

JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Anna Särner

Management buyout

Examensarbete
20 poäng

Torsten Sandström

Associationsrätt

VT 2003

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte/Problemställning	5
1.3 Avgränsningar	5
1.4 Metod	6
1.5 Disposition	6
2 ALLMÄNT OM MBO	8
2.1 Förvärvet och dess finansiering	10
2.2 Marknaden för MBO	14
3 MBO-REGLERING	16
3.1 Inledning	16
3.2 Leolagen	17
3.3 Noteringsavtalet	19
3.4 Sammanslutningar på marknaden	21
3.4.1 Näringslivets börskommitté	21
3.4.2 Aktiemarknadsnämnden	22
3.4.2.1 Rättsfall	23
3.4.3 Sammanfattning	29
4 BOLAGSLEDNINGENS INFORMATIONSOVERTAG	31
4.1 Inledning	31
4.2 Upplynings- och undersökningsplikt	32
4.2.1 Allmänt	32
4.2.2 Särskilt när köparen har mer information om köpobjektet än säljaren	34
4.2.3 Tillämpning på MBO	36
5 BOLAGSLEDNINGENS LOJALITET	40

5.1	Inledning	40
5.2	Lojalitet och jäv	40
5.2.1	Lojalitet	40
5.2.2	Jäv	42
5.2.3	Tillämpning på MBO	44
6	DET AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA KAPITALSKYDDET	47
6.1	Inledning	47
6.2	Kapitalskyddsreglerna	47
6.2.1	Vinstutdelningsreglerna	48
6.2.1.1	Tillämpning på MBO	53
6.2.2	Låneförbudet	56
6.2.2.1	Tillämpning på MBO	59
7	AVSLUTANDE DISKUSSION	63
	LITTERATURFÖRTECKNING	66
	Litteratur	66
	Offentligt Tryck	67
	Övrigt	67
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	68
	Nationell praxis	68
	Utländsk praxis	68

Sammanfattning

Uppsatsen behandlar bolagsförvärv genom management buyout (MBO), vilket innebär att styrelse och/eller ledning förvärvar bolaget i vilket de verkar.

Syftet med uppsatsen är dels att beskriva hur en MBO går till, dels att påvisa de speciella problem som aktualiseras vid förvärv genom MBO. Flera av de problem som behandlas i uppsatsen kan visserligen även uppkomma vid andra typer av förvärv men är av särskilt intresse just vid MBO. Ett sådant exempel är användandet av det uppköpta bolagets kapital till finansieringen av förvärvet. Flera frågeställningar är dock ovanliga i andra sammanhang. Detta gäller i synnerhet den jävsproblematik som uppkommer genom att ledningen är köpare.

Jag har valt att dela upp problemen i tre grupper, bolagsledningens informationsövertag, bolagsledningens lojalitet och det aktiebolagsrättsliga kapitalskyddet. Vad gäller bolagsledningens informationsövertag så är det uppenbart att bolagsledningen i många fall kan ha en bättre kännedom om bolaget än dess ägare. Särskilt om ägandet är spritt och utgörs av många småsparare. För att begränsa bolagsledningens möjligheter att utnyttja sitt informationsövertag har marknaden utformat regler bl.a. om medverkan av oberoende värderingsmän vid förvärvet. Reglerna kan dock inte enligt min mening anses vara tillfyllest.

Som antytts ovan medför bolagsledningens förvärv komplicerade jävsfrågor. De aktiebolagsrättsliga reglerna om jäv måste anses innebära att ledningen varken kan medverka i handläggningen eller medverka vid beslutsfattandet eller den föregående handläggningen av förvärvsfrågan. Som konstateras i uppsatsen har marknaden valt en mycket mer liberal tolkning av reglerna.

Det avslutande problemområdet avser kapitalskyddet. Kapitalskyddets betydelse måste ses mot bakgrund av bolagsledningens svårigheter att uppbringa tillräckligt med kapital. Detta gör att det kan vara frestade för bolagsledningen att utnyttja det köpta bolagets kapital, och så sker också ofta i praktiken. Det är därför av vikt att försöka fastslå inom vilka ramar så kan ske. Helt klart är att man ofta kringgår de bestämmelser som finns.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
IL	Inkomstskattelagen (1999:1229)
KöpL	Köplag (1990:931)
Leolagen	Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag mm
MBO	Management buyout
NBK	Näringslivets börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv genom management buyout (MBO) blev vanliga i Sverige under slutet av 80-talet. Begreppet myntades i USA under 70-talet och spred sig sedan till Europa. En MBO innebär ett förvärv av ett företag, en division eller en verksamhet där företagsledningen blir ägare, ofta tillsammans med ett riskkapitalbolag och eventuella andra investerare. Under den för MBO expansiva perioden under 80-talet, började ett flertal marknadsaktörer i Sverige att initiera, finansiera och genomföra utköp i samarbete med bolagsledningar. På så sätt sattes förvärv genom MBO i system.¹ MBO är vanliga i familjeföretag som genomgår generationsväxling och i bolag där ett dotterbolag eller en del av verksamheten ska avyttras.

Det finns ett flertal juridiska problem som aktualiseras vid förvärv genom MBO. Den särskilda förvärvsstrukturen med bolagsledningen som köpare av bolaget föranleder bl.a. flera bolagsrättsliga spörsmål. Olika sammanslutningar på marknaden har som en följd härav utfärdat rekommendationer för hur ett MBO-förvärv ska gå till för att det ska anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Flera av de frågor som uppkommer vid förvärv genom MBO berörs också av såväl associationsrättslig som handelsrättslig lagstiftning.

Det finns naturligtvis möjlighet att studera MBO-förvärv ur olika perspektiv. Denna studie är dock i huvudsak begränsad till de bolagsrättsliga problem som kan tänkas uppkomma vid sådana förvärv.

¹ Se Wahlbäck Magnus, *MBO - management buyout: hur man skapar ledningsägda företag*, 1994, s. 9.

1.2 Syfte/Problemställning

Syftet med uppsatsen är att klargöra och diskutera den juridiska problematik som förekommer vid MBO-förvärv. Dessutom vill jag med uppsatsen ge läsaren en grundläggande orientering om den rättsliga och ekonomiska innebörden av förvärv genom MBO.

Ett flertal problem presenteras inom tre huvudområden som jag valt att benämna bolagsledningens informationsövertag, bolagsledningens kompetens och det aktiebolagsrättsliga kapitalskyddet. Inom ramen för varje område kartläggs relevanta frågeställningar med beaktande av tillämplig rätt. Förslag till lösningar på angivna frågor lämnas dock endast undantagsvis. Uppsatsen ska uppfattas som en probleminventering.

En del av de problem som behandlas i uppsatsen är inte specifika för just MBO-förvärv. Jag har emellertid valt att ändå behandla dessa problem i uppsatsen för att framställning ska vara så heltäckande som möjligt. Det är min förhoppning att läsaren härigenom ska kunna få en övergripande bild av de rättsliga områden som är särskilt centrala vid MBO-förvärv.

1.3 Avgränsningar

Med MBO menas i denna uppsats att ledningen köper företaget från dess ägare. Begreppet innefattar både när ledningen utan inblandning från utomstående genomför köpet och när de tar hjälp av riskkapitalbolag och andra finansiärer. Det bör anmärkas att det finns närliggande förvärvskonstruktioner som ofta blandas samman med MBO-förvärv. Ett exempel härpå är leveraged buyout (LBO), som är ett förvärv där ett företag, eller del av företag, förvärvas genom en betydande del lånade medel. Det finns vid sådana förvärv inget krav på att ledningen ska vara en delaktiga i köpet. Eftersom en MBO ofta, i vart fall när det rör sig om lite större bolag, genomförs med hjälp av en stor del lånat kapital används

ibland MBO och LBO synonymt. Jag har valt att inte göra någon begreppsmässig skillnad på sådana förvärv som sker med hög låneandel och sådana som sker med endast eget kapital. När jag i uppsatsen skriver MBO menar jag således alla förvärv där ledningen är delaktig och där det är meningen att denna ska ta över den operativa verksamheten.

MBO kan genomföras både som inkråmsköp och som aktieköp. Jag har av utrymmesskäl valt att endast beskriva de fall där MBO genomförs med aktieköp.

1.4 Metod

Jag har använt mig av sedvanlig juridisk metod. Utgångspunkten för min bedömning av rättsliga frågor har således varit relevant lagstiftning, förarbeten, praxis och litteratur. Jag har härutöver beaktat föreskrifter om innebörden av god sed på aktiemarkanden.

Det bör framhållas att förvärvsformen MBO inte tilldragit sig något större intresse i den juridiska litteraturen. Den litteratur som behandlar MBO är företrädesvis inriktad på ekonomiska frågor. Vidare bör anmärkas att befintlig litteratur i huvudsak härrör från 1990-talets början. Det finns mig veterligen inte någon litteratur på områden, vare sig ekonomisk eller juridisk, av nyare slag. Avslutningsvis ska också noteras att det inte finns någon praxis från HD som uttryckligen berör MBO. Som framkommer nedan har dock aktiemarknadsnämnden prövat frågor med anknytning till MBO-förvärv.

1.5 Disposition

Uppsatsen inleds med en introduktion till ämnet. För att läsaren ska kunna skapa sig en bild av förvärvsformen MBO är denna del förhållandevis utförlig. I introduktionen redogörs bl.a. för hur en MBO i allmänhet genomförs, hur en MBO finansieras och hur marknaden ser ut. Därefter

följer ett avsnitt där gällande regelverk på området presenteras. I detta avsnitt upptas vidare tre rättsfall från aktiemarknadsnämnden som innehåller flera för ämnet intressanta uttalanden.

Den andra delen av uppsatsen innehåller en utförlig redogörelse av relevanta rättsliga problem inom tre områden. Först behandlas problematiken kring den informationsasymmetri som uppkommer mellan köpare och säljare vid en MBO. Därefter diskuteras frågor om förtroende och jäv. Avslutningsvis avhandlas kapitalskyddsreglernas betydelse och tillämpning vid MBO-förvärv. Varje problemområde inleds med en teoretisk introduktion som följs av ett avsnitt som avser teorins tillämpning vid en MBO. Sista kapitlet i uppsatsen är en avslutande diskussion där jag tar upp mina åsikter på området.

2 Allmänt om MBO

MBO är en form av företagsförvärv, där styrelsen eller företagsledningen övertar hela eller delar av det företag i vilket de verkar. Utmärkande för transaktionen är att ledningen dels tillskjuter eget kapital, dels aktivt medverkar i förvärvsprocessen. I allmänhet – i vart fall när fråga inte är om mycket små verksamheter – finansieras förvärvet med lånade medel och riskkapital vid sidan av ledningens tillskjutna kapital.²

I praktiken torde överlåtelser genom MBO ofta avse ett dotterbolag eller viss verksamhetsgren. Anledningen till försäljningen kan vara att rörelsen inte längre passar in i koncernens strategi eller att den dras med lönsamhetsproblem. I multinationella företag kan det vidare finnas en vilja att upphöra med verksamheten i visst land. En annan anledning som kan föranleda en försäljning är att ägarna vill renodla företagets verksamhet. Överlåtelse genom MBO är också vanligt i familjeföretag där det saknas arvtagare eller där dessa inte vill överta verksamheten.³

En försäljning av ett företag eller en del därav kan ske på olika sätt. Det ankommer naturligen på säljaren att bedöma vilka alternativ som finns och vad som är mest fördelaktigt. Man kan fråga sig vad som skulle kunna utgöra skäl för säljaren att avyttra rörelsen genom en MBO. Nedan anges några av de skäl som allmänt anses tala för en sådan lösning.

En försäljning till företagsledningen uppfattas ofta av omvärlden och internt som en sympatisk form för avveckling av en verksamhet, som t.ex. inte längre passar in i företagets strategi. Det är också vanligt att det finns ett starkt motstånd inom den utköpta organisationen mot att bli såld till en konkurrent. Inte minst för stora koncerner är det viktigt vilka signaler som sänds till dotterbolagsledningarna. En oönskad försäljning, eller en

² Se Wahlbäck Magnus, s. 10.

³ Se Wahlbäck, s. 11 f.

försäljning som skapar konflikter, sänder negativa signaler inom koncernen och kan ge anledning till oro bland andra koncernföretag, eller uppfattas som negativt av omvärlden.⁴ Försäljningsprocessen vid en MBO torde därtill ofta vara förhållandevis billig. Försäljningen kan ske utan inblandning av investmentbanker och advokatkostnaderna och kan minimeras eftersom det normalt inte föreligger något behov av att genomföra en noggrann genomlysning av överlåtelseobjektet (en s.k. due dilligence).⁵

I litteraturen har framhållits att en MBO-överlåtelse inte alltid ger det högsta priset till säljaren och att en försäljning till en angelägen industriell köpare ofta genererar ett högre pris.⁶ Det är emellertid givet att en sådan köpare inte alltid finns till hands, särskilt om verksamheten går dåligt. Därtill kommer att säljaren måste beakta goodwillvärden, förhållandet att en MBO-transaktion normalt kan genomföras utan nämnvärd påverkan för det säljande företaget och att försäljningskostnaderna kan hållas nere.

Företagsledningens intresse av att förvärva verksamheten kan ha olika orsaker. Dessa är i allmänhet av privatekonomiskt natur men i vissa fall kan ”företagets bästa” utgöra en betydande faktor för överlåtelsen. Att så är fallet hänger samman med att det inte är ovanligt att ledningen upplever det som tilltalande att få driva rörelsen vidare oberoende av koncernledningen eller andra ägare som kanske inte alltid har rörelsens bästa för sina ögon.⁷ Om ledningen tror på rörelsen och anser att det finns utvecklingspotential däri torde ledningen ofta ha ett ekonomiskt incitament att överta den. Under sådana förhållanden är det också ofta lätt att hitta finansiärer eftersom ledningens ekonomiska risktagande, och möjlighet till betydande vinster om företaget kan drivas lönsamt, anses som en viktig drivkraft för en positiv

⁴ Se Wahlbäck, s. 12.

⁵ Om köparen måste ta hjälp av investerare kan emellertid en due dilligence vara att föredra och till och med vara mycket viktig. Anledningen till detta är att en finansiell köpare ofta inte har någon kunskap om den aktuella branschen eller verksamheten.

⁶ Se Wahlbäck, s 11 f.

⁷ Se Wahlbäck, s 12.

företagsutveckling. Ytterligare ett motiv till MBO är risken att bli utsatt för ett fientligt övertagande och sedan avsatt eller avskedad. Hotet har gjort att många företagsledare själva är villiga att inträda som ägare.

En tid efter en MBO, vanligen 3-7 år, blir det aktuellt med en exit. Med exit menas det sätt utomstående investerare, alltså inte företagsledningen, kan tillgodogöra sig den värdetillväxt som uppkommit och sälja sina andelar. Vanligen görs detta med en börsintroduktion eller en försäljning till en industriell köpare.⁸

Det finns ett antal förvärvssituationer som liknar en MBO. En sådan förvärvssituation är leveraged buyout (LBO). En LBO uppstår när en extern finansiär tar initiativ till ett företagsförvärv samtidigt som förvärvet till största delen finansieras med lånade medel. LBO-förvärvet är således mycket likt en MBO. För tydlighetens skull kan anmärkas att frågan om skillnaderna mellan MBO och LBO varit omtvistad i litteraturen och att begreppen ibland används som synonymer. Ett annat förekommande förvärvsform av likartat slag är management buyin (MBI). Ett sådant förvärv uppkommer när utomstående personer går in som ledning och ägare i det utköpta bolaget. Det innebär naturligtvis att den sittande ledningen måste lämna företaget. Det finns även en mellanform mellan MBO och MBI, nämligen buyin management buyout (BIMBO). Detta innebär att den befintliga ledningen i samarbete med utomstående ledningspersoner går in som ledning och delägare i det utköpta bolaget.⁹

2.1 Förvärvet och dess finansiering

I detta avsnitt kommer jag att beskriva hur en MBO i allmänhet genomförs och hur ett sådant förvärv finansieras. Det bör framhållas att såväl förvärvsstrukturen som finansieringen kan variera med hänsyn till förhållandena i det enskilda fallet och att det inom ramen för detta arbete inte finns utrymme att behandla dessa frågor annat än översiktligt.

⁸ Procuritas hemsida: www.procuritas.se.

För att genomföra förvärvet bildar köparen, dvs. ledningen, normalt ett särskilt aktiebolag, ett s.k. utköpsbolag, i vilket ledningen tecknar aktier. Utköpsbolaget förvärvar sedan det bolag som ska köpas ut, det s.k. målbolaget. Förvärvet av målbolaget finansieras vanligen med såväl eget som främmande kapital. Det främmande kapitalet består av dels lånade medel, dels riskkapital.¹⁰

Utköpsbolagets förvärv kan som vid alla typer av bolagsförvärv avse antingen bolaget eller inkråmet. Det är uppenbart att dessa alternativa förvärvsformer kan aktualisera olika rättsliga frågor och att det finns ett flertal faktorer som kan ha betydelse för hur förvärvet lämpligen bör genomföras. I den följande framställningen utgår jag för enkelhetens skull från att utköpsbolaget förvärvat målbolaget, dvs. att fråga är om ett aktieförvärv.

Genom utköpsbolagets förvärv av målbolaget uppstår en koncern med utköpsbolaget som moderbolag. Syftet med koncernbildningen är att möjliggöra för utköpsbolaget att ta målbolagets tillgångar i anspråk för betalning av köpeskillingen eller säkerställande av vid förvärvet upptagna krediter.¹¹ Av betydelse är också att koncernbildningen sker så att målbolaget kan lämna avdragsgilla koncernbidrag till utköpsbolaget. För att detta ska vara möjligt krävs, dels att utköpsbolaget innehaft mer än 90 procent av aktierna i målbolaget under ett helt beskattningsår, dels att utköpsbolaget är rörelsedrivande.¹² Det senare kravet uppfylls genom att ledningen tar anställning i utköpsbolaget och att vissa s.k. koncerngemensamma verksamheter, såsom den administrativa och finansiella ledning, flyttas till utköpsbolaget.¹³ Efter viss tid är det vanligt att bolagen fusioneras.¹⁴

⁹ Se Wahlbäck, s. 13.

¹⁰ Se Wahlbäck, s. 34.

¹¹ Se Bevelin Peter m.fl., *Handbok i Venture Capital och Företagsutveckling*, 1989, s. 81.

¹² IL 35:3 och NJA 1986 s. 72.

¹³ Se Bevelin, s. 81.

¹⁴ Se Wahlbäck, s. 34.

Det ska sägas att den form av förvärv som beskrivits ovan, med ett utköpsbolag och ett förvärv som delvis finansieras med det köpta bolagets medel, är vanligt förekommande vid alla former av bolagsförvärv och sålunda inte specifik för den typ av förvärv som är föremål för behandling i denna uppsats. De frågor som aktualiseras vid ifrågavarande förvärvsstruktur är emellertid av särskilt intresse vid MBO-förvärv eftersom ledningen handlingsalternativ och ekonomiska möjligheter i allmänhet är sådana att ledningens förvärv inte kan ske på annat sätt. Det är t.ex. uppenbart att det är mycket få privatpersoner som har tillräckligt med resurser för att på egen hand förvärva ett aktiebolag med en mer omfattande verksamhet.

Finansieringen kan indelas i tre olika kapitalslag, eget kapital, lån med säkerhet och s.k. mellankapital (mezzanine capital). Denna finansieringsstruktur är typisk för MBO. Eget kapital, som består av aktier, är det kapitalslag som har det högsta avkastningskravet.¹⁵ Aktiekapitalet skjuts till av företagsledningen. För den delen av finansieringen som täcks av säkerställda lån ställs tillgångarna i målbolaget som säkerhet. Det är främst banker och finansbolag som utfärdar dessa lån. Mellankapitalet, som utgörs av osäkrad finansiering med höga räntor, består vanligen av olika former av förlagslån, konvertibla vinstandelsbevis och preferensaktier. I Sverige är det oftast finansbolag som står för denna typ av finansiering. Fördelen med mellankapital är att det är billigare än eget kapital och förlagt med färre restriktioner än ett säkerställt lån.¹⁶ Nu angivet kapital är det som vanligen benämns riskkapital.

Finansieringen sker ofta till en hög skuldsättning hos utköpsbolaget. Ett sådant upplägg kan vara tilltalande för företagsledningen eftersom en hög låneandel ger en lägre risk för köparen samtidigt som den finansiella

¹⁵ Se Bevelin, s. 78 ff.

¹⁶ Se Wahlbäck, 41f.

handlingsfriheten ökar, eftersom kostnaden för lånat kapital är lägre.¹⁷ En utomstående ägare kan dessutom ge många positiva effekter i form av kompetens och kontakter. Investeringen blir alltså mindre riskfylld genom ett partnerskap med en duktig investerare och därmed ökar också tillväxtpotentialerna. Denna finansiella struktur, med en mycket hög låneandel, har emellertid inte bara positiva följder. Exempelvis torde finansörerna, på grund av den risk de tar när de investerar i ett högbelånat företag, kräva en avkastning som ligger avsevärt högre än vanlig låneränta. Det bör därtill anmärkas att det ska mycket till för att företaget ska ha den styrka som krävs för att klara av den långvariga finansiella påfrestningen. Finansieringen bygger nämligen på antagandet att den förvärvade rörelsen ska ha möjlighet att täcka inte bara betydande räntekostnader utan även så småningom betala av skulden.¹⁸

Det finns många olika sätt att värdera och prissätta ett företag. Den metod som oftast används är avkastningsvärdemetoden, ibland kombinerat med substansvärdemetoden. Vid ett förvärv genom MBO är det emellertid inte ovanligt att målbolaget säljs under marknadspris. Orsaken härtil kan exempelvis vara att företaget går med förlust och att ägarna därför är angelägna om en snabb försäljning. I sådana fall kan ägarna till och med vara beredda att ge ett s.k. medskick, d.v.s. de säljer medvetet företaget för ett pris under substansvärdet.¹⁹ Även andra skäl kan göra att ägaren kan vara beredd att sälja till underpris. Det är rimligt att anta att ägarens intresse av försäljning genom MBO i allmänhet påverkar priset i viss utsträckning. Det bör dessutom framhållas att prissättningen vid ett MBO-förvärv i många fall inte sker enligt vanliga marknadsekonomiska prissättningsmekanismer. Så är exempelvis fallet när målbolaget inte bjuds ut till försäljning på den öppna marknaden.

¹⁷ Se Bevelin, s.80.

¹⁸ Se Wahlbäck, s. 27.

¹⁹ Se Wahlbäck, s. 33.

2.2 Marknaden för MBO

Den nordiska MBO-marknaden har vuxit kraftigt i värde under 1990-talet. Denna utveckling har delvis varit en följd av att det kommit in flera stora riskkapitalbolag på marknaden.²⁰ Sverige utgör den största marknaden i Norden, sett till såväl antalet transaktioner som transaktionsvärdet.

I Sverige är forskningen kring MBO:s mycket begränsad och kartläggningen av den svenska MBO-marknaden är bristfällig. För att hitta information om utvecklingen på den svenska marknaden är man hänvisad till The Centre for Management Buy-out Research (CMBOR)²¹ i Storbritannien.²²

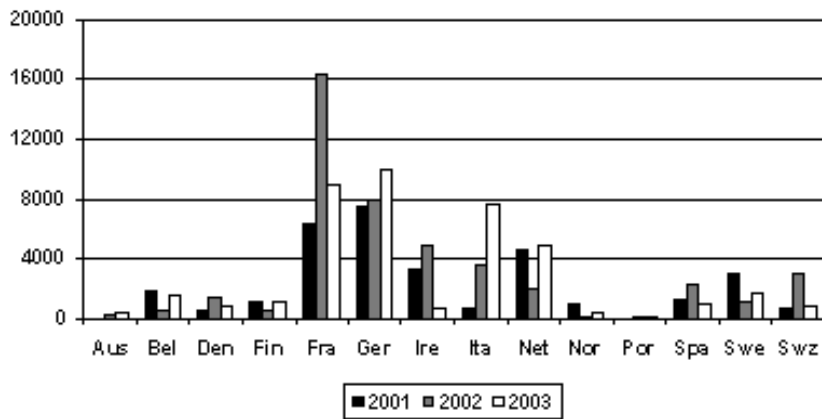
Nedanstående diagram, som hämtats från CMBOR:s hemsida, visar dels antalet genomförda MBO i Europa under senare tid, dels värdet av angivna transaktioner. Från det första diagrammet kan utläsas att antalet MBO i Sverige minskade år 2002 för att sedan öka igen till 2003. Transaktionsvärdet på dessa transaktioner har emellertid minskat under hela perioden. Som en jämförelse kan konstateras att i de fyra största länderna vad gäller MBO, Frankrike, Tyskland, Italien och Nederländerna, har antalet buyouts gått upp och ner medan transaktionsvärdet i stort sett hela tiden har ökat.

Antal management buyouts per land

²⁰ Se Wahlbäck, 22.

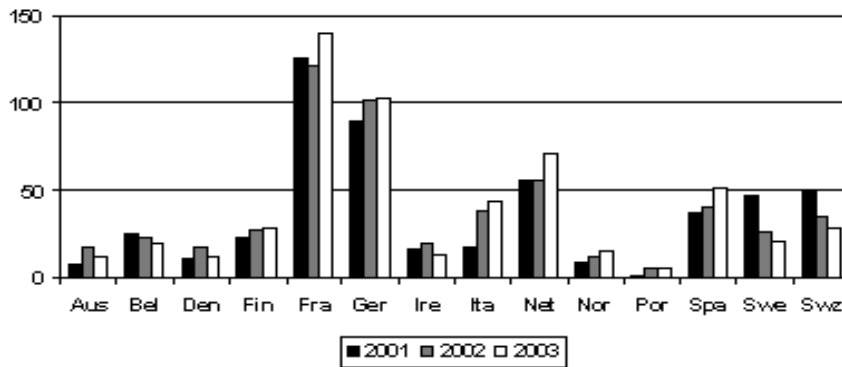
²¹ CMBOR grundades 1986 av Barclays Private Equity Limited och Deloitte.

²² CMBOR:s hemsida: www.cmbor.com.



Figur 1²³

Värdet på management buyout per land (miljoner euro)



Figur2²⁴

Ett kännetecken för den svenska MBO-marknaden är att det oftast är någon annan än företagsledningen som tar initiativet till en MBO, t.ex. ett riskkapitalbolag eller andra externa investerare. Detta tros bero på bristande kunskap hos de svenska företagsledningarna om MBO.²⁵

²³ www.cmbor.com.

²⁴ www.cmbor.com.

²⁵ Se Wahlbäck, s. 7.

3 MBO-reglering

3.1 Inledning

Börsrätten är till stor del självreglerande. Anledningen till detta är att det finns en önskan hos marknadens aktörer att hålla den så effektiv som möjligt. Marknadens effektivitet skulle hämmas av en omfattande lagreglering. Det måste dock finnas vissa förhållningsregler så att frånvaron av lagstiftning inte leder till missbruk. Ett sådant missbruk skulle leda till en misstro till marknaden, vilket i sin tur skulle resultera i att lagstiftaren skulle behöva gripa in. Marknadens regler uppställer krav på vad som utgör god sed på marknaden. Exempel på sådan självsanerande reglering är Stockholmsbörsens noteringsavtal, som alla bolag registrerade vid Stockholmsbörsen måste följa, och NBK:s rekommendationer.

Regleringen beträffande förvärv genom MBO utgörs således till stor del av regler som marknaden själv utformat. Det finns emellertid lagstiftning som indirekt träffar MBO-förvärv, eller delar därav. Exempel på sådan lagstiftning är lagen om riktade emissioner, den s.k. Leolagen, som har till uppgift att säkerställa att aktieägarna har ett avgörande inflytande vid beslut om riktade emissioner till ledande befattningshavare. Leolagen kan alltså under vissa förutsättningar tillämpas vid en MBO. Vidare finns det ett antal regler i ABL som kan tillämpas vid ett MBO-förvärv. Dessa kommer inte att tas upp i detta avsnitt eftersom de är alltför generella ur ett MBO-perspektiv.

Kapitlet kommer att inledas med ett avsnitt om Leolagen, dess uppkomst och varför den är tillämplig vid en MBO. Därefter presenteras de delar av noteringsavtalet som avser MBO. Slutligen beskrivs NBK:s regler på området samt några, för ämnet, intressanta rättsfall.

3.2 Leolagen

Under 1980-talet förekom med stor omfattning handel med riktade emissioner²⁶ och utställande av köpoptioner²⁷ till anställda och ledande befattningshavare i börsbolag. Motivet var att de anställda skulle uppmuntras att engagera sig i bolaget och dess verksamhet, vilket i sin tur skulle gynna företaget och ägarna. Ett avtal av det ifrågavarande slaget med en ledande befattningshavare kunde se ut på så sätt att denne gavs rätt att inom en viss tid teckna ett antal aktier i bolaget till en kurs som översteg marknadspriset vid tidpunkten för optionsrättens utfärdande med t.ex. 50 %. Den bakomliggande tanken var att befattningshavaren därmed skulle få ett intresse av att företaget utvecklades på ett sådant sätt att börskursen, när tiden gått ut, hade stigit med mer än 50 %.²⁸

Företeelsen med riktade emissioner etc. till företagsledningen eller andra inom företaget verksamma personer var ett resultat av den s.k. pilotskolan. Pilotskolan bygger alltså på idén att ledande personer inom ett företag, s.k. piloter, förutsätts arbeta på ett mer engagerat sätt i företaget om de genom delägarskap får en personlig ekonomisk fördel av företaget utveckling.

Under mitten av 80-talet ifrågasattes affärer med riktade emissioner i den allmänna debatten. Det var den s.k. Leo-affären som främst uppmärksammades. Leo-affären uppkom i och med moderbolaget Sonesson AB:s transaktioner med dotterbolaget Leo AB. Dessa transaktioner bestod i en nyemission av aktier i Leo AB som riktades till ledande befattningshavare i Sonessonkoncernen och till vissa andra koncernanknutna utomstående. Villkoren för dem som hade tilldelats aktier uppfattades av många som alltför förmånliga. Därjämte ansågs att kretsen som tilldelats aktier var alltför vid och att den personliga tilldelningen varit

²⁶ Riktade emissioner innebär att någon annan än aktieägare har företrädesrätt till emissionen.

²⁷ I allmänhet innebär detta att anställda etc. erbjuds att förvärva köpoptioner med ett förmånligt lösenpris. Optionerna ger innehavaren rätten att köpa aktier i bolaget.

²⁸ Se Ds Fi 1986:21, *Riktade emissioner av aktier m.m.*, s. 103-104.

för stor. Det riktades även kritik mot att moderbolagets information till sina aktieägare varit bristfällig och lämnats för sent.²⁹

Med anledning av Leo-affären tillsatte regeringen den s.k. Leo-kommissionen som dels skulle utreda vad som hänt i Leo-affären, dels skulle undersöka omfattningen av riktade emissioner till ledande befattningshavare. Regeringen var av uppfattningen att lagstiftning borde införas som komplement till de självsanerande åtgärder som vidtagits på marknaden i form av rekommendationer från Näringslivets Börskommitté och Stockholmsbörsen.³⁰ Kommissionens arbete ledde fram till den s.k. Leolagen.³¹ Lagen är begränsad till att gälla publika bolag och deras dotterbolag. Den angivna begränsningen har sin bakgrund i att lagen främst tillkom för att skydda minoriteten i bolag med stor ägarspridning och för att upprätthålla allmänhetens förtroende för värdepappershandeln.³² Det fanns sålunda ingen anledning att låta lagen tillämpas även på onoterade bolag.

Leolagen tar sikte på sådana nyemissioner som riktar sig till anställda i allmänhet, ledande befattningshavare eller styrelseledamöter i det emitterade bolaget eller i annat bolag i samma koncern. För att lagen inte alltför lätt ska kunna kringgå omfattar den också försäljning av aktier, konvertibler eller optionslån som sker från ett bolag till vilket en nyemission har riktats, om detta bolag ingår i samma koncern som det emitterande bolaget. Den sistnämnda situationen kan uppkomma om ett bolag emitterar aktier till ett systerbolag som sedan säljer de emitterande aktierna till ledande befattningshavare i det förstnämnda bolaget. Lagen omfattar dessutom alla övriga överlåtelser innebärande att ett moderbolag säljer aktier i dotterbolag till nedan angiven personkrets. Fråga behöver således inte vara om en nyemission för att lagen skall vara tillämplig.

²⁹ Se Kristiansson Björn, *Aktiemarknadens praxis under tio år*, 1996, s. 21.

³⁰ Se Andersson Sten m.fl., *Kommentar till aktiebolagslagen*, 2000, s. 4:69.

³¹ Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. Lagen föreslås i Lagrådsremissen inarbetas i ABL som ett särskilt kapitel.

³² Se Prop. 1986/87:76, *om riktade emissioner m.m.*, s. 27.

Transaktioner med riktade emissioner måste enligt Leolagen godkännas på en bolagsstämma av minst 90 % av rösterna och 90 % av det vid stämman företrädda aktiekapitalet. Om fråga är om ett dotterbolag till ett aktiemarknadsbolag måste beslutet om riktade emissioner fattas i moderbolaget. De personer som träffas av lagen är styrelseledamöter och suppleanter, verkställande direktör, vice verkställande direktör, anställda, make eller sambo till ovan nämnda, omyndiga barn till ovan nämnda samt juridiska personer över vilka nämnda personer ensamma eller tillsammans har ett bestämmande inflytande.

Leolagens tillämpning på ett moderbolags överlåtelse av aktier i ett dotterbolag till styrelseledamöter etc. i dotterbolaget innebär att MBO-förvärv kan komma att underkastas i lagen uppställda krav om kvalificerad majoritet vid bolagsstämmans beslutsfattande. Dessa krav skapar givetvis vissa garantier för aktieägarna att bolagets befattningshavare inte utnyttjar sin position i bolaget för att uppnå egen vinning. När det gäller lagens betydelse för MBO-förvärv i stort bör dock hållas i åtanke att den endast är tillämplig under vissa särskilda förhållanden. Exempelvis måste som nämnts moderbolaget vara ett aktiemarknadsbolag.

3.3 Noteringsavtalet

Noteringsavtalet, som är ett avtal mellan Stockholmsbörsen och de noterade bolagen, innehåller en rad bestämmelser som avser MBO. Enligt noteringsavtalet, p. 27 bilaga 1, gäller följande om ett bolag fattar beslut om att överlåta aktier i ett dotterbolag eller överlåta rörelse (om överlåtelsen av rörelse är av icke oväsentlig betydelse för bolaget) till en befattningshavare i bolaget. Beslut om överlåtelsen ska fattas eller godkännas av bolagsstämma i moderbolaget. Innan förslag till beslut föreläggs stämman, ska styrelsen inhämta ett värderingsutlåtande från en oberoende expert. Styrelsen ska upprätta en redogörelse för den föreslagna överlåtelsen och värderingsutlåtandet, som ska hållas tillgänglig och finnas på bolagets hemsida minst två veckor före den bolagsstämma som ska behandla frågan. Redogörelsen och värderingsutlåtandet ska också framläggas vid stämman. I

kallelsen till bolagsstämman som ska behandla frågan ska förslaget huvudsakliga innehåll anges.

Noteringsavtalet innehåller också regler för hur ett bolag ska agera i förhållande till marknaden. Den s.k. generalklausulen i p. 29 bilaga ,1 anger att om ett bolag fattar ett beslut som i icke oväsentlig grad påverkar den bild av bolagets situation som skapats av tidigare offentliggjord information eller på annat sätt påverkar värderingen av bolagets vid börsen noterade fondpapper, ska bolaget omedelbart offentliggöra saken. Nästföljande punkt, dvs. p. 30, i avtalet stadgar att bolaget, om dess verksamhet förändras så väsentligt att det vid en samlad bedömning framstår som ett nytt företag, inom skälig tid ska presentera information till marknaden och börsen som beskriver konsekvenserna av förändringarna.³³

Generalklausulen och p. 30 har betydelse vid ett MBO-förvärv eftersom det när en MBO genomförs är troligt att rörelsen omstrukturerats på så sätt att information till marknaden måste lämnas. Vid de flesta MBO-förvärv, särskilt när fråga är om större målbolag, måste köparbolaget, som tidigare påtalats, i allmänhet finansiera sitt köp med en stor del lånade medel. Detta förhållande kan givetvis påverka värderingen av bolaget och ska således offentliggöras. Det kan dessutom tänkas att när MBO-förvärvet är genomfört så kan målbolaget komma att betraktas som ett nytt företag. Endast den omständigheten att ägarstrukturen ändrats torde i och för sig inte vara tillräckligt för att betrakta målbolaget som ett nytt bolag. Om MBO-förvärvet gäller en del av en verksamhet måste det emellertid stå klart att denna del kommer att betraktas som ett nytt företag.

Om det nya fusionerade bolaget avregistreras från börsen efter förvärvet torde ovanstående regler inte behöver följas. Det finns sålunda vissa möjligheter för förvärvaren att undgå den redovisningsskyldighet som föreskrivs i noteringsavtalet. Det bör dock hållas i åtanke att särskilda regler

³³ Noteringsavtalet.

gäller för avregistrering som i sådana fall måste efterkommas. Någon möjlighet att här utveckla dessa närmare finns inte.

3.4 Sammanslutningar på marknaden

3.4.1 Näringslivets börskommitté

Näringslivets Börskommitté (NBK) och Aktiemarknadsnämnden (AMN) är sammanslutningar som drivs av Föreningen för Aktiemarknadsfrågor. Föreningen har idag sju medlemmar nämligen, Svenskt Näringsliv, Stockholms Handelskammare, Stockholmsbörsen AB, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen, FAR samt Sveriges Försäkringsförbund. Både NBK och AMN har till uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden, NBK genom att utfärda rekommendationer för hur marknads aktörer ska agera och AMN genom att sprida information, ge råd och göra uttalanden.³⁴

NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudande om aktieförvärv, den s.k. utköpsrekommendationen, upptar ett flertal regler avseende MBO-förvärv. Bolag som är noterade vid Stockholmsbörsen är bundna vid denna rekommendation genom noteringsavtalet. I noteringsavtalet bilaga 2 anges att bolag noterade vid Stockholmsbörsen ska iaktta bl.a. föreskrifterna i den aktuella rekommendationen. För att rekommendationen ska gälla måste erbjudandet vara offentligt, d.v.s. budgivaren måste framträda offentligt och därmed inte bara avslöja sin identitet utan också sina avsikter med förvärvet och hur det ska finansieras.³⁵ Rekommendationen gäller alltså inte om köparen förhandlar direkt med säljaren. Avsnittet IV i rekommendationen innehåller föreskrifter som är tillämpliga när styrelseledamöter eller ledande befattningshavare i målbolaget deltar i ett offentligt erbjudande. Personkretsen sammanfaller med i leolagen angivna personer. Därjämte omfattas, liksom i noteringsavtalet, även personer som nyligen innehaft en sådan position. Om överlåtelse ska ske till någon av nämnda personer,

³⁴ Näringslivets börskommittés hemsida: www.naringslivetsborskommitte.se och Aktiemarknadsnämndens hemsida: www.aktiemarknadsnamnden.se.

genom offentligt erbjudande, måste beslutet godkännas av bolagsstämman. Innan beslutet hänskjuts till stämman ska styrelsen upprätta ett prospekt innehållande information om vilka styrelsemedlemmar eller befattningshavare som deltar i det offentliga erbjudandet och på vilket sätt detta sker. I prospektet ska dessutom medtas ett värderingsutlåtande från en oberoende expert.

Reglerna i noteringsavtalet och NBK:s rekommendation överrensstämmer till stor del med varandra. En viktig skillnad är dock att noteringsavtalets regler endast avser de fall ett dotterbolag, del av dotterbolag eller rörelse i dotterbolag ska överlåtas. Reglerna gäller således inte de fall då ett moderbolag eller del därav ska avyttras. De sistnämnda förvärven omfattas däremot av NBK:s rekommendationer.

3.4.2 Aktiemarknadsnämnden

När AMN bildades var syftet att med nämnden som instrument stärka aktiemarknadens självsanering och därmed undvika lagstiftning på området. Nämnden är bildad med brittiska The Panel on Take-Overs and Mergers som förebild.³⁶ AMN:s huvudsakliga uppgift är, liksom NBK:s, att verka för god sed på aktiemarknaden. På begäran av domstol eller annan myndighet, börs eller auktoriserad marknadsplats kan nämnden avge yttrande om vad som ska anses utgöra god sed på aktiemarkanden. Nämnden kan också göra uttalanden på eget initiativ. Härutöver kan AMN enligt p. 1.2 i utköpsrekommendationen, som behandlats ovan, på parts begäran eller på eget initiativ ge besked om hur rekommendationen ska tolkas. AMN har således en viktig funktion när det gäller rekommendationens tillämpning. AMN har dessutom rätt att efter ansökan medge undantag från rekommendationen.

³⁵ Se Afrell Lars, *Lärobok i Kapitalmarknadsrätt*, 1998, s. 239.

³⁶ The Panel on Take-Overs and Mergers verkar vid Londonbörsen.

Nedan presenteras tre betydelsefulla uttalanden från AMN som är av intresse för MBO-förvärv.³⁷

3.4.2.1 Rättsfall Skåne-Gripen och Cabanco 1992:5

Detta fall från AMN avser händelser i bolagen Skåne-Gripen och Cabanco under 1989. Omständigheterna var i korthet följande. Skåne-Gripen hade kallat till extra bolagsstämma för att besluta om en försäljning av ett antal helägda dotterbolag till vissa ledande befattningshavare i dessa bolag. Anledningen till försäljningen var ett offentligt erbjudande från Cardo angående förvärv av samtliga aktier i Skåne-Gripen. Förvärvet var villkorat av att de aktuella dotterbolagen skulle säljas. Före stämman hade bolagen värderats av två olika banker. Skåne-Gripen motiverade valet av dessa banker med att de var de mest kompetenta värderingsinstituten på marknaden. Skåne-Gripen menade även att de tidigare anlitat dessa banker i större omfattning än övriga banker. Detta utgjorde enligt Skåne-Gripen däremot inte att banken var i ett beroendeförhållande gentemot dem. Vad avser Cabancos agerande så liknar det till stora delar Skåne-Gripens men skiljer sig genom att Cabanco inte lät värdera dotterbolaget innan kallelsen till bolagsstämman gick ut.

Sveriges Aktiesparares Riksförbund inkom med ett antal frågor till AMN med anledning av händelserna i Skåne-Gripen och Cabanco. Bl.a. ställdes frågan huruvida bolagens agerande stred mot god sed på aktiemarknaden. AMN ansåg att Cabancos underlåtelse att anlita en värderingsman före bolagsstämman stred mot god sed på aktiemarknaden. AMN menade vidare att oavsett den kompetens som de av Skåne-Gripen anlidade värderingsinstituten hade så fanns det anledning att överväga att anlita ett annat, i förhållande till Skåne-Gripen mer oberoende, värderingsinstitut.

AMN ansåg, med hänvisning till uttalande 1990:3, att vad gäller informationen till aktieägarna före bolagsstämman så bör den innehålla

³⁷ www.aktiemarknadsnamnden.se.

information som gör det möjligt att bedöma köpeskillingens skälighet, t.ex. att man via beräkningsunderlag anger aktiekurs eller köptionens pris och lösenpris. Enligt AMN hade både Skåne-Gripen och Cabanco i och med detta agerat i strid mot god sed på aktiemarknaden. AMN riktade emellertid ingen kritik gentemot bolagen på denna punkt eftersom AMN:s uttalande 1990:3 inte förelåg vid emissionsbesluten.

Efter detta uttalande av AMN är det klart att tydlig information ska riktas till enskilda aktieägare före bolagsstämman så att de själva ska kunna bedöma skäligheten i budet. Dessutom ställs kravet på värderingsinstitutets oberoende relativt högt.

Trustor – Kanthal 1997:1

Ett annat av AMN:s uttalanden som är av intresse är ett fall från 1997. Bakgrunden var i korthet följande. En utomstående aktör och dennes bolag Holding AB hade träffat ett avtal med Trustors VD och dennes företag ON-Invest. Holding AB avsåg att förvärva aktier och teckningsoptioner i Trustor av ON-Invest, motsvarande 17 % av aktiekapitalet och 52 % av rösterna i Trustor. Ett villkor för affären var att ON-Invest fick förvärva Trustors aktier (motsvarande 29 % av aktiekapitalet och 49,9 % av rösterna) och teckningsoptioner i Kanthal AB. Köpet blev emellertid aldrig av eftersom Trustors styrelse underrättat en av huvudägarna, Sandvik, om budet och erbjudit Sandvik att inkomma med ett konkurrerande bud avseende Trustors Kanthalaktier. Sandvik presenterade herefter ett bud som översteg det tidigare budet varpå aktierna såldes till Sandvik.

Stockholmsbörsen ställde mot bakgrund av händelserna en fråga till AMN om förfarandet vid den tänkta överlåtelsen till Trustors VD och dennes bolag stred mot god sed på aktiemarknaden. Anledningen till detta skulle vara att Stockholmsbörsen ansåg att Kanthal eventuellt kunde anses som ett dotterbolag till Trustor, vilket skulle ha medfört att den s.k. leolagen blev tillämplig. Dessutom skulle det få till följd att den s.k. utköpsrekommendationen blev tillämplig. Anledningen till att Kanthal

skulle kunna ses som ett dotterbolag till Trustor berodde på att Trustor innehade teckningsoptioner vilka, om de utnyttjades, kunde ge Kanthal dotterbolagsstatus genom att Trustor då kunde innehålla mer än 50 % av rösterna i Kanthal.

Vid bedömningen om försäljningen av aktier i Kanthal utgjorde ett brott mot leolagen därför att reglerna om kvalificerad majoritet inte följts gjorde AMN följande överväganden. AMN konstaterade först att Kanthal inte utgjorde ett dotterbolag till Trustor. Leolagen borde således inte vara tillämplig på aktieförsäljningen. AMN gick emellertid vidare för att bedöma om det ändå var möjligt att tillämpa leolagen, med hänvisning till att skulle ha varit sakligt motiverat. Vid denna bedömning beaktades att Trustors andel av rösterna i Kanthal låg nära gränsen för att Kanthal skulle betraktas som ett dotterbolag. Även lagens huvudsyfte, vilket är att förhindra missbruk av riktade emissioner, beaktades. För att avgöra om lagen ändå skulle ha iakttagits menar AMN att man måste avgöra om god sed på aktiemarknaden hade krävt det. Den aktuella aktieförsäljningen var ett led i en större affär som främst rörde kontrollen av ägarbolaget och var således inte någon transaktion som leolagen i första hand syftar till. AMN ansåg alltså att leolagen inte var tillämplig.

AMN menade att NBK:s rekommendation inte heller var direkt tillämplig på det konkreta fallet eftersom Kanthal inte utgjorde ett dotterbolag till Trustor. Till skillnad från frågan om Leolagens tillämplighet menade AMN att utköpsrekommendationen var tillämplig eftersom den representerar god sed på aktiemarknaden. Anledningen härtill var att rekommendationernas syfte, en eliminering eller minskning av risken med ledande befattningshavares informationsövertag vid utköpssituationer, medförde att den var indirekt tillämplig även i det aktuella fallet eftersom just den intressekonflikten förekom. Förutom denna markering, vilken Trustors styrelse uppmärksammade och följde, slog AMN fast att den vårdplikt som gäller för en styrelse i ett bolag i vissa fall kan leda till att det kan uppkomma situationer där det är motiverat att gå utöver lydelsen i

rekommendationen. Det preciseras här inte huruvida detta gäller endast de situationer där rekommendationen är direkt tillämplig eller även de fall där rekommendationer blivit tillämplig genom att det motsvarar god sed på aktiemarknaden. Som exempel på åtgärder som kan vara nödvändiga omnämns möjligheten att rikta sig till andra intressenter för att på så sätt skapa möjligheter till ett konkurrerande bud.

Det faktum att Trustor iakttagit NBK:s rekommendation bidrog till att AMN inte fann tillräckligt starka skäl för att kräva att Trustor även skulle ha uppmärksammat Leolagen.

Sammanfattningsvis kan sägas om AMN:s slutsatser att både Leolagen och NBK:s rekommendation kan komma att aktualiseras utöver sitt tillämpningsområde. Vid en sådan bedömning ska syftet med lagen respektive rekommendationen jämföras med det aktuella fallet. Om det är så att det aktuella fallet innehåller något av det som lagen eller rekommendationen avser att motverka kan de komma att bli tillämpliga. Dessutom måste vid en bedömning av lagens eller rekommendationens tillämplighet hänsyn tas till god sed på marknaden. Vidare menar AMN att ett bolag i vissa fall kan tvingas vidta åtgärder utöver vad som stadgas i NBK:s rekommendation om detta är motiverat med hänsyn till den vårdplikt som bolagets styrelse innehar.

Scania 2002:13

Nästa uttalande rör frågor kring bolagen Scania och Volkswagen i samband med att Scania skulle sälja Din Bil Sverige AB (nedan Din Bil) till Volkswagen. Bakgrunden var i korthet följande. Scania beslutade 2002 att sälja Din Bil till Volkswagen. Volkswagen ägde vid det tillfället 34 % av aktierna i Scania och var röstmässigt den största ägaren. I Scanias styrelse ingick bl.a. Volkswagens styrelseordförande.

Mot bakgrund av försäljningen ställde Aktiespararna ett antal frågor till AMN, varav en är av intresse för uppsatsen.

Aktiespararna ansåg att försäljningen av Din Bil måste anses vara av stor betydelse för Scania. Volkswagen ingick trots sitt inflytande över Scania inte i den personkrets som omfattas av Leolagen. Detta medförde att de heller inte träffades av Stockholmsbörsens noteringsavtal punkt 27, där det föreskrivs att ett beslut om överlåtelse till närstående ska fattas av bolagsstämman och föregås av en oberoende värdering. Aktiespararna påstod att Volkswagen ändå kunde anses ingå i den personkrets som omfattas av Leolagen och grundade detta på ett av AMN:s tidigare uttalanden.³⁸ I uttalandet säger nämnden att goda skäl kan åberopas för att punkt 27 i noteringsavtalet ska tillämpas även när en försäljning sker till en huvudägare som inte ingår i den krets som avtalet omfattar. Aktiespararna menade att Volkswagens betydande inflytande över Scania borde innebära att de hade en sådan närstående ställning som noteringsavtalet avser att träffa. Som grund för sitt påstående angav Aktiespararna att förfarandet vid försäljningen stred mot syftet med noteringsavtalets regler. Syftet med dessa är att förhindra missbruk vid försäljning till närstående. Volkswagens inflytande över Scania samt företagets konkurrerande verksamheter (de är båda företag inom lastbilsmarknaden) gjorde enligt Aktiespararna att det fanns en risk att sådant missbruk förelåg. För att punkt 27 ska kunna tillämpas måste dessutom försäljningen vara av icke oväsentlig betydelse för säljaren. Inför beslutet om försäljningen av Din Bil gav Scania banken ABN AMRO uppdraget att göra en "financial fairness opinion" rörande affären. Aktiespararna ansåg att eftersom ABN AMRO även hade andra uppdrag för Volkswagen kunde ABN AMRO inte betraktas som oberoende.

Aktiespararna begärde att AMN skulle uttala sig om huruvida den av ABN ARNO utfärdade "fairness opinion" kunde anses utgöra ett sådant

³⁸ Se uttalande 2002:6, www.aktiemarknadsnamnden.se.

värderingsutlåtande från en oberoende expert som noteringsavtalet föreskriver.

Scania uttala sig i ärendet och menade att de inte brutit mot god sed på aktiemarknaden i samband med försäljningen av Din Bil. Scania ansåg att den aktuella bestämmelsen i noteringsavtalet inte var tillämpligt på försäljningen, eftersom försäljningen inte var av väsentlig betydelse för dem. Enligt Scanias uppfattning fanns det inte heller några andra regler som gjorde att de hade varit tvungna att lägga fram förslaget om försäljning för stämman eller inhämta ett värderingsutlåtande. De ansåg dessutom att det inte fanns något uttalande från AMN som gjorde det möjligt att tillämpa den aktuella regeln i noteringsavtalet analogt.

AMN började med att konstatera att noteringsavtalets p. 27 inte var tillämplig eftersom försäljningen inte ansågs vara av väsentlig betydelse för Scania. Redan av detta skäl ansåg AMN att det saknades skäl för Scania att tillämpa den i punkt 27 fastslagna principen.

Även om försäljningen inte kan träffas av punkt 27 så kan det finnas förutsättningar för ett börsbolag att, såsom Scania gjort, inhämta ett värderingsutlåtande avseende överlåtelseobjektet. AMN övergår således till Aktiespararnas fråga om den av ABN AMRO utfärdade "fairness opinion" kan anses utgöra ett värderingsutlåtande från en oberoende expert. För att svara på frågan tittar AMN på en av Finansinspektionen utfärdad rekommendation, FFFS 1998:21. Där föreskriver Finansinspektionen att ett värdepappersinstitut ska se till att det inte uppstår intressekonflikter i samband med bl.a. uppdrag åt emittenter och andra kunder. Föreskriften kompletterades 2001 genom att Svenska Fondhandlareföreningen fastställde principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet. Bl.a. stadgas att innan ett värdepappersinstitut åtar sig ett uppdrag ska kontroll göras om uppdraget kan komma i konflikt med institutets intressen. Institutet bör ha rutiner för analyser av sådana kontroller,

AMN fann, med bakgrund i ovanstående regler, att ABN AMRO haft en sådan organisation som kunnat säkerställa att banken hade en oberoende ställning vid behandlingen av det aktuella uppdraget. Varken Scania eller Volkswagen hade anlitat ABN AMRO i större utsträckning än andra banker. AMN menade att det sammantaget saknades skäl att ifrågasätta bankens oberoende. AMN ansåg att Scania agerat i enlighet med god sed på aktiemarknaden.

Det så kallade Scaniauttalandet har i korthet inneburit att AMN:s uttalande 1992:5 kompletterats en aning. Kravet på värderingsinstitutens oberoende ställs fortfarande högt, men om de följt de krav som Finansinspektionen och Svenska Fondhandlareföreningen uppställt så har de uppfyllt kravet på oberoende. I det ligger även att värderingsinstitutet ska ha en sådan organisation som löpande analyserar och kontrollerar att institutets intressen inte kolliderar med kundens. AMN uttalar återigen att det ibland kan finnas anledning för ett bolag att indirekt tillämpa marknadens rekommendationer för att agera enligt god sed på marknaden.

3.4.3 Sammanfattning

Om regleringen kring MBO-överlåtelser kan sammanfattningsvis följande sägas. Leolagen, noteringsavtalet och utköpsrekommendationen tar alla sikte på när aktiemarknadsbolag överlåter hela sin verksamhet, en del av sin verksamhet eller sitt dotterbolag till ledande befattningshavare i de respektive bolagen. Det finns därmed ett stort antal MBO-förvärv som faller utanför regleringen. Sådana förvärv måste naturligtvis ske enligt tillämpliga aktiebolagsrättsliga bestämmelser.

Syftet med marknadens föreskrifter är att skydda aktieägarna från att bli lurade vid förvärvet. Den självreglering som marknaden tagit på sig har bl.a. fått till följd att lagstiftningen på området är begränsad. Lagstiftaren synes sålunda anse att det är tillräckligt med den reglering som marknadens sammanslutningar arbetat fram. Det torde därmed kunna sägas att lagstiftaren inte är av uppfattningen att något motsvarande skydd är

nödvändigt för andra bolag än aktiemarknadsbolag. En anledning härtill skulle kunna vara att aktieägare i sådana bolag i allmänhet är mer insatta i bolagets verksamhet än aktieägare i börsnoterade bolag. Dessutom är aktiemarknadsbolagen av särskilt vikt i samhällsekonomin. Deras affärer och förehavanden torde vara av avgörande betydelse för allmänhetens förtroende för marknaden. Allmänheten måste givetvis kunna utgå från att man kan satsa sina pensionspengar etc. på börsen utan att oegentligheter ska kunna förekomma. Den senaste tidens skandaler i börsbolag vittnar emellertid om att regelverket kanske borde ses över.

4 Bolagsledningens informationsövertag

4.1 Inledning

I detta avsnitt ska jag behandla några av de frågor som aktualiseras med anledning av bolagsledningens informationsövertag.

Bolagsledningens informationsövertag kan leda till att s.k. asymmetrisk information uppstår. Med detta menas att företagsledning och aktieägare inte har samma information. Företagsledningen kan genom sin insiderposition besitta kunskap om företaget som, av olika anledningar, inte är tillgänglig för aktieägarna. Även det omvända är givetvis tänkbart. Det ska sägas att det också är möjligt att utomstående aktörer kan sitta inne med unik information av intresse för ett visst företag, exempelvis beträffande ett förestående tekniskt genombrott eller tillståndbeslut.

Företagsledningens informationsövertag kan resultera i värdeöverföringar från gamla aktieägare till de nya, det vill säga uppköparna. Den hemliga informationen har således ett värde.

Den informationsasymmetri som vanligen torde föreligga mellan säljare och köpare vid en MBO kan således skapa problem. Med regler och rekommendationer har näringslivet och lagstiftaren försökt förhindra missbruk av informationsasymmetrin. Tillkomsten av insiderlagen är t.ex. ett sådant försök. Den nu berörda regleringen har inte bara betydelse för köpare och säljare utan för marknaden i stort. Det kan framhållas att det främsta skälet till införandet av förbud mot insiderhandel var att upprätthålla förtroendet för marknaden.³⁹

³⁹ Se SOU 1989:72, *Värdepappersmarknaden i framtiden, del 2*, s. 174.

4.2 Upplysnings- och undersökningsplikt

4.2.1 Allmänt

Upplysnings- och undersökningsplikten är två grundläggande principer inom köprätten. Upplysningsplikten avser säljarens plikt att upplysa köparen om varan. Undersökningsplikten, som åvilar köparen, innebär att köparen ska undersöka varan innan köpet.

I princip gäller att säljaren är skyldig att informera köparen om de förhållanden som säljaren haft faktisk kännedom om vid köpet. Denna skyldighet innefattar även de negativa sidor som köparen känner till om köpeobjektet. För att upplysningsskyldighet ska föreligga krävs att säljaren själv har kännedom om relevanta förhållanden. Upplysningsplikten aktualiseras när säljaren inser att ett visst förhållande är av betydelse för köpare. I allmänhet anses endast faktiska förhållanden om köpeobjektet omfattas av upplysningsplikten. Någon skyldighet att lämna uppgifter om värderingar etc. torde inte finnas. Säljaren behöver inte heller informera köparen om vilken risk han står med affären. Det måste givetvis fortfarande finnas utrymme för att göra en god affär.⁴⁰

En del av upplysningsplikten brukar behandlas inom ramen för vad som benämns korrigeringsplikt. Därmed avses den situationen att den information som lämnats till köparen visserligen är korrekt men ändå är missvisande. I sådana fall anses säljaren ha en skyldighet att lämna mer ingående information.⁴¹ Det kan exempelvis vara så att säljaren måste komplettera ett företags redovisning med förklaringar angående vikande trender m.m.⁴²

⁴⁰ Se Hultmark Christina, *Kontraktsbrott vid köp av aktie: särskilt om fel*, 1992, s. 259.

⁴¹ Se Hultmark, s.113.

⁴² Se Hultmark s. 115.

Säljarens upplysningsplikt gäller i princip även för aktieöverlåtelser. Ett köp av aktier över börs jämställs emellertid med köp av lösöre på auktion.⁴³ Detta innebär att säljarens upplysningsplikt i sådana fall begränsas till vad som föreskrivs vid försäljning av en vara i befintligt skick, jfr. 19 § KöpL. En anledning härtill är att det är svårt att identifiera köpare och säljare över börsen. Denna begränsning anses gälla även för köp av mindre aktieposter i aktiemarknadsbolag som köps utanför börsen. För köp av kontrollposter eller köp av aktier i andra bolag än aktiemarknadsbolag gäller däremot både 17 och 19 §§ KöpL, dvs. normal upplysningsplikt.⁴⁴

Någon generell undersökningsplikt föreligger inte enligt KöpL. Om köparen före köpet undersökt objektet eller utan godtagbar anledning underlåtit att följa säljarens uppmaning att göra så får köparen emellertid inte åberopa sådana brister som han bort märka vid undersökningen. Det är i kommersiella förhållanden brukligt att säljaren uppmanar köparen att undersöka objektet. Ofta intas i överlåtelseavtal klausuler vari anges att säljaren har undersökt objektet och att säljare därför inte kan åberopa de fel han bort upptäcka.

Vid företagsöverlåtelser i form av aktieköp är det inte ovanligt att en seriös spekulant bereds tillfälle att före köpet undersöka hur det förhåller sig med företagets substans (dvs. anläggnings- och omsättningstillgångar, fordringar och skulder) samt avkastningsförmåga (dvs. marknadsförutsättningar, kundförhållanden, anställningsförhållanden, pensionsförpliktelser, skatteförhållanden m.m.). För denna typ av undersökningar används det engelska uttrycket ”due diligence”. Fråga är i allmänhet om omfattande undersökningar och dessa får bl.a. till följd att köparens möjlighet att göra gällande felansvar begränsas kraftigt.⁴⁵

⁴³ Se Hultmark, s. 112.

⁴⁴ Se a.a.

⁴⁵ Se Ramberg Jan, *Köplagen*, 1995, s. 295.

Det bör framhållas att det finns faktorer som säljaren aldrig kan hållas ansvarig för om inte annat avtalats, t.ex. köparens antaganden om köpeobjektets framtida utveckling. Sådana faktorer står köparen själv risken för och han bör förvissa sig om att dessa är riktiga alldeles oavsett om han uppmanats genomföra någon undersökning av objektet eller inte. Däremot bör köparen kunna förlita sig på att material som säljaren tillhandahåller och som är av betydelse för värderingen av företaget är riktigt. Köparen bör t.ex. kunna utgå från att ett reviderat årsbokslut har upprättats i enlighet med god redovisningssed.⁴⁶

4.2.2 Särskilt när köparen har mer information om köpobjektet än säljaren

Det är uppenbart att det i vissa fall kan vara så att köparen har större kännedom om överlåtelseobjektet än säljaren. När det gäller aktieköp torde så ofta vara fallet om köparen är styrelseledamot eller VD i det bolag som emitterat aktierna.

Som framkommit ovan upptar köplagen ett flertal bestämmelser som behandlar säljarens ansvar för köparens föreställningar om överlåtelseobjektet. Några motsvarande bestämmelser för köparens ansvar för säljarens oriktiga föreställningar finns inte. Ett sådant ansvar anses emellertid följa av allmänna avtalsrättsliga principer och av avtalslagens ogiltighetsregler.⁴⁷

Den närmare innebörden av köparens upplysningsplikt kan inte anses klarlagd. Någon vägledande praxis från HD finns inte och frågan har inte varit föremål för något större intresse i den juridiska doktrinen. Det kan emellertid noteras att köparen i norsk praxis ansetts ha en skärpt upplysningsplikt gentemot säljaren när det förelegat ett förtroendeförhållande mellan parterna. Ett sådant förhållande kan enligt

⁴⁶ Se Hultmark, s. 173.

⁴⁷ Se Hultmark, s. 259; 30, 31, 33 och 36 §§ AvtL.

norska Høyesteretten konstitueras genom att köparen innehar en position som bolagsman i det bolag i vilken aktier emitterats.⁴⁸

Förtroendeförhållandet mellan bolagsmännen och aktieägarna kommer i svensk rätt till uttryck i 15 kap. 1 § ABL som föreskriver att styrelsen och VD har ett ansvar direkt gentemot aktieägarna och kan bli skadeståndskyldiga om de handlat i strid mot ABL. Av denna bestämmelse följer i för sig inte att styrelse och VD har särskilda ansvarsförpliktelser i förhållande till aktieägarna vid köp av aktier i bolaget. I litteraturen har dock antagits att sådana ansvarsförpliktelser skulle åligga köparen och att en styrelseledamot som köper aktier sålunda skulle ha en upplysningsplikt gentemot en aktieägare som säljer aktier.⁴⁹ Om en styrelseledamot har konfidentiell information som har en värdehöjande effekt måste ledamoten därmed antingen avstå från att köpa aktierna eller vara beredd att kompensera säljaren efter det att informationen blivit allmänt känd.⁵⁰ Att så är fallet anses följa av 33 § AvtL som anger att rättshandlingar som strider mot tro och heder i vissa fall är ogiltiga.⁵¹ Det som här sagts om styrelseledamots skyldigheter gäller också för VD.

Den upplysningsplikt som berörts ovan är inte oinskränkt. Ett flertal förhållanden kan påverka köparens skyldigheter i nu angivet avseende. Det måste vara uppenbart för säljaren liksom marknadens aktörer i övrigt att köparen har som målsättning att göra en så god affär som möjligt. Det måste därför ställas krav på säljaren att vara uppmärksam inför överlåtelsen och vidta alla de undersökningar som en normalt aktsam köpare hade låtit genomföra. En fråga av betydelse när det gäller att fastställa gränserna för köparens upplysningsskyldighet i det enskilda fallet är huruvida säljaren haft god insyn i företaget eller inte. Om säljaren t.ex. på grund av sin position i företaget har kunnat ta del av konfidentiell information på samma

⁴⁸ NRt 1918 s. 49, NRt 1921 s. 267.

⁴⁹ Se Hultmark, s. 263.

⁵⁰ Se Hultmark, s. 263 f.

⁵¹ Se Adlercreuz Axel, *Avtalsrätt I*, 2002, s. 264.

villkor som köparen, torde köparen i allmänhet vara befriad från kravet på upplysningsplikt.⁵²

I detta sammanhang bör för tydlighetens skull också insiderlagstiftningen uppmärksammas. Den förhindrar både köpare och säljare att utnyttja information, vid köp eller försäljning, som ännu inte är allmänt känd. Det är således uppenbart att en aktieägare som innehar information om bolagets förestående transaktioner etc. i många fall överhuvudtaget inte kan handla med bolagets aktier. Insiderlagstiftningen är emellertid straffrättslig och inte civilrättslig och eventuella överträdelser härav innebär därför inte nödvändigtvis att avtalet är ogiltigt. Inte heller kan lagstiftningen läggas till grund för att bedöma vidden av säljarens upplysningsplikt. Dessutom bör hållas i åtanke att insiderlagstiftningen inte förbjuder alla transaktioner som är av bedräglig karaktär och som kan ifrågasättas på den grunden att köparen kan anses ha utnyttjat sin förtroendeställning som styrelseledamot eller VD.

4.2.3 Tillämpning på MBO

Köparen vid en MBO har av naturliga skäl ofta särskilt goda kunskaper om överlåtelseobjektet. Bestämmelserna i KöpL om säljarens upplysningsplikt torde inte ha någon större betydelse vid sådana förvärv. I stället aktualiseras frågor om och i vilken mån köparen är skyldig att informera säljaren om köpeobjektet så att denne kan bilda sig en riktig uppfattning om detsamma.

NBK och Stockholmsbörsen uppställer, som tidigare nämnts, regler för hur säljaren ska informeras. Dessa ger vid handen att köparen ska upprätta ett prospekt innehållande sådan information som säljaren behöver för att kunna värdera bolaget. För att uppfylla angivna regler måste köparen låta genomföra en omfattande analys av bolaget och dess affärsverksamhet.

En intressant fråga är vilken betydelse köparens kännedom om överlåtelseobjektet har för köparens möjlighet att göra gällande fel. Denna

⁵² Se Hultmark, s. 265.

fråga har behandlats i ett internationellt uppmärksammat rättsfall från USA. Köparen hade förvärvat samtliga aktier i det bolag i vilket han var VD. I det material som upprättats före köpet hade av misstag fallit bort en kostnadspost. Uppgift om denna post fanns emellertid i en i bolaget internt framtagen rapport. Domstolen konstaterade att köparen hade full tillgång till bolagets information. Eftersom köparen inte ”had taken advantage of the sources of information available to him” ansåg domstolen att han hade försummat sin undersökningsplikt.⁵³ Köparen anspråk ogillades således.

Någon motsvarande praxis finns inte i Sverige. I litteraturen har dock framhållits att kravet på köparens undersökningsplikt skulle vara så stort att det kan hävdas att köparen i allmänhet borde upptäcka de fel som kan bli aktuella.⁵⁴ En konsekvens av köparens kunskap om överlåtelseobjektet torde därmed vara att denne inte gärna kan göra gällande fel eftersom det knappast kan sägas att han inte haft kännedom om det felaktiga förhållandet.

MBO-förvärven kan delas upp i två grupper. Den första gruppen avser fall där målbolaget är ett helägt dotterbolag. I sådana fall finns det i allmänhet anledning att tro att moderbolaget har god insyn i dotterbolagets affärer. Det är då inte säkert att säljaren kan göra gällande fel för bristande information från köparen eftersom säljaren får antas ha god kännedom om målbolagets affärer. Säljaren torde i de fallen också ha goda möjligheter att genomföra sådana undersökningar av målbolaget som befinnes erforderligt. Den andra gruppen avser fall där målbolagets ägande är spritt. När så är fallet torde enskilda aktieägare vanligen ha begränsad vetskap om relevanta förhållanden i målbolaget. Det kan då tyckas att kraven på köparens informationsskyldighet borde öka.

Det kan tänkas att köparens upplysningsplikt påverkas av de särskilda förhållanden som råder vid en MBO. Det kan mycket väl vara så att säljarna

⁵³ Hultmark, s. 181 med hänvisning till *Leasco Corporation v Taussing*, 473 F.2d 777 (1972).

⁵⁴ Se Hultmark, s. 186.

just vid en MBO bör anses ha ett större ansvar än vid andra förvärv eftersom det måste stå klart för säljaren att köparen har god insikt i målbolaget. Det förhållandet att ledningen vill köpa bolaget tyder dessutom på att ledningen gör bedömningen att det finns en framtida potential i bolaget. Säljaren har därför anledning att vara uppmärksam och själv låta undersöka och värdera överlåtelseobjektet.⁵⁵

För att säljarna inte ska kunna bli lurade är det enligt god sed på aktiemarknaden⁵⁶ ett oberoende värderingsinstitut som ska värdera bolaget. Eftersom köparen har tillgång till mer information än andra köpare eller aktieägarna, så har de en möjlighet att påverka priset på aktierna och därmed också värderingen av företaget. Det finns därför anledning för säljaren att vara uppmärksam på att det är ett oberoende institut som genomför värderingen och att köparens position är känd för institutet. Om ledningens uppköpserbjudande lämnas kort före en delårsrapport torde värderingsinstitutets arbete vara särskilt viktigt eftersom köparen i sådana fall kan ha svårt att bilda sig en egen uppfattning om hur bolaget utvecklas under den senaste tiden. Ett sådant agerande från ledningens sida kan annars gränsa till ett insiderbrott om det förhåller sig att så att ledningen sitter inne på marknadsrelevant information.

Det bör uppmärksammas att varken leolagen, utköpsrekommendationen eller Stockholmsbörsens noteringsavtal träffar det enskilda avtalet mellan köpare och säljare. Om parterna inte följer dessa regler blir avtalet ändå inte ogiltigt enligt dessa bestämmelser. Eftersom varken lagstiftaren eller marknaden accepterar sådana avtal där en part utnyttjar sitt informationsövertag, finns det skäl att tro att man i en civilrättslig process skulle komma fram till att köparen har en skärpt lojalitetsplikt.⁵⁷ Detta torde innebära att säljaren kan göra gällande felansvar gentemot köparen om

⁵⁵ Se Hultmark, s. 269.

⁵⁶ NBK samt noteringsavtalet.

⁵⁷ Se Hultmark, s. 272.

köparen underlåtit att förmedla viktiga uppgifter om måbolaget som säljaren inte haft tillgång till eller kunnat få tillgång till.

5 Bolagsledningens lojalitet

5.1 Inledning

Styrelsen och VD i ett aktiebolag kan sägas vara förtroendevalda. Hur sådana ska uppträda i förhållande till de som valt dem finns det regler om i ABL. Av särskild betydelse är jävsreglerna. Reglerna i ABL kompletteras av de allmänna reglerna om uppdragsförhållanden i 18 kap. HB. De sistnämnda reglerna avser vad som benämns sysslomän.

Reglerna om sysslomän behandlar förhållandet mellan uppdragstagare och uppdragsgivare. Förhållandet mellan styrelsen/ledande befattningshavare och bolaget/bolagsstämman uppvisar stora likheter med sysslomannaförhållanden. I båda fallen är fråga om förhållanden som grundar sig på ett förtroende parterna emellan och som innefattar en plikt att vara lojal mot huvudmannen.

Det är uppenbart att det vid en MBO kan uppkomma konflikt mellan köparens personliga intressen och den lojalitetsplikt som följer av köparens uppdrag i det säljande bolaget. Bestämmelserna om jäv och om lojalitet gentemot huvudmannen har uppställts bl.a. för att motverka sådana intressekonflikter.

Nedan följer en redogörelse av lojalitetsplikten och jävsreglerna samt en probleminventering gällande betydelsen härav för MBO-förvärv.

5.2 Lojalitet och jäv

5.2.1 Lojalitet

En styrelseledamot eller en VD i ett aktiebolag har en lojalitetsplikt gentemot bolaget och dess ägare i likhet med vad som gäller för andra

uppdragsförhållanden.⁵⁸ Lojalitetsplikten har traditionellt ansetts ha till syfte att förhindra att bolagsledningen utnyttjar sin ställning till att utöka sin utkomst av verksamheten i bolaget, utöver den ersättning bolaget av konkurrensskäl tvingas ge ledningen.⁵⁹ Lojalitetsplikten torde emellertid vara mer omfattande än så eftersom styrelseledamöter och VD i ett aktiebolag i princip betraktas som sysslomän i förhållande till bolaget i vilket de verkar.

I korthet kan följande sägas om sysslomannen. En huvudman anlitar en syssloman för att utföra ett visst uppdrag. Bland sysslomannens skyldigheter i ekonomiska angelägenheter kan särskilt framhållas att sysslomannen ska handla uteslutande i huvudmannens intresse i alla de affärsförhållanden som denne är inblandad i för huvudmannens räkning. Därjämte gäller att hela vinsten av alla tänkbara transaktioner som företas i huvudmannens namn ska tillfalla huvudmannen och inte sysslomannen.⁶⁰

Sysslomannens lojalitetsplikt motsvarar inte i alla delar den skyldighet som åvilar bolagsföreträdarna. Till skillnad från sysslomannen ska bolagsföreträdarna inte enbart beakta huvudmannens intressen. Bolagsföreträdarna måste beakta även aktieägarnas intresse. I vissa fall måste de dessutom iaktta tredje mans rätt mot bolaget.⁶¹ När en styrelseledamots eller VD:s lojalitet ifrågasätts är det vanligt att den påstådda illojaliteten avser bolagets intresse. T.ex. så kan bolagets intresse åberopas av minoriteten mot majoritetens maktutnyttjande.⁶²

Bolagsföreträdaren är vidare förbjuden att vidta åtgärder som strider mot verksamhetsmålet eller mot verksamhetens syfte. En annan skillnad i förhållande till sysslomannen är att VD:n och styrelseledamoten har en

⁵⁸ Se Prop. 1975:103, *förslag till ny aktiebolagslag*, s. 374.

⁵⁹ Se Dotevall Rolf, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör*, 1989, s. 261.

⁶⁰ Se Tiberger Hugo, *Mellanmansrätt*, 1973, s. 27 ff.

⁶¹ Se Bergström Clas och Samuelsson Per, *Aktiebolagets grundläggande problem*, 2001, s. 112.

⁶² Se Dotevall, s. 357.

friare ställning än vad sysslomannen har. Bolagsföreträdare behöver t.ex. inte rådgöra med huvudmannen vid varje osäkerhet beträffande huvudmannens vilja. Ett sådant förfarande skulle göra arbetet omöjligt. Dessutom måste man när man driver ett aktiebolag vara beredd att ta risker av olika slag.⁶³

En aspekt av lojalitetsplikten är att bolagsföreträdaren måste avstå från sådana transaktioner där det finns en risk att huvudmannen skadas eller när bolagsföreträdaren gynnar sig själv på dennes bekostnad. Aktiebolaget är förknippat med den ståndpunkten att aktiebolaget är huvudman, och att allt beslutsfattande ska ske i bolagets och aktieägarnas gemensamma intresse. Aktiebolagslagen bygger på förutsättningen att ledningen har en skyldighet att agera och fatta beslut i bolagets intresse.⁶⁴

Lojalitetsplikten som besluts Kriterium är en svag kontrollfaktor. Detta beror till viss del på svårigheten att i efterhand kontrollera sambanden i ledningens beslutsfattande. Varje intention från ledningens sida att agera lojalt och öka bolagets välbefinnande är tillräckligt för att avvärja kritik, även om beslutet senare visar sig vara fördelaktigt för bolaget.⁶⁵

5.2.2 Jäv

Rättshandlingar mellan ledningen och bolaget träffas av reglerna om jäv i 8 kap. 20 § och 28 § ABL. Reglerna förbjuder styrelseledamot och VD att handlägga frågor rörande avtal mellan denne och bolaget. Det är tillräckligt att personen på något sätt är inblandad i handläggning för att bestämmelsen ska bli tillämplig. En konsekvens av bestämmelsen är att personen inte får delta vid styrelsesammanträde när frågan behandlas. Förbudet att delta i sammanträdet gäller såväl överläggningen som beslutsfattandet.⁶⁶

⁶³ Se Dotevall, s. 276.

⁶⁴ Se Bergström, s. 111.

⁶⁵ Se Bergström, s. 114.

⁶⁶ Se Andersson Sten, s. 8:44.

Styrelseledamoten eller VD får inte heller handlägga en fråga om avtal mellan bolaget och tredje man, om han har ett väsentligt intresse i frågan som kan strida mot bolagets (s.k. intressejäv). Så kan vara fallet om bolaget i vilket styrelseledamoten eller VD:n arbetar gör affärer med någon närstående till bolagsledningen eller om fråga är om ingående av ett avtal mellan bolaget och ett annat bolag i vilket styrelseledamoten eller VD:n har ett större andelsinnehav. Om bolagsföreträdaren har ett väsentligt intresse i en fråga som inte strider mot bolagets intressen föreligger givetvis inte jäv.⁶⁷ Den nu beskrivna regleringen avser att motverka att en jävig styrelseledamot eller VD på något sätt påverkar beslutsprocessen.⁶⁸

En styrelseledamot eller VD får inte handlägga frågor mellan bolaget och en juridisk person som denne ensam eller tillsammans med någon annan får företräda. Denna bestämmelse upptar det s.k. ställföreträdarjävet. Något krav på att det ska föreligga en intressekonflikt uppställs inte för att bestämmelsen ska bli tillämplig. Skälet härtill är att det typiskt anses finnas en risk i sådana fall att bolagets intresse inte tillvaratas i den utsträckning som är lämpligt.⁶⁹

Ovan redovisade jävsbestämmelser gäller inte om styrelseledamoten eller VD:n direkt eller indirekt äger samtliga aktier i bolaget. Bestämmelsen om ställföreträdarjäv är inte heller tillämplig om bolagen är i koncerngemenskap eller i företagsgrupp av motsvarande slag. Härutöver gäller att intressejävet och ställföreträdarjävet får åsidosättas om aktieägarna är överens härom.⁷⁰

Vid sidan av ovanstående jävsituationer kan även den styrelseledamot eller VD som handlägger ”frågor rörande vissa avtal” vara jäviga. Med detta uttryck menas att regeln kan tillämpas på andra handlingar än rena avtal.

⁶⁷ Se Andersson Sten, s. 8:46.

⁶⁸ Se Falkman Henric, *Leveraged Buyouts – En bolagsrättslig probleminventering*, 1992, s. 38.

⁶⁹ Se Andersson Sten, s. 8:47.

⁷⁰ Se Andersson Sten, s. 8:46 och 8:48.

Jävsregeln är sålunda tillämplig även på sådana handlingar som kan ha betydelse för ett avtals uppkomst, förändring eller upphörande såsom t.ex. letter of intent, anbud och liknande.

Slutligen bör observeras att jävsregeln inte utgör något hinder för styrelseledamot eller VD att delta i beslut och överläggning rörande ett ärende i egenskap av aktieägare.

Generalklausulen i 8 kap 34 § ABL stadgar att styrelsen eller någon annan ställföreträdare för bolaget inte får företa rättshandling eller annan åtgärd som kan ge otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan och nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

5.2.3 Tillämpning på MBO

Det torde vara uppenbart att intressekonflikter kan uppkomma mellan bolagets ledning och aktieägarna i samband med en MBO. Redan det förhållandet att bolagsledningen är personligen inblandad i bolagets affärer innebär att det finns en risk att ledningen åsidosätter sin lojalitetsplikt gentemot bolaget och dess ägare. Frågor om bolagsledningens skyldigheter i förhållande till bolaget och de inskränkningar av bolagsledningens kompetens som följer av jävsbestämmelserna är därför av stor vikt vid sådana förvärv.

Det finns anledning att skilja på de fall där målbolaget är ett helägt dotterbolag och de fall där målbolagets ägande är spritt. I de förstnämnda fallen utgör inte eventuella intressekonflikter något större problem eftersom moderbolaget i allmänhet får antas ha god insyn i dotterbolagets affärsverksamhet. Moderbolaget har i sådana fall möjlighet att på egen hand tillvarata sina intressen. I de senare fallen när kontrollen över målbolaget inte är lika uppenbar ökar risken att företagsledningen utnyttjar sin position i bolaget och sålunda bryter mot lojalitetsplikten.⁷¹

⁷¹ Se Krieger, Ian, *Management Buy-outs*, 1990, s. 89.

Enligt NBK:s och Leolagens regler måste beslutet om en försäljning i form av MBO fattas av bolagsstämman. Inför bolagsstämman ska styrelsen som berörts upprätta ett prospekt som ska delges alla aktieägare viss tid innan bolagsstämman. Styrelsen har således en viktig roll i beslutsprocessen.

Bestämmelserna om jäv omfattar inte bara beslutet utan även handläggningen och arbetet som föregår beslutet. Det synes sannolikt att upprättandet av prospektet utgör sådan handläggning etc. som åsyftas i jävsbestämmelserna. Under alla förhållanden torde prospektet anses utgöra en sådan handling som har betydelse för ett avtals uppkomst.

Förfarandet i samband med en MBO skulle kunna jämföras med den process som tillämpas när ett aktiebolag ska besluta om riktade emissioner med teckningsföreträde för styrelseledamot eller VD. I sådana situationer är det sedan länge klarlagt att det inte är tillåtet för styrelseledamoten eller VD:n att delta i upprättandet av det förslag till beslut om emission som föreslås bolagsstämman.⁷² Att så är fallet anses följa av den ovan redovisade bestämmelsen om jäv vid ingående av avtal mellan bolagsledningen och bolaget. Någon anledning att bedöma jävsproblematiken på annat sätt vid en MBO synes inte finnas. Ett rimligt antagande torde således vara att en person i bolagsledningen som önskar förvärva det bolag i vilket han verkar inte på något sätt kan delta i den process som föregår bolagsstämmans ställningstagande till förvärvsförslaget. Detta antagande framstår också som riktigt med beaktande av att jävsbestämmelserna inte bara omfattar rättshandlingar utan även beredningen härav. Trots detta föreskriver NBK:s utköpsrekommendation uttryckligen att ledningen för målbolaget ska medverka i arbetet av det prospekt som ska föreläggas stämman. Denna föreskrift kan enligt min mening ifrågasättas. Ett bättre tillvägagångssätt skulle vara om prospektet upprättades av bolagsstämman utsedd person eller grupp av personer. Det bör framhållas att prospektet visserligen ska förenas med ett värderingsutlåtande som ska göras av ett oberoende

⁷² Se SOU 1995:44, *Aktiebolagets organisation: delbetänkande*, s. 207.

värderingsinstitut men det är givetvis av vikt att även prospektet ger en så riktig bild av bolaget som möjligt.

Det kan anmärkas att det i litteraturen framförts åsikter om att användandet av en oberoende värderingsman skulle innebära att bolagsledningens lojalitetsplikt gentemot bolagets ägare skulle minska och att ledningen därmed i högre grad kunna uppträda som köpare.⁷³ Om även ett förslag till prospekt upprättades av en oberoende person skulle problemet med att bolagsledningen sitter på två stolar ytterligare minska.

När det gäller det s.k. ställföreträdarjävet torde det inte finnas något tvivel om att de bolagsföreträdare som är köpare inte kan engagera sig i arbetet med upprättandet av prospektet. Det köpande bolaget består vid tidpunkt för förvärvet vanligen endast av målbolagets ledning, investerare och finansiärer och ledningen torde sålunda regelmässigt ha sådan företrädarätt som anges i bestämmelsen. Ställföreträdarjävet får åsidosättas om alla aktieägare är överens om det. Om målbolaget är ett helägt dotterbolag kan därmed bolagsföreträdarna tillåtas medverka i handläggningen av köpet, om moderbolaget så önskar. När ägandet är spritt torde knappast en sådan överenskommelse mellan samtliga aktieägare kunna komma till stånd.

Sammantaget finns det sålunda anledning för bolagsföreträdare som uppträder som köpare i en MBO att om möjligt avstå från att medverka i handläggningen av transaktionen. Om det efter transaktionens genomförande visar sig att bolagsledningen medverkar inte varit förenlig med lagens bestämmelser om jäv kan överlåtelseavtalet vara ogiltigt.

⁷³ Se Hultmark, s. 271.

6 Det aktiebolagsrättsliga kapitalskyddet

6.1 Inledning

I detta avsnitt behandlas de s.k. kapitalskyddsreglerna i ABL och dess betydelse för MBO-förvärv. Inledningsvis lämnas en allmän redogörelse för kapitalskyddsreglerna. Därefter genomgås vinstutdelningsreglerna respektive låneförbudet. I anslutning därtill presenteras några för förevarande uppsats särskilt relevanta rättsliga problem.

6.2 Kapitalskyddsreglerna

De aktiebolagsrättsliga kapitalskyddsreglerna återfinns i 12 kap. ABL. I reglerna anges bl.a. i vilken utsträckning som bolagets kapital får tas i anspråk genom vederlagsfria utbetalningar. För att skydda aktiebolagets kapital har lagstiftaren även ansett det erforderligt att i vissa avseenden närmare reglera bolagets möjlighet att ställa ut lån eller ställa säkerhet för annans lån. Reglerna, som tillkommit för att kompensera det i aktiebolag för ägarna begränsade ansvaret, syftar primärt till att förhindra utbetalningar till men för aktiebolagets borgenärer.⁷⁴ Skyddet består i huvudsak i att bolagets tillgångar i viss utsträckning binds i bolaget. De tillgångar som är undandragna aktieägarnas fria dispositionsrätt motsvarar i princip bolagets bundna egna kapital.⁷⁵ Lagstiftaren har således försökt skydda borgenärerna genom att skapa garantier för att aktiebolaget inte avhänder sig alla bolagets tillgångar. Även om reglerna främst utformats med beaktande av borgenärernas intressen tillgodoser reglerna också aktieägarminoritetens intressen, framför allt genom att de föreskriver att beslut om vinstutdelning ska följa viss form. Man brukar mot bakgrund härav skilja mellan borgenärsskyddsbestämmelser och minoritetsskyddsbestämmelser. Distinktionen är betydelsefull eftersom

⁷⁴ Jfr 1 kap. 1 § 1 st ABL.

⁷⁵ Jfr 5. kap. 14 § ÅRL.

borgenärsskyddsbestämmelserna till skillnad mot minoritetsskyddsbestämmelserna utgör tvingande lagstiftning. Borgenärsskyddsreglerna är alltså bindande för bolagsstämman och bolagets ledning och de kan inte åsidosättas genom bestämmelse i bolagsordningen.

Den förvävsstruktur som i allmänhet förekommer vid MBO-förvärv och som redovisats ovan berör kapitalskyddsreglerna och då särskilt det s.k. låneförbudet samt vinstutdelningsreglerna.⁷⁶

6.2.1 Vinstutdelningsreglerna

Den grundläggande bestämmelsen om vederlagsfria utbetalningar, som finns i 12 kap. 1 § ABL (det s.k. utbetalningsförbudet), föreskriver att utbetalning till aktieägare av bolagets medel får ske endast enligt bestämmelserna i ABL om vinstutdelning, förvärv av egna aktier, utbetalning vid nedsättning av aktiekapitalet, reservfonden eller överkursfonden och utskiftning vid bolagets likvidation. För tydlighetens skull ska anmärkas att bestämmelsen inte bara omfattar utbetalning i allmän bemärkelse utan alla former av transaktioner genom vilka medel kan överföras från bolaget till aktieägare.⁷⁷ Det har således ingen betydelse om bolaget betalar ut pengar eller överför sakvärden till aktieägarna. När det gäller utdelning brukar man därför skilja mellan öppen respektive förtäckt utdelning. Förtäckt utdelning avser sådan förmögenhetsöverföring som sker i samband med andra transaktioner, som t.ex. försäljning till underpris eller icke marknadsmässig kreditgivning. Det ska också framhållas att bestämmelsen i viss mån, trots ordalydelsen, omfattar utbetalningar till tredje man, dvs. andra än aktieägare.⁷⁸

Av intresse för förevarande framställning är endast de aktiebolagsrättsliga reglerna om vinstutdelning. Den följande framställningen är därför begränsad till bestämmelserna härom.

⁷⁶ Se Andersson Jan, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, 2000, s. 105.

⁷⁷ Se Rodhe Knut, *Aktiebolagsrätt*, 20:e upplagan 2002, s 80 f.

⁷⁸ Se Rodhe, s. 103 ff.

Huvudregeln i fråga om vinstutdelning, den s.k. beloppsspärren, upptas i 12 kap. 2 § 1 stycket ABL och stadgar att utdelningen inte får inkräkta på bolagets bundna egna kapital. För att utdelningen ska vara tillåten krävs således att det bundna egna kapitalet kvarstår ograverat efter utdelningen. Härav följer att det är det fria egna kapitalet som kan användas till vinstutdelning till aktieägare. Beloppsspärren kompletteras med den s.k. försiktighetsspärren, i 12 kap. 2 § 2 stycket ABL, som under vissa bestämda förutsättningar begränsar förfoganderätten över bolagets fria egna kapital.

Som berörts ovan gäller föreskrivna begränsningar om vinstutdelning även s.k. förtäckt utdelning. Att avgöra när en rättshandling innefattar en sådan disposition kan emellertid i många fall vara svårt. Det finns ett flertal transaktioner som är vanligt förekommande vid företagsförvärv och som inte sällan är sådana att de innefattar utdelning. Nedan följer en granskning av lån, säkerställande och koncernbidrag.⁷⁹

Ett lån är att betrakta som vinstutdelning om lånet är vederlagsfritt. Så är fallet om lånet inte är affärsmässigt betingat och om låntagarens betalningsförmåga är bristfällig i låneögonblicket. Ett vederlagsfritt lån som inkräktar på bolagets bundna egna kapital utgör olovlig vinstutdelning. Om gäldenären är betalningsduglig men lånet inte är affärsmässigt betingat eftersom marknadsmässig ränta inte utgår för lånet torde ränteförmånen vara att anse som utdelning.

Frågan på vilket sätt lån till aktieägare ska bedömas rättsligt har prövats i det s.k. Suecia-målet⁸⁰. Bakgrunden var något förenklat följande. En skeppsredare hade förvärvat samtliga aktier i Rederi AB Suecia (målbolaget). Förvärvet finansierades med medel som skeppsredaren hade lånat av målbolaget. Därefter gick målbolaget i konkurs. Konkursboet väckte talan mot såväl överlåtarens som köparens med yrkade om

⁷⁹ Nerep Erik, *Aktiebolagsrättsliga studier – särskilt om kapitalskyddet*, 1994, s 53 ff

återbetalningsskyldighet jämlikt 12 kap. 5 § ABL under påstående att målbolagets lån till köparen varit vederlagsfritt och att fråga varit om olovlig utdelning.⁸¹ För att kunna bedöma huruvida lånet utgjorde olovlig vinstutdelning beaktade HD hur låntagarens ekonomiska ställning såg ut i låneögonblicket. HD konstaterade att låntagarens ekonomiska förhållanden hade varit sådana vid lånetillfället att återbetalning inte kunde påräknas och att lånet därför skulle betraktas som utdelning. Dessutom fann HD att lånet överskred vad som enligt 12 kap. 2 § ABL fick delas ut. När det gäller HD:s bedömning av låntagarens återbetalningsförmåga bör särskilt anmärkas att HD inte ansåg att aktier i det långivande bolaget kunde beaktas som en tillgång. Någon egentlig förklaring till HD:s ställningstagande härvidlag finns inte i domskälen. Senare rättsfall⁸² med liknande rättsliga problem ger inte heller något svar på denna fråga. Klart är dock att aktier i målbolaget inte ska beaktas vid bedömningen av förvärvarens ekonomiska ställning. Grosskopf m.fl. har anfört att HD:s ställningstagande skulle ha sin grund i att det vid tiden för HD:s prövning var förbjudet för ett företag att förvärva egna aktier.⁸³ Rodhe, som instämmer med Grosskopf, har bl.a. uttalat att aktieägaren på grund av förbudet mot bolagsförvärv av egna aktier inte kan använda aktierna för betalning av sin skuld till bolaget.⁸⁴ Grosskopf har också påpekat att det blir ett sorts cirkelresonemang om låntagaren kan betrakta aktierna i det långivande bolaget som en tillgång eftersom tillgången i princip saknar värde om man bortser från fordran på låntagaren.⁸⁵ Nerep anser emellertid inte att det möjlighet dra några säkra slutsatser om motivet till HD:s bedömning i frågan. Han menar att anledningen till HD:s bedömning lika gärna kan ha varit att aktieförvärvarens svaga ekonomiska ställning endast hade bestritts i mycket

⁸⁰ NJA 1951 s. 61.

⁸¹ Nerep menar att förfarandet idag skulle strida mot låneförbudet i 12:7 ABL. Eftersom denna regel inte fanns vid tidpunkten för händelsen tillämpade domstolarna utbetalningsförbudet.

⁸² NJA 1966 s. 475, NJA 1976 s. 618, NJA 1980 s. 311, NJA 1990 s. 343.

⁸³ Se Grosskopf Göran, *Vinstbolag: aktiebolags- och skatterättsliga frågor*, 1989, s. 45 och Posselius Elisabeth m.fl., *Skyddet för aktiebolagets egna kapital*, 2000, s. 60.

⁸⁴ Se Rodhe, 16:e upplagan 1993, s. 113.

⁸⁵ Se Grosskopf, s. 46 ff.

allmänna ordalag. Något försök att visa att aktieförvärvaren hade en bättre ekonomisk ställning än vad som påstods gjordes nämligen inte.⁸⁶

I Suecia-fallet använde låntagaren de lånade medlen till att förvärva aktier i det långivande bolaget. Hade lånet använts till något annat är det, enligt Nerep, troligt att aktier i det långivande bolaget hade kunnat beaktas som en tillgång av betydelse för låntagarens ekonomiska ställning.⁸⁷ Nerep anser vidare att för det fall ett dotterbolag ställer ut lån till sitt moderbolag, och de lånade medlen används till något annat än till aktieförvärv i det långivande bolaget, så bör utgångspunkten alltid vara att moderbolagets aktier i dotterbolaget kan beaktas vid bedömningen av moderbolagets ekonomiska ställning.⁸⁸

Utgångspunkten för bedömningen av frågan huruvida ställande av säkerhet ska betraktas som utdelning är densamma som för lån. För att avgöra om säkerställandet utgör utdelning måste man således beakta betalningsdugligheten hos den person för vilken säkerheten ställts. Dessutom gäller givetvis att fråga inte är om utdelning om säkerställandet är affärsmässigt betingat. Den sistnämnda bedömningen anses emellertid särskilt bevärlig just vid säkerställandet. En anledning härtill torde vara att säkerställande är vanligt förekommande som ett led i olika affärsuppgörelser. Frågan om när en pantsättning eller en borgensförbindelse är affärsmässigt betingad har varit föremål för ingående diskussion i den juridiska litteraturen. Den allmänna uppfattningen synes vara att utrymmet för vad som är accepterat med hänsyn till rekvisitet affärsmässigt betingat är större för säkerställande än för utställande av lån.⁸⁹

Ett tydligt exempel på när ett borgensåtagande eller en pantsättning är affärsmässigt betingad är när ett konkret vederlag utgår för säkerställandet. Som exempel kan nämnas bankernas lämnade av garantiförbindelser. Ett

⁸⁶ Se Nerep, s. 98.

⁸⁷ Se Nerep, s. 111.

⁸⁸ Se a.a.

säkerställande kan också som påtalats ovan vara en del i en omfattande affärstransaktion där det kan sägas att båda parter i slutändan får fullgod ersättning för sitt åtagande. Det kan ju vara nödvändigt att ena parten ställer säkerhet för en kredit för affärer skall komma till stånd. Det är svårare att avgöra hur man ska se på en pantsättning eller borgensförbindelse som ett företag lämnat som ett generellt understöd för att på längre sikt få en affärsrelaterad kompensation.⁹⁰ Rodhe menar att om det när säkerheten ställs finns en rimlig utsikt att syftet med understödet kan komma att förverkligas, så finns det ingen anledning att betrakta den ställda säkerheten som vederlagsfri. Rättsläget får dock anses som oklart och det troligt att utrymmet för bedömningar in casu är stort.

När ett dotterbolag ställer säkerhet för moderbolagets skulder torde säkerställandet anses som affärsmässigt betingat om det i slutändan kommer dotterbolaget till gagn. Så kan t.ex. vara fallet när dotterbolaget och moderbolaget har ett så nära samarbete att det kan sägas ligga i dotterbolagets eget intresse att underlätta moderbolagets möjlighet att erhålla kredit. Exempel på sådant samarbete kan vara att dotterbolaget gör affärer med moderbolaget eller att moderbolaget regelbundet utställer krediter till dotterbolaget. Det är uppenbart att det under sådana förhållanden kan vara en fördel för dotterbolaget att moderbolagets likviditet är god.⁹¹

Lindskog menar att det kan röra sig om en olovlig vinstutdelning om det vederlag bolaget erhåller för säkerställandet inte står i paritet till den risken bolaget utsätter sig för.⁹²

Koncernbidrag anses inte som vinstutdelning om bidraget lämnas till ett helägt dotterbolag. I alla andra fall utgör koncernbidraget vinstutdelning.

⁸⁹ NJA 1980, s. 311.

⁹⁰ Se Rodhe, 2002, s. 125.

⁹¹ Se Rodhe, 2002, s. 126.

⁹² Se Lindskog Stefan, *Aktiebolagslagen 12:e och 13:e kap. Kapitalskydd och likvidation*, 2.a upplagan 1995, s. 47.

Om fråga är om ett helägt dotterbolag så kompenseras moderbolaget av dotterbolagets värdeökning.⁹³ Koncernbidrag från dotterbolag till moderbolag etc. kan endast lämnas under förutsättning att utbetalningen överensstämmer med vinstutdelningsreglerna.⁹⁴ Även om nu koncernbidrag från dotterbolag till moderbolag reellt sett är en vinstutdelning, brukar det inte beslutas och redovisas som en sådan utan som en bokslutsdisposition och det utgör därmed en affärshändelse.⁹⁵ Det kan noteras att bolagen måste ha varit i koncerngemenskap minst ett helt beskattningsår för att koncernbidrag ska kunna lämnas.⁹⁶

6.2.1.1 Tillämpning på MBO

En MBO går i allmänhet till så att utköpsbolaget lånar medel av en utomstående finansiär för att kunna köpa målbolaget. Därefter ställer målbolaget ut ett lån till utköpsbolaget för att detta bolag ska kunna återbetala det ursprungliga lånet. Som ett alternativ kan tänkas att dotterbolaget ställer säkerhet för utköpsbolagets skuld till den utomstående finansiären.

Det ovan beskrivna förfarandet kan innefatta förtäckt vinstutdelning från dotterbolaget, dvs. målbolaget. Nedan kommer jag dels diskutera det fall då dotterbolaget ger ett lån till moderbolaget, dels det fall när dotterbolaget ställer pant för moderbolagets skuld till tredje man, dels ock den situationen när dotterbolaget ger koncernbidrag till moderbolaget.

Den förutsättning som uppställs för att ett lån ska anses utgöra en olovlig kapitalanvändning är att lånet är vederlagsfritt, dvs. att låntagaren i låneögonblicket saknar återbetalningsförmåga, att lånet inte är affärsmässigt betingat samt att lånet inkräktar på det bundna kapitalet hos långivaren.

⁹³ Se Lindskog, s. 46.

⁹⁴ Se Andersson Jan, s. 42.

⁹⁵ Se NJA 1995, s. 742. Rohde s. 86.

⁹⁶ IL 35:3.

Av den praxis som finns på området framgår som ovan berörts att låntagarens aktier i målbolaget inte ska medräknas vid bedömningen av låntagarens ekonomiska ställning. I doktrinen har hävdats att anledningen härtill är att ifrågavarande praxis härrör från en tid när det vara förbjudet för ett bolag att förvärva aktier i det egna bolaget och att sådana aktier därför inte gärna kunde beaktas vid bedömningen av låntagarnas förmögenhet. Idag är det emellertid inte längre förbjudet för ett aktiebolag att förvärva aktier i det egna bolaget. Av 7 kap. 3 § ABL följer t.ex. uttryckligen att publika aktiebolag får förvärva egna aktier.⁹⁷ När det gäller privata bolag är möjligheterna till sådana förvärv inte lika stora. Till skillnad från publika bolag gäller för privata bolag som huvudregel enligt 7 kap. 3 § 2 stycket ABL att egna aktier inte får förvärvas. Det finns emellertid flera betydande undantag i 7 kap. 4 § ABL som möjliggör sådana förvärv i nu aktuella situationer. Ett av undantagen medger sålunda förvärv av egna aktier för privata bolag om aktieförvärvet ingår i en affärsrörelse som bolaget övertar.⁹⁸ Det är alltså i princip möjligt för utköpsbolaget att förvärva egna aktier.

Om det var förbudet mot förvärv av egna aktier som låg till grund för HD:s bedömning kan man nog anta att HD med dagens lagstiftning skulle komma fram till att moderbolagets aktier i dotterbolaget kan beaktas vid granskningen av moderbolagets förmögenhetsställning. Under sådana förhållanden får det antas att utköpsbolaget vid en MBO sällan torde anses betalningsodugligt eftersom innehavet av aktier i målbolaget rimligen torde betinga åtminstone ett värde motsvarande det upptagna lånet.

Av intresse i förevarande sammanhang är också vad som ovan anförts om betydelsen av användningen av upplånade medel. Om syftet med lånet inte är att förvärva aktier bör ett innehav av aktier i allmänhet kunna beaktas. Nerep anser t.ex., som framhållits ovan, att för det fall ett dotterbolag lånar ut pengar till moderbolaget, bör utgångspunkten vara, att moderbolagets

⁹⁷ Det finns vissa begränsningar i 7 kap. 7-9 §§ ABL.

aktier i dotterbolaget kan beaktas vid bedömningen av moderbolagets ekonomiska ställning. En konsekvens av detta resonemang är att vinstutdelningsreglerna inte skulle innebära något hinder för MBO-förvärv som genomförs enligt den struktur som här beskrivits eftersom dotterbolagets lån inte används för att förvärva aktier utan för att reglera den ursprungliga krediten som upptagits hos tredje man. Huruvida domstolarna skulle acceptera ett sådant resonemang är emellertid tveksamt då fråga trots allt är om ett uppenbart kringgående av reglerna. Det kan knappast sägas annat än att resonemanget strider mot grunderna för kapitalskyddet.

Vad som anförts ovan gäller i princip även om målbolaget i stället ställer säkerhet för utköpsbolagets skuld till tredje man. Av betydelse för frågan om säkerställandet är vederlagsfritt är således utköpsbolagets ekonomiska ställning. När det gäller bedömningen av om ett säkerställande är affärsmässigt betingat torde emellertid vissa skillnader i förhållande till vad som gäller för lån kunna påvisas. Som framkommit ovan är utrymmet för affärsmässiga säkerställanden i nu aktuella situationer i allmänhet större. I litteraturen har bl.a. framhållits att ett säkerställande skulle vara affärsmässigt betingat när ett dotterbolaget regelbundet gör affärer med moderbolaget och det är viktigt för dotterbolaget att moderbolaget har god likviditet eller när moderbolaget och dotterbolaget har ett sådant nära samarbete att det kan sägas ligga i dotterbolagets intresse att underlätta moderbolagets möjligheter att erhålla kredit. Det kan mot bakgrund härav finnas anledning att fråga sig om det inte kan råda ett sådant förhållande mellan målbolaget och utköpsbolaget i vissa situationer att målbolagets säkerställande kan anses affärsmässigt betingat.

Som framkommit ovan kan målbolaget ha ett eget intresse av att få en ny ägare. I vissa fall kan anledningen till en MBO vara att verksamheten i målbolaget går dåligt eller att verksamheten inte längre är önskvärd i koncernen. Det kan tänkas att omgivningen i form av koncerngemenskapen

⁹⁸ Se Andersson Jan, s. 107.

i sådana fall kan påverka målbolaget negativt. Det kan givetvis också vara så att det inte finns någon annan köpare än företagsledningen som är beredd att överta verksamheten. En negativ utveckling i verksamheten får på sikt konsekvenser inte bara för ägaren utan även för andra intressenter, t.ex. målbolagets borgenärer. Det kan således finnas incitament för målbolaget att medverka till att ett MBO-förvärv genomförs. Målbolagets intresse härvidlag kan mycket väl sammanfalla med borgenärernas intressen. Om det då är så att det är nödvändigt att målbolaget ger visst finansiellt stöd till utköpsbolaget borde det rimligen kunna tänkas att detta stöd är anse som affärsmässigt betingat. Även om så är fallet får antas att utrymmet för målbolagets stöd är begränsat och att det endast kan komma i fråga att bedöma sådant stöd som affärsmässigt betingat under mycket speciella omständigheter.

Koncernbidrag som lämnas till utköpsbolaget från målbolaget betraktas som vinstutdelning och får sålunda inte inkräkta på målbolagets bundna egna kapital. Någon egentlig möjlighet att utnyttja målbolagets medel, utöver det fria egna kapitalet, genom koncernbidrag för att finansiera förvärvet finns därmed inte.

6.2.2 Låneförbudet

Låneförbudet upptas i 12 kap. 7 § ABL. Förbudet tillkom i början på 70-talet som ett skydd för bolagets borgenärer och för andra aktieägare än gäldenären. Bakgrunden var enligt aktiebolagsutredningen att det skulle strida mot aktiebolagslagstiftningens grunder att en person skulle kunna driva ett aktiebolag utan personligt ansvar samtidigt som bolagets tillgångar till stor del skulle bestå av en fordran mot den drivande personen.⁹⁹ Det är under vissa förutsättningar möjligt att få dispens från låneförbudet enligt 12 kap. 8 § ABL.

⁹⁹ Se Lindskog, s. 152.

Låneförbudet innebär att ett aktiebolag inte får låna ut pengar till den som äger aktier i eller är styrelseledamot eller verkställande direktör i bolaget eller annat bolag i samma koncern. Detsamma gäller närstående till sådana personer såsom make, barn, föräldrar, mor/farföräldrar, barnbarn samt sambo under vissa förutsättningar. Förbudet avser inte endast penninglån utan även ställande av säkerhet såsom pant och ingående av borgen för gäldenärs, t.ex. aktieägares, förpliktelse. Det finns ett flertal undantag från förbudet. Förbudet gäller inte om gäldenären är ett företag i en koncern i vilken det långivande bolaget ingår eller om gäldenären bedriver rörelse och lånet betingas av affärsmässiga skäl samt är avsett uteslutande för gäldenärens rörelse.

Det förstnämnda undantaget innebär att både lån och ställande av säkerhet kan ske fritt inom koncerner.¹⁰⁰ Skälet härtill är att borgenärernas ställning inte försämras när lån lämnas inom en koncern. För tydlighetens skull ska framhållas att lånet ändå kan utgöra olovlig utdelning om det är att anse som vederlagsfritt och det långivande bolaget saknar utdelningsbara medel.

Tre förutsättningar uppställs för att det sistnämnda undantaget ska vara tillämpligt. För det första ska gäldenären driva rörelse, för det andra ska lånet betingas av affärsmässiga skäl och för det tredje ska lånet uteslutande vara avsett för gäldenärens rörelse. Syftet med undantagsregeln är att möjliggöra lån som betingas av kommersiella skäl och som inte är avsedda för vad som brukar benämnas kommersiell konsumtion.¹⁰¹ Detta undantag torde ha viss praktisk betydelse, särskilt för att bolag med viss ägargemenskap ska kunna underlätta och förbättra sina affärsförbindelser.¹⁰²

Det ovan beskrivna förbudet benämns det allmänna låneförbudet. Det särskilda låneförbudet, eller förvärvsförbudet som det också kallas, innebär

¹⁰⁰ Se Andersson Jan, s. 141.

¹⁰¹ Se a.a.

¹⁰² Se Andersson Jan, s. 141.

att ett bolag inte får låna ut pengar i syfte att gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person som redovisats ovan, ska förvärva aktier i bolaget. Förbudet gäller också förvärv av aktier i bolag i samma koncern. Detta innebär t.ex. att ett dotterbolag inte får utställa lån till tredje man för att denne ska förvärva aktier i moderbolaget. Ett moderbolag får således inte heller lämna lån till tredje man för att möjliggöra en försäljning av aktier i dotterbolaget. Innan låneförbudets tillkomst var det inte ovanligt att en person som förvärvade aktier i ett bolag finansierade köpet genom lån från samma bolag. Sådana transaktioner kunde givetvis vara riskfyllda för bolagets borgenärer.¹⁰³

För att det ska anses vara fråga om ett sådant förvärvslån som berörts ovan krävs att lånet ska ha lämnats i syfte att pengarna ska användas för aktieförvärv. Lämnas lånet för annat ändamål men låntagaren själv tar lånet i anspråk för att förvärva aktier, föreligger inget förvärvslån. Det är således långivarens avsikt som avgör om lånet är ett förvärvslån.¹⁰⁴

Förbudet mot förvärvslån hindrar att ett bolag lämnar ett lån till en aktieköpare sedan köpet fullgjorts. Bolag A kan alltså, med stöd av koncernundantaget, låna ut medel till bolag B i samma koncern i syfte att hjälpa B att betala en skuld som B ådragit sig på grund av ett aktieförvärv som B tidigare gjort i A. Detta innebär att B kan förvärva aktierna i A utan eget kapital om han har tillgång till en kortfristig kredit hos tredje man som kan utnyttjas vid förvärvet. Efter förvärvet kan krediten regleras med det uppköpta bolagets medel. För att en överträdelse av förvärvsförbudet inte ska föreligga i en sådan situation anses det emellertid nödvändigt att den som utställer den kortfristiga krediten står en reell kreditrisk under viss tid.¹⁰⁵ Det måste finnas en möjlighet att aktieförvärvaren avstår eller vägrar att fullgöra betalningen för lånet. Vad som närmare menas med att kreditrisken ska vara reell är inte helt klart. Något krav på hur lång tid som

¹⁰³ Se Nerep, s. 324 f.

¹⁰⁴ Se Lindskog, s. 170.

¹⁰⁵ Se Lindskog, s. 173 f.

ska ha gått mellan det att lånet utställs och att återbetalning eller säkerställande sker finns inte. Det kan anmärkas att det finns exempel på när alla transaktioner sker under samma möte.

Det finns ett särskilt undantag från förvärvsförbudet som gäller anställda. Det har antagits att ett ägarengagemang från de anställda kan gynna företaget och därmed även borgenärerna.¹⁰⁶ Undantaget är förenat med flera begränsande tillämplighetsförutsättningar.

1. Lånebeloppet tillsammans med tidigare lån från bolaget eller från annat bolag i samma koncern, får inte överstiga ett belopp motsvarande två prisbasbelopp. Det är basbeloppet vid lånetillfället som gäller.
2. Låneerbjudandet måste rikta sig till minst hälften av de anställda i bolaget och lånet ska återbetalas inom fem år genom regelbundna amorteringar.
3. Det totala antalet aktier inklusive aktier som förvärvats enligt detta stycke, får inte överstiga enprocentsgränsen respektive 500-aktiegränsen (12 kap. 7 § 2 stycket 4p. ABL).

När det gäller ovanstående undantag är det enligt 12 kap. 7 § 6 stycket ABL endast möjligt för bolaget att inom ramen för utbetalningsbara medel lämna lån till aktieägare eller styrelseledamot.

6.2.2.1 Tillämpning på MBO

Låneförbudet innebär att det är förbjudet för ett aktiebolag att lämna penninglån till bolagets styrelsemedlemmar eller VD. Förbudet gäller även ställande av säkerhet. Den förvärvsprocess som förkommer vid en MBO och som beskrivits ovan innebär att utköpsbolaget lånar medel av en utomstående kreditgivare för att förvärva målbolaget. Därefter reglerar utköpsbolaget skulden med hjälp av målbolaget.

¹⁰⁶ Se Lindskog, s. 175.

Om utköpsbolaget redan i första skedet lånat ut pengar hade det varit i strid med låneförbudet. När utköpsbolaget väntar med att låna ut pengar till dess att de båda bolagen bildat en koncern kan det s.k. koncernundantaget i 12 kap. 7 § 2 stycket 2 p ABL tillämpas. Att utköpsbolaget lånar pengar av målbolaget när bolagen ingått en koncerngemenskap strider således inte mot kapitalskyddsreglerna.

Denna typ av kringgåtgärder för att undkomma låneförbudet kallas i litteraturen för ”minutenlån”.¹⁰⁷ De krav som uppställs för att ett sådant ska anses som lagligt är att kreditgivaren någon gång står en reell kreditrisk. Längden mellan det att kreditgivaren lånar ut pengar och till dess att denne återfår pengarna eller får säkerhet för skulden har förmodligen ingen betydelse.¹⁰⁸

Den ovan beskrivna lånekonstruktion har också betydelse vid det s.k. förvärvslåneförbudet. Förbudet mot förvärvslån innebär att ett bolag inte får låna ut pengar till någon som ska förvärva aktier i samma bolag. Det finns en rad undantag till förbudet, men inget av dem är tillämpligt vid ett sådant förvärvsförfarande som uppstår vid en MBO. Undantaget som avser lån till anställda skulle i och för sig kunna tillämpas om det inte vore begränsat med så snäva beloppsgränser.

Lindskog har framhållit att minutenlån inte skulle träffas av reglerna om förbud mot förvärvslån. Han har påpekat att förbudet språkligt är formulerat så att det endast kan vara framtida förvärv som åsyftas. Detta skulle sålunda innebära att när förvärvaren väl har köpt aktierna så är förvärvslåneförbudet inte längre tillämpligt. Det ska anmärkas att en restriktiv tillämpning och tolkning av bestämmelsen torde vara nödvändigt eftersom överträdelse av låneförbudet är straffbara och att legalitetsprincipen därför måste tas i beaktande. Detta är även Rodhes ståndpunkt.

¹⁰⁷ Se Andersson Jan, s.

¹⁰⁸ Se Lindskog, s. 174.

Det är emellertid som berörts ovan viktigt att det rör sig om en seriös kreditgivning där kreditgivaren står en reell kreditrisk. Med det menas att kreditgivaren när krediten ges inte ska kunna vara säker på att få tillbaka sina pengar. Rodhe anför som exempel härpå att utköpsbolaget ska kunna bryta förhandlingarna med kreditgivaren och vägra låna medel av målbolaget för att betala tillbaka den ursprunglige kreditgivaren.¹⁰⁹ I vissa fall sker alla transaktioner under mycket kort tid t.ex. under ett och samma möte. Det måste då anses som tveksamt om kreditgivaren verkligen stått en reell kreditrisk.¹¹⁰

Om kreditgivaren och utköpsbolaget kommit överens om ett upplägg innebärande att lånet ska regleras med målbolagets medel innan kreditgivningen så är det tveksamt om kreditgivaren verkligen kan anses ha tagit en reell kreditrisk. Nerep anser att förbudet mot förvärvslån bör tillämpas även i sådana fall eftersom fråga är om ett kringgående av lagens bestämmelser. Det är enligt hans uppfattning uppenbart att kreditgivningen då inte är särskilt riskfylld. Ett problem kan dock vara att bevisa att en sådan överenskommelse träffats.¹¹¹

Lindskog anser i och för sig att en överenskommelse mellan kreditgivaren och utköpsbolaget som föregår kreditgivningsbeslutet skulle kunna innebära att det efterföljande lånet utgör en överträdelse av förbudet mot förvärvslån. Det förhållandet att målbolaget antagligen inte skulle vara bundet av en utfästelse om utställande av lån eller ställande av säkerhet måste dock enligt Lindskog innebära att överenskommelsen saknar betydelse för låneförbudets tillämplighet.¹¹²

Det är svårt att se att kreditgivare skulle låna ut pengar utan säkerhet utan att först förvissa sig om att lånet kommer att återbetalas omgående eller att en säkerhet ställs. Det är rimligt att tro att kreditgivaren på olika sätt

¹⁰⁹ Se Rodhe, s. 116.

¹¹⁰ Se Nerep, s. 329 f.

¹¹¹ Se Nerep, s. 341.

försäkras sig om att så kommer att ske. Därmed skulle kreditgivaren inte stå en sådan kreditrisk som erfordras för att undvika förvärvslåneförbudet. Ett utmärkande drag vid MBO-förvärv är att finansiärerna i hög utsträckning är involverade i transaktionen och dess upplägg. Det får därför antas att finansiärerna redan på ett tidigt stadium i förvärvsprocessen förvissas sig om att återbetalning eller säkerställande kommer att ske på ett sätt som minimerar kreditriskerna.

¹¹² Se Lindskog, s. 174.

7 Avslutande diskussion

Avslutningsvis vill jag kort kommentera några av de rättsliga problem som har tagits upp i uppsatsen.

Tillämpliga regelverk på området har stora luckor. Regleringen, som främst utfärdas av sammanslutningar på marknaden, riktar sig endast till aktiemarknadsbolag. Det innebär att en stor del av de MBO-förvärv som genomförs faller utanför dessa regelverk. En betydande andel av MBO-förvärven avser dessutom just mindre bolag som inte är börsnoterade.

Det är troligt att även förvärv genom MBO av stora börsbolag kan falla utanför nu angiven reglering. Köparen är i allmänhet ett bolag som är bildat endast för att förvärva målbolaget. Detta utköpsbolag är inte ett börsnoterat bolag och torde således inte omfattas av de regler som riktar sig till aktiemarknadsbolag. Trots detta kan det finnas anledning för utköpsbolaget att följa de regler som gäller för MBO-förvärv. Det kan t.ex. vara så att utköpsbolaget senare ska introduceras på börsen igen och då kan det vara av värde att bolaget agerat i enlighet med god sed på aktiemarknaden. Ett aktievärde är till stor del beroende av marknads uppfattning om företaget och det är uppenbart att värderingen kan påverkas av företaget handlande i olika avseenden.

Bolagsledningens informationsansvar gentemot aktieägarna inför köpet är reglerad både i lag och i den s.k. utköpsrekommendationen. Av denna reglering följer att bolagsledningen har att informera aktieägarna om samtliga relevanta förhållanden avseende överlåtelseobjektet. Situationen är sålunda motsatt vad som är brukligt, det är köparen som ska informera säljaren och inte tvärtom. Det förtroendeförhållande som föreligger mellan bolagsledningen och aktieägarna gör att det föreligger en skärpt upplysningsplikt för bolagsledningen. Aktieägarna måste emellertid vara uppmärksamma på att det finns ett oberoende institut som medverkar vid

upprättandet av den information som de ska ta del av. Det faktum att ledningen är intresserade av att förvärva det aktuella bolaget tyder antagligen på att de ser en framtida potential i bolaget och borde göra aktieägarna extra uppmärksamma.

När företagsledningen ska förvärva en del av den verksamhet i vilken den verkar uppkommer naturligen en intressekonflikt. Å ena sidan har bolagsledningen ett intresse av att göra en så bra affär som möjligt. Å andra sidan måste bolagsledningen tillvarata aktieägarnas intressen. Jävsreglerna hindrar i princip ledningen från att delta i behandlingen av frågor med anledning av förvärvet. Likväl är ledningen det organ som ska presentera information om bolaget för aktieägarna så att de kan få en uppfattning om vad som skulle kunna vara ett rimligt pris etc. Lämpligheten av ifrågavarande förfarande kan ifrågasättas. Ledningens arbete med det material som ska läggas fram inför bolagsstämman borde om möjligt minimeras.

Den s.k. utköpsrekommendationen stadgar att bolagsledningen ska medverka till upprättandet av prospektet. Jävsreglerna i ABL uppställer emellertid strängare krav på bolagsledningens medverkan. För att följa utköpsrekommendationen måste man bryta mot jävsreglerna. Det vore därför önskvärt att bolaget anlidade en oberoende expert, inte bara vid värderingen, utan även för framställandet av övrig information. Detta skulle underlätta både för bolagsledningen och för aktieägarna.

Huruvida finansieringen av förvärvet av målbolaget strider mot kapitalskyddsreglerna är osäkert. Enligt den litteratur som finns på området är det troligt att man med konstruktionen med minutenlån kan undvika att överträdelse av låneförbudet. Det är emellertid tveksamt om inte lånet till moderbolaget eller pantsättningen för moderbolagets skulder utgör en vinstutdelning från dotterbolaget till moderbolaget.

Jag anser att det finns anledning att betrakta finansieringen såsom stridande mot låneförbudet. Minutenslånet är uppenbarligen en konstruktion som tillämpas för att undkomma det lagstadgade kapitalskyddet. Det kan konstateras att syftet med kapitalskyddsreglerna bl.a. är att skydda borgenärerna så de inte ska hamna i en sämre position genom bolagets affärer. Vid en MBO skuldsätts företaget kraftigt och borgenärernas ställning torde därmed försämrats.

För att ett minutenlån ska vara för handen krävs att långivaren stått en reell kreditrisk. Det kan sannolikt hållas för uteslutet att finansiärer i form av kreditgivare skulle medverka till förvärvsprocessen om de i praktiken behövde ta en reell kreditrisk. Det är således tveksamt om rekvisitet för minutenlån, vid en MBO, är uppfyllt.

I vissa fall kan det finnas anledning att ändå tillåta en sådan finansiering som berörts ovan. Det kan noteras att det inte bara är vid förvärv genom MBO som minutenlån förekommer utan vid många andra typer av företagsförvärv. Det kan i särskilda fall vara nödvändigt att acceptera ifrågasvarande förvärvsfinansiering för att inte begränsa omsättningen. Om alla borgenärer innan förvärvet får upplysningar om detsamma och godkänner det borde det inte finnas några hinder att genomföra förvärvet trots att det bryter mot låneförbudet.

Sammantaget kan sägas att det finns en del oklarheter inom MBO-området. Regleringen är bristfällig och det är tveksamt om inte vissa led i förvärvet är lagstridiga. Det kan ändå finnas anledning för lagstiftaren att inte reglera det aktuella området. Det finns ett värde i att tillåta en viss självreglering eftersom detta sannolikt leder till en mer effektiv och flexibel marknad.

Litteraturförteckning

Litteratur

Adlercreuz Axel, *Avtalsrätt 1*, Lund, 2002, Juristförlaget

Afrell Lars m.fl., *Lärobok i Kapitalmarknadsrätt*, Norstedts juridik, Stockholm, 1998.

Andersson Jan, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, Litteraturcompagniet, Stockholm, 2002.

Andersson Sten m.fl., *Aktiebolagslagen – en kommentar*, 2000.

Bergström Clas och Samuelsson Per, *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts juridik, Stockholm, 2001.

Bevelin Peter m.fl., *Handbok i Venture Capital och företagsutveckling*, Utvecklingsfonden allmänna förlaget, Stockholm, 1989.

Dotevall Rolf, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör*, Norstedts juridik, Stockholm, 1989.

Falkman Henric, *Leveraged buyouts: en bolagsrättslig probleminventering*, Juristförlaget, Stockholm, 1992.

Grosskopf Göran, *Vinstbolag: aktiebolags- och skatterättsliga frågor*, Snogeholms utbildnings AB, Malmö, 1989.

Hultmark Christina, *Kontraktsbrott vid köp av aktie: särskilt om fel*, Juristförlaget, Stockholm, 1992.

Krieger Ian, *Management Buy-Outs*, Butterworths, London, 1990.

Kristiansson Björn, *Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år*, Juristförlaget, Stockholm, 1996.

Lindskog Stefan, *Aktiebolagslagen. 12:e och 13:e kapitlet, kapitalskydd och likvidation*, Juristförlaget, Stockholm, 1995.

Nerep Erik, *Aktiebolagsrättsliga studier: särskilt om kapitalskyddet*, Stockholm, 2:a upplagan 1994, Juristförlaget Stiftelsen Mercurius.

Posselius Elisabeth m.fl., *Skyddet för aktiebolagets egna kapital*, Ernst & Young, Stockholm 2000.

Ramberg Jan, *Köplagen*, Norstedts juridik, Göteborg, 1995.

Rodhe Knut, *Aktiebolagsrätt*, Norstedts juridik, Stockholm, 1993 och 2000.

Tiberg Hugo, *Mellanmansrätt*, Almqvist & Wiksell, Stockholm, 1973.

Wahlbäck Magnus, *MBO- management buy-out: om hur man skapar ledningsägda företag*, Maxus Capital, Stockholm, 1994.

Offentligt Tryck

Finansdepartementets betänkande 1986:21 Riktade emissioner av aktier m.m.

Proposition 1975:103	Förslag till ny aktiebolagslag
Proposition 1986/87:76	Om riktade emissioner m.m.
SOU 1995:44	Aktiebolagets organisation: delbetänkande
SOU 1989:72	Värdepappersmarknaden i framtiden

Övrigt

www.aktiemarknadsnamnden.se, 2004-09-15.

www.cmbor.com, 2004-10-07.

www.naringslivetsborskommitté.se, 2004-09-15

www.procuritas.se, 2004-11-05.

Rättsfallsförteckning

Nationell praxis

Högsta domstolen

NJA 1951 s. 61

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

1992:5

1997:1

2002:13

Utländsk praxis

USA

Leasco Corporation v Taussing, 473 F.2d 777 (1972)

Norge

NRt 1918 s. 49

NRt 1921 s. 267