American Economic Review*, Vol. 68, Nr. 1, s. 20-30.

[citeras Harris & Raviv (1978)]

Jensen, M. C. & Meckling, W. H., (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nr. 4, s. 305-360.

[citeras Jensen & Meckling (1976)]

Nachemson-Ekwall, Sophie, "TDC hade insiderinformation om Song", *Affärsvärlden*, 2005-01-11.

[citeras Nachemson-Ekwall, Affärsvärlden (050111)]

Pettersson, C. & Sevenius, R., (2000) "Due diligence en allt viktigare process – men inte någon fastställd standard", *Balans*, Nr. 10, s. 30-34.

[citeras Pettersson & Sevenius (2000)]

Ross, S. A., (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *The American Economic Review*, Vol. 63, Nr. 2, s. 134-139.

[citeras Ross (1973)]

Sacklén, M., (1993) "Om felansvaret vid aktieköp", *Svensk juristtidning*, s. 812-853.

[citeras Sacklén, SvJT (1993)]

Skog, R., (2003) "Skärpta budpliktsregler", *FAR Info*, Nr. 7, 246.

[citeras Skog, FAR Info (2003)]

Spence, M. & Zeckhauser, R., (1971) "Insurance, Information and Individual Action", *The American Economic Review*, Vol. 61, Nr. 2, s. 380-387.

[citeras Spence & Zeckhauser (1971)]

Wooldridge, F., (2003) "France and Germany: Defences to Takeover bids", *Company Lawyer*, Vol. 24, Nr. 4, s. 121-124.

[citeras Wooldridge (2003)]

Opublicerade källor

Schönbeck, J., Bengtsson, U., Sunesson, H. & Håkansson, M., *Marknadens effektivitet kring ex-dividend dagen*, Kandidatuppsats i finansiering, Företagsekonomiska institutionen, Lunds Universitet, 2005.

[citeras Schönbeck *et al* (2005)]

Schönbeck, J., *Uppköp – NBK och EU*, Uppsats i kursen företagens expansion på en internationell marknad, Juridiska fakulteten, Lunds Universitet, 2004.

[citeras Schönbeck (2004)]

Svensson, F. N. G., *Likabehandling vid offentliga erbjudanden om aktieförvärv*, Examensarbete i börsrätt/aktiebolagsrätt, Lunds Universitet, 2001.

[citeras Svensson (2001)]

Warnhammar, A., *Due Diligence vid företagsförvärv*, Examensarbete i associationsrätt, Juridiska fakulteten, Lunds Universitet, 2000.

[citeras Warnhammar (2000)]

Intervjuer

Hedsund, M., biträdande jurist, Advokatfirman Vinge KB, Malmö, intervju genomförd 2005-04-09.

Pihl, L., styrelseproffs, tidigare VD för bland annat Brio Lek & Lär AB och Bong Ljungdahl AB, intervju genomförd 2005-04-14.

Sjöman, E., biträdande jurist, Advokatfirman Vinge KB, Malmö, intervju genomförd 2005-04-06.

Rättsfallsförteckning

AMN

AMN 1991:3 – *Industrivärden och Bahco*, 1991-12-10.

AMN 2001:3 – *E.ON*, 2001-02-19.

AMN 2003:29 – *Optovent*, 2003-11-03

AMN 2004:9 – *Hoist International*, 2004-03-01

AMN 2004:18 – *Proventus och Brio*, 2004-07-04.

AMN 2004:19 – *VLT*, 2004-07-14.

AMN 2004:31 – *VLT*, 2004-11-08.

NJA

NJA 1985 s. 343 – *Företagsfinans*, 1985-04-12.

Stockholmsbörsens Disciplinnämnd

2003:2 – *Sweco AB*, 2003-03-04.

2003:3 – *Nordea AB*, 2003-03-04.

2003:4 – *Intentia International AB*, 2003-03-04.

2003:7 – *Höganäs AB*, 2003-07-31.

2004:1 – *Tripep AB*, 2004-03-19.

2004:2 – *Lundin Petroleum AB*, 2004-03-19.

2005:1 – *Intentia AB*, 2005-02-17.