



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johanna Nordahl

Målbolagsstyrelsens uppdrag vid offentliga uppköpserbudanden

Med fokus på målbolagsstyrelsens överväganden och
ansvar vid ingående av avtal om break fee för målbolagets
räkning

Examensarbete
30 högskolepoäng

Handledare: Professor Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt/Aktiemarknadsrätt

VT 2011

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och frågeställningar	8
1.3 Metod och material	8
1.4 Rådande rättsläge och avgränsningar	9
1.5 Disposition	10
2 EKONOMISK TEORI	11
2.1 Agenter och principaler	11
2.1.1 Adverse selection och moral hazard	11
2.2 Andra intressenter	12
3 REGELVERKET KRING OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN	13
3.1 Regelverkets ramar	13
3.2 Takeover-reglerna	14
3.2.1 Något om påverkan från takeover-direktivet och takeover-reglering i andra länder	15
3.3 Aktiemarknadsnämnden	16
3.4 Aktiebolagsrätten och dess relation till aktiemarknadsrätten	17
4 MÅLBOLAGSSTYRELSENS UPPDRAG VID OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN	20
4.1 Takeover-reglerna	20
4.1.1 Målbolagsstyrelsens agerande i aktieägarnas intresse	20
4.1.1.1 Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet	21

4.1.1.2	Målbolagsstyrelsens ställningstagande till förfrågan om en due diligence	22
4.1.2	Intressekonflikter	22
4.1.3	Specifika regler om målbolagsstyrelsen vid en management buy-out	23
4.2	LUA: Förbudet mot försvarsåtgärder	24
4.3	Aktiebolagslagen	25
4.3.1	Formell maktfördelning, beslutförhet, jäv och delegation (När kan styrelsen binda bolaget?)	25
4.3.2	Styrelseledamotens uppdrag	28
4.3.2.1	Styrelsens lojalitetsplikt (Vilket beslut ska styrelsen fatta?)	28
4.3.2.2	Begreppet bolagets intresse	28
4.3.3	Tvingande kapitalskyddsregler och formregler för värdeöverföringar	33
5	MÅLBOLAGSSTYRELSENS ÖVERVÄGANDEN VID INGÅENDE AV AVTAL OM BREAK FEE FÖR MÅLBOLAGETS RÄKNING	35
5.1	Motiv bakom avtal om break fee och andra deal protections	36
5.2	Olika typer av deal protections	38
5.3	Utblick: Något om regleringen av avtal om break fee i utländsk rätt	40
5.3.1	Amerikansk rätt	40
5.3.2	Engelsk rätt	42
5.3.3	Finsk rätt	44
5.4	Svensk rätt	44
5.4.1	Takeover-reglerna	45
5.4.2	LUA: Förbudet mot försvarsåtgärder	47
5.4.3	Aktiebolagslagen	49
5.4.3.1	Styrelsens möjlighet att binda bolaget	49
5.4.3.2	Styrelsens lojalitetsplikt	50
5.4.3.3	Tvingande kapitalskyddsregler	51
5.4.3.4	Förvärvslåneförbudet	52
6	KORT OM MÅLBOLAGSSTYRELSENS AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA SKADESTÅNDSANSVAR	55
6.1	Skada med adekvat orsakssamband	55
6.2	Förutsättningar för ansvar gentemot bolaget	57
6.3	Förutsättningar för ansvar gentemot aktieägare och borgenärer	59
7	AVSLUTNING	62
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	66
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	73

Summary

This thesis problematizes and investigates the role of the board in a public company facing a friendly takeover bid. It does this by illuminating ambiguities which concern actions of the target company board, due to the fact that the Swedish Companies Act and the Swedish Takeover Rules have not been brought into conformity with one another. The complicated role of the board is exemplified by the increased considerations of the board and risk of board liability when a bidder requests the board to enter into a break fee agreement with the bidder for the sake of the target company.

A break fee agreement entitles the bidder to compensation paid by the target company if the deal fails due to one of the stipulated triggering events. Break fee agreements are still relatively rare in the Swedish market, but the phenomenon is more common in other jurisdictions. Entry into a break fee agreement is problematic under Swedish law for several reasons. Questions may arise as to what is required to enter into an agreement compatible with the Takeover Rules, whether and when a break fee agreement can constitute a breach of the Swedish Act on Takeover Bids' takeover defense prohibition, and whether the agreement contravenes the Companies Act.

The Takeover Rules do not provide any instructions to the board on how to handle a request for a break fee agreement, besides a commentary instructing the board to draft agreements in accordance with the law and with regard to all shareholders. However, there are general principles, imported from the Takeover Directive, which the board can rely on when considering entering into a break fee agreement. It has also been asserted that the regulation of break fees in the UK Takeover Code can be used for additional guidance concerning the Swedish Takeover Rules. The UK Takeover Code is now awaiting amendments which will lead to a general prohibition of break fees. The upcoming amendments have resulted in the initiation of a review of the Swedish Takeover Rules. We have yet to see what this review will specify regarding break fees.

In situations when a competing bidder is known, the Swedish Act on Takeover Bids and its prohibition of takeover defense measures requiring shareholder authorization is a potential obstacle for a break fee agreement and its implementation. In the Companies Act there are provisions requiring the board to have competence to act on the behalf of the company, and these can constitute formal impediments to the actions of the board. The board must also be sure to fulfill its duty of loyalty to act in the interest of the company. In this thesis it is held that the notion "the interest of the company" cannot have another meaning than the interest, of all the target company's shareholders, to maximize the value of their shares. Arguably this enables the board members to agree to break fees, when it is in the interest of all shareholders, without breaching their duties of loyalty.

Nevertheless, the Companies Act contains rules, protecting the assets of the company in the interest of the creditors, which cannot by any means be disregarded. It also contains formal rules requiring the decision to enter into a break fee agreement to be made by the shareholders at a shareholder meeting. It has been argued that these rules can be put aside, since it otherwise would not be possible for the board to enter into break fee agreements without previous shareholder approval at all.

The Companies Act stipulates that judicial acts taken by the board, on behalf of the company, which are inconsistent with the authority given to the board in the Companies Act are invalid during some circumstances. It is also possible that shareholders or creditors may want to charge the target board with liability, if damage has been caused by the boards entering into a break fee agreement. The success of such a charge is, however, not very likely, since the rules in the Companies Act give little room for the compensation of loss suffered by shareholders and creditors. Nevertheless it is feasible for ten percent of the shareholders to request compensation on behalf of the company, provided that the board members acted negligently. To be on the safe side the board should make sure that the decision to enter into a break fee agreement is made by a well informed majority of the board with no conflicts of interest. Due to the upcoming amendments of the Takeover Code and the uncertainties they create it is also recommended that the board ask the Swedish Securities Council for advice before an agreement is entered into.

Sammanfattning

Denna uppsats problematiserar och undersöker målbolagsstyrelsens ställning vid offentliga uppköpserbjudanden genom att belysa oklarheter som råder kring målbolagsstyrelsens agerande, framförallt till följd av att ABL inte har anpassats till takeover-reglerna och vice versa. Målbolagsstyrelsens komplexa ställning exemplifieras i denna uppsats av en utredning av vilka överväganden och vilket aktiebolagsrättsligt ansvar målbolagsstyrelsen riskerar vid en budgivares begäran om att målbolagsstyrelsen ingår avtal om break fee för målbolagets räkning med budgivaren. Ett avtal om break fee ger budgivaren rätt till ersättning från målbolaget, om affären på grund av någon på förhand specificerad händelse, inte blir av. Avtalen är ännu relativt ovanliga på den svenska marknaden, fenomenet är dock vanligare i utländsk rätt. Enligt svensk rätt är ingåendet av avtal om break fee problematiskt av flera anledningar. Fråga uppkommer under vilka förutsättningar ett avtal om break fee är förenligt med takeover-reglerna, hur det förhåller sig till förbudet mot försvarsåtgärder i LUA och om det kan strida mot aktiebolagsrätten.

Takeover-reglerna är relativt fåordiga avseende avtal om break fee. Bortsett från en kommentar som anger att styrelsen ska se till att avtalen är förenliga med gällande rätt och utformas med hänsyn till samtliga aktieägare, finns inga särskilda regler. Det finns dock ett antal allmänna principer, hämtade från takeover-direktivet, som styrelsen kan stödja sig på i sin bedömning. Det har också hävdats att regleringen av break fees i brittiska Takeover Code kan vara vägledande även för svensk del. Takeover Code står nu inför en revidering som kommer att innebära ett generellt förbud mot break fees. De kommande ändringarna har resulterat i initieringen av en översyn av de svenska reglerna. Det återstår att se hur den svenska regleringen kommer att utformas i framtiden.

LUA och dess förbud mot försvarsåtgärder utan bolagsstämmans godkännande utgör, i situationer då en konkurrerande budgivare är inblandad, ett potentiellt hinder för ett avtal om break fee och dess genomförande. I ABL finns också bestämmelser om beslutförhet, jäv och delegation som kan utgöra formella hinder för en styrelses handlande. Styrelsen måste även se till att uppfylla sin aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikt gentemot bolaget och handla i bolagets intresse. I uppsatsen konstateras att det aktiebolagsrättsliga begreppet bolagets intresse inte kan utgöras av något annat än samtliga aktieägares intresse av att maximera sin vinst vid ett offentligt uppköpserbudande. Konstaterandet öppnar upp för målbolagsstyrelsen att avtala om break fee då detta ligger i samtliga aktieägares intresse, utan att styrelseledamöterna bryter mot lojalitetsplikten gentemot bolaget. ABL innehåller dock tvingande kapitalskyddsregler uppställda i borgenärernas intresse som aldrig får frångås samt formregler för värdeöverföringar som leder till att ett avtal om break fee i princip alltid ankommer på bolagsstämman. Det har dock, för att målbolagsstyrelsen ska

kunna besluta att ingå avtal om break fee, hävdats att reduktionsslut är motiverat avseende reglerna om värdeöverföringar i ABL.

En överträdelse av ABL kan, under vissa förutsättningar, leda till ogiltighet enligt 8 kap. 42 § ABL om målbolagsstyrelsen rättshandlat för bolagets räkning i strid med sin behörighet eller befogenhet. En aktieägare eller borgenär kan också tänkas vilja ställa målbolagsstyrelsens ledamöter till ansvar om ett avtal om break fee resulterar i skada. Utsikterna för aktieägare och borgenärer att ha framgång med en skadeståndstalan mot styrelseledamöterna enligt ABL är små. Det kan dock tänkas att minst en tiondel av målbolagets ägare väljer att vägra ansvarsfrihet och kräva skadestånd för bolagets räkning. För ansvar krävs att styrelseledamöterna varit culpösa. För att gardera sig bör målbolagsstyrelsen tillse att beslutet att ingå avtal om break fee fattas av en icke jävig, beslutför och välinformerad målbolagsstyrelse som, mot bakgrund av osäkerheten som råder till följd av kommande förändringar av Takeover Code, rådfrågat AMN innan avtalets ingående.

Förord

Efter några lärorika år på Juridicum i Lund ser jag nu fram emot att ta klivet ut i arbetslivet. Ett stort tack till studiekamrater och lärare som bidragit till min juristexamen, men också till mina vänner och min familj som stått vid min sida och stöttat mig från dag ett.

Idén till denna uppsats väcktes då jag läste fördjupningskursen Företagsförvärv under höstterminen 2009. Med anledning av detta vill jag rikta ett tack till Erik Sjöman för inspirerande undervisning om målbolagsstyrelsen och dess problematiska ställning. Tack också till Perstorp AB för hjälp med att få fram material, till Christopher, Anna och Lina för assistans med korrekturläsning och sist men inte minst, ett stort tack till Professor Torsten Sandström för utmärkt handledning, bra synpunkter, stöd och uppmuntran under arbetets gång.

Stockholm i juli 2011

Johanna Nordahl

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
FI	Finansinspektionen
HB	Handelsbalk (1736:0123 2)
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets Börskommitté
PreskL	Preskriptionslag (1981:130)
SkL	Skadeståndslag (1972:207)
Takeover Code	The City Code on Takeovers and Mergers
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden
Takeover-reglerna	Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm, 1 oktober 2009
Takeover Panel	The Panel on Takeovers and Mergers
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Styrelsens ställning vid ett erbjudande om köp av aktierna i ett börsnoterat bolag, ett så kallat offentligt uppköpserbjudande, skiljer sig väsentligt från ett bud ställt till ägarna av ett företag som inte är noterat på börsen. Ett offentligt uppköpserbjudande kännetecknas av att det är adresserat till ett stort antal aktieägare som budgivaren av praktiska skäl inte har möjlighet att förhandla med. Istället är det förvävsobjektet själv, det så kallade målbolaget, som via sin styrelse¹ går in och agerar i aktieägarnas ställe.² Att målbolagsstyrelsen ska handla i aktieägarnas intresse framgår av takeover-reglerna som specialsyfts för offentliga uppköpserbjudanden.³ Reglerna är bindande för målbolaget via respektive börs regelverk för emittenter⁴ och dess existens försäkras av VpmL som ålägger börserna att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden.⁵ Samtidigt som målbolagsstyrelsen ska följa takeover-reglerna måste också hänsyn tas till aktiebolagsrätten. Styrelsen har bland annat på grund av sin sysslomannalikhande ställning en lojalitetsplikt gentemot bolaget, som ålägger styrelsen att handla i bolagets intresse.⁶ Trots att takeover-reglerna och ABL är tillämpliga parallellt har ingen samordning skett av de båda regelsystemen, vilket leder till en mängd rättsliga överväganden för målbolagsstyrelsen.

Målbolagsstyrelsen sätts i en svår position när en budgivare framför en önskan eller begäran om att ingå avtal om break fee och andra deal protections. På den svenska marknaden förekommer sådana avtal främst då en utländsk budgivare är inblandad, eftersom fenomenet är vanligare i utländsk rätt.⁷ I en kommentar till II.17 takeover-reglerna, tillkommen i samband med revideringarna som trädde i kraft 1 oktober 2009, uppmärksammas avtal om deal protection; Styrelsen ska inte bara se till att avtal om exklusivitet och break fee är förenliga med gällande rätt utan också att de utformas med hänsyn till samtliga aktieägare.⁸ Nu har ytterligare en översyn av regelverket aviserats som, mot bakgrund av kommande förändringar i brittiska Takeover Code, särskilt ska se över regleringen av

¹ I den fortsatta framställningen benämns förvävsobjektets styrelse antingen styrelsen eller målbolagsstyrelsen.

² Sevenius (2007) s. 198f.

³ Se t.ex. II.17, takeover-reglerna.

⁴ Nyström m.fl. (2010) s. 170. Se t.ex. avsnitt 5 och 6 i Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, 1 juli 2011:

http://nasdaqomx.com/digitalAssets/74/74814_nasdaq_omx_stockholms_regelverk_for_emittenter_2011_07_01.pdf.

⁵ 13 kap. 8 § VpmL.

⁶ Sandström (2010) s. 213, Stattin (2009) s. 65f.

⁷ Stattin (2009) s. 237f.

⁸ Skog (2009) s. 122 samt kommentaren till II.17, takeover-reglerna.

break fees.⁹ Redan innan förändringen av Takeover Code uppdagades har det varit oklart hur målbolagsstyrelsen ska ställa sig till avtal om break fee och andra deal protections i svensk rätt. Både bristen på vägledning i takeover-reglerna samt frågetecken kring hur avtalen ska hanteras aktiebolagsrättsligt torde ha medverkat till denna oklarhet.¹⁰

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att utreda vilken ställning målbolagsstyrelsen har vid ett offentligt uppköpserbjudande samt att belysa de oklarheter som råder kring dess agerande bland annat till följd av att ABL inte anpassats till takeover-reglerna och vice versa. Uppsatsen kommer, efter en allmän redogörelse av reglerna målbolagsstyrelsen har att rätta sig efter, att exemplifiera problematiken genom att behandla de svårigheter och rättsliga överväganden målbolagsstyrelsen ställs inför vid en budgivares begäran om ett avtal om break fee. För att ge en så komplett bild av målbolagsstyrelsens roll som möjligt kommer jag även att undersöka under vilka förutsättningar skadeståndsansvar enligt 29 kap. ABL kan komma att aktualiseras för målbolagsstyrelsens ledamöter till följd av ett sådant avtal.

Till hjälp har jag följande frågeställningar:

Vilka uppgifter åläggs målbolagsstyrelsen i takeover-reglerna? Kan dessa tänkas kollidera med några aktiebolagsrättsliga regler och i sådant fall, hur löses sådana kollisioner?

Hur förhåller sig målbolagsstyrelsens aktiebolagsrättsliga skyldighet att agera i bolagets intresse till dess aktiemarknadsrättsliga skyldighet att agera i aktieägarnas intresse vid ett offentligt uppköpserbjudande?

Vilka aktiebolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga överväganden ställs målbolagsstyrelsen inför vid en begäran från budgivaren om ingående av avtal om break fee? Hur ska målbolagsstyrelsen förhålla sig till en sådan begäran enligt svensk rätt? I vilken mån kan utländsk rätt komma att påverka det svenska rättsläget? Är den svenska regleringen tillräcklig?

Slutligen lyfter jag frågan om målbolagsstyrelsen riskerar att ställas till ansvar om skada uppstår till följd av ingåendet av ett avtal om break fee.

1.3 Metod och material

I syfte att fastställa gällande rätt har jag använt mig av de traditionella rättskällorna lag, förarbeten, praxis och doktrin. Till detta kommer också

⁹ Pressinformation, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, publicerad 26 maj 2011: <http://www.bolagsstyrning.se/media/52749/pressmeddelande%20takeover%C3%B6versyn%20slutlig%202011-05-26.pdf>.

¹⁰ Se bl.a. framställning i Stattin (2009) s. 254ff.

takeover-reglerna och dess tillhörande kommentarer och uttalanden från AMN.

I svensk rätt finns ingen lagreglering eller praxis avseende avtal om break fee. Inte heller finns någon uttrycklig bestämmelse i takeover-reglerna eller några uttalanden från AMN som särskilt riktar sig mot break fees. Det finns emellertid allmän reglering om målbolagsstyrelsens agerande i takeover-reglerna, LUA och ABL, med tillhörande förarbeten, litteratur och i viss mån även praxis. Jag har likväl avseende break fees i stor utsträckning fått förlita mig på doktrin. Break fees har i svensk litteratur främst behandlats av Daniel Stattin i boken *Takeover – Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*¹¹, men ämnet berörs också i en nyutkommen kommentar till takeover-reglerna författad av Göran Nyström, Robert Ohlsson, Erik Sjöman och Rolf Skog.¹² Svensk doktrin behandlar inte break fees särskilt ingående, vilket åtminstone delvis kanske kan förklaras av att avtal om break fee inte är så vanliga på den svenska marknaden. Situationen är en annan i utländsk rätt vilket medfört att jag även sökt vägledning och använt mig av utländsk litteratur och i viss mån även utländsk lag och praxis i mitt arbete. Jag har också använt mig av utländsk aktiemarknadsrättslig självreglering med tillhörande ställningstenden.

1.4 Rådande rättsläge och avgränsningar

Några karaktäristiska problem har diskuterats relativt utförligt i litteraturen och kommer därför inte att redogöras för på djupet i denna uppsats. Det har bland annat diskuterats hur målbolagsstyrelsen ska hantera en begäran från budgivaren om att få genomföra en due diligence av målbolaget.¹³ En annan fråga som debatterats är målbolagsstyrelsens möjligheter att vidta försvarsåtgärder då budet är oönskat.¹⁴ Ytterligare ett spørsmål är huruvida bolagsstämman är exklusivt kompetent att besluta om avnotering av bolagets aktier eller om detta är ett beslut som kan fattas av målbolagsstyrelsen.¹⁵ Dessa avgränsningar är naturligtvis också motiverade av uppsatsens fokus på break fees vilket medför att det främst är de delar som jag funnit väsentliga för bedömningen av break fees som kommer att redogöras för i uppsatsen.

¹¹ Stattin (2009) s. 237ff.

¹² Nyström m.fl. (2010) s. 119ff.

¹³ Se t.ex. Ydén, Karin "Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbudanden – med fokus på due diligence-frågor", JT Nr 2 2008-09, Sevenius, Robert "Om "due diligence" – företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt", SvJT 2007 s. 499 samt Nyström och Sjöman (2009) och kap. 7 (s. 206ff.) i Stattin (2009) som även refereras till i denna uppsats.

¹⁴ Avseende svensk rätt se t.ex. Stattin (2009) s. 345ff. och Dotevall (2008) s. 112ff.

¹⁵ Se t.ex. Krook, Sofie "Avnotering av aktier registrerade på en börs eller annan marknadsplats – bolagsstämmo- eller styrelsefråga?", JT Nr 4 2006-07 och Båvestam, Urban och Lindblad, Anders "Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – även som frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering", JT Nr 1 2007-08.

I uppsatsen kommer jag i relevanta delar att uppmärksamma enligt min uppfattning betydande delar av amerikansk, engelsk och finsk rätt. Eftersom uppsatsens fokus är svensk rätt kommer dock inte en utförlig redogörelse av rättsläget i utländsk rätt att kunna ges.

Uppsatsen tar sikte på offentliga uppköpserbudanden riktade mot aktieägarna i företag som är upptagna till handel på en reglerad marknad och behandlar inte reglerna som gäller för företag registrerade på någon av Sveriges handelsplattformar.¹⁶ Det finns många normer som kringgärdar de stora börsbolagen. Denna uppsats fokuserar på takeover-reglerna, LUA och ABL och dess samspel. I relevanta delar behandlas även takeover-direktivet. Svensk kod för bolagsstyrning och andra internationella normer och utredningar kommer inte att redogöras för. Inte heller kommer jag att undersöka eventuella avtalsrättsliga implikationer av avtal om break fee.

1.5 Disposition

Efter denna del följer en översiktlig presentation av bakomliggande ekonomisk teori i avsnitt 2. Avsnitt 3 presenterar sedan regelverket kring offentliga uppköpserbudanden följt av avsnitt 4 som fokuserar på att presentera och problematisera målbolagsstyrelsen och dess ställning generellt vid ett offentligt uppköpserbudande. Avsnitt 5 fördjupar komplexiteten av målbolagsstyrelsens roll genom att söka reda ut vilka rättsliga överväganden målbolagsstyrelsen ställs inför vid en budgivares begäran om ett avtal om break fee. I avsnitt 6 undersöker jag om målbolagsstyrelsen riskerar att utkrävas skadeståndsvär enligt ABL då skada uppkommer till följd av dess handlande i samband med ett ingående av avtal om break fee. Slutligen besvaras uppsatsens frågeställningar i avsnitt 7.

¹⁶ Regler om offentliga uppköpserbudanden för vissa handelsplattformar återfinns i NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05). Se mer om dessa i Nyström m.fl. (2010) s. 201ff.

2 Ekonomisk teori

Inledningsvis vill jag uppmärksamma läsaren på att ekonomisk teori om hur ett företag fungerar och ska styras många gånger påverkar utformningen av lagar och regler,¹⁷ vilket gör det relevant att stanna upp och översiktligt belysa några vanliga teorier innan framställningen fortskrider.

2.1 Agenter och principaler

Förhållandet mellan ett aktiebolags styrelse och aktieägare brukar framställas med hjälp av teorier om förhållandet mellan principaler och agenter.¹⁸ Relationen mellan agent och principal kan beskrivas som ett kontrakt enligt vilket uppdragsgivaren (principalen) engagerar uppdragstagaren (agenten) att utföra arbetsuppgifter.¹⁹ Uppdelningen av ägande och kontroll är problematisk i publika bolag då ägarfunktionen passiveras av att ägandet delas upp på många aktieägare. Har inte företagsledarna något eget ägarintresse i bolaget kan målsättningarna skilja sig åt mellan aktieägare och ledning eftersom aktieägare och ledning antas försöka maximera sin egen nytta enligt teorin. Framförda lösningar på detta problem är att ställa högre krav på bolagsledningen och tillförsäkra aktieägarna kontroll genom lag, kontrakt eller andra normer.²⁰

Agent-principalförhållandet ger enligt teorin upphov till informationsasymmetrier. Agenten, som i vårt exempel utgörs av målbolagsstyrelsen i ett börsbolag, har ett informationsövertag som denne exempelvis kan utnyttja för egen vinning. Informationsproblemen som uppkommer i förhållandet brukar betecknas som *adverse selection* och *moral hazard*.²¹

2.1.1 Adverse selection och moral hazard

Termen *Adverse selection* avser risken att principalen väljer en agent som inte tar hand om principalens intressen lika tillfredställande som en annan agent skulle ha gjort. Principalen väljer alltså fel agent. Begreppet *moral hazard* syftar på de dilemman som uppkommer efter valet av agent, till följd av att principalen inte kan kontrollera agenten på ett tillfredställande sätt. I ett aktiebolagsrättsligt sammanhang kan detta exemplifieras med att aktieägarna inte till fullo kan övervaka bolagets ledning under kontraktets löptid, vilket skapar osäkerhet för aktieägarna. Aktieägarna vet inte om styrelse och VD tillgodoser aktieägarnas intressen på samma sätt som om de själva hade skött bolagets förvaltning. Inom aktiebolaget kan denna intressekonflikt leda till att ledningen utnyttjar aktiebolagets egendom för

¹⁷ Sevenius (2007) s. 86.

¹⁸ Bergström och Samuelsson (2009) s. 31.

¹⁹ Bergström och Samuelsson (2009) s. 31.

²⁰ Sevenius (2007) s. 79ff.

²¹ Bergström och Samuelsson (2009) s. 31.

egen vinning, har en annan riskattityd än aktieägarna eller har en planeringshorisont som avviker från aktieägarnas.²²

2.2 Andra intressenter

I kontrast till förhållandet mellan agenten och principalen kan den så kallade intressentmodellen ställas. Modellen är bredare och tar även hänsyn till företagets andra intressenter, som i egenskap av intressenter också ges möjlighet att påverka. Intressentmodellen har i Aktiebolagslag (2005:551) (ABL) lämnat avtryck exempelvis genom regler till skydd för bolagets borgenärer och minoritetsaktieägare. I bolagsstyrningsdebatten representeras intressentmodellen idag närmast av en så kallad *stakeholder approach*, som tar sin utgångspunkt i olika intressegrupper med en insats i företaget. Perspektivet omfattar inte bara aktieägare och borgenärer, utan även aktörer som inte bidragit med finansiella insatser såsom bolagets anställda och andra intressenter. Denna teori är nuförtiden främst närvarande då frågor om *corporate social responsibility* diskuteras. Fokus idag ligger snarare på aktieägarnas behov och syfte med investeringen och maximeringen av *shareholder value*,²³ vilket även kommer att framgå av uppsatsens fortsatta framställning.

²² Bergström och Samuelsson (2009) s. 36, 66.

²³ Sevenius (2007) s. 86ff.

3 Regelverket kring offentliga uppköpserbudanden

Då ett erbjudande om köp av aktierna i ett börsnoterat bolag riktas till dess ägare måste, samtidigt som grundläggande aktiebolagsrättsliga regler beaktas, hänsyn också tas till en samling lagar och regler som inte gäller vid privata företagsförvärv. Eftersom ägarkretsen i ett börsnoterat bolag är spridd, och inte aktivt kan förhandla med budgivaren, finns regler som i aktieägarnas intresse fastställer en specifik informations- och transaktionsprocess.²⁴

3.1 Regelverkets ramar

Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) utgör, sedan dess ikraftträdande 1 januari 2006, grunden för den svenska regleringen av offentliga uppköpserbudanden. Ett offentligt uppköpserbudande definieras i 1 kap. 2§ 1 p. LUA som *ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier*.

LUA:s existens är ett resultat av Sveriges förpliktelse att implementera Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG (takeover-direktivet).²⁵ Takeover-direktivet har en lång och mödosam historia bakom sig. Processen startades redan 1974 och slutfördes inte förrän 2004 då direktivet antogs.²⁶ Direktivet har engelsk rätt som förebild och medlemstaterna har mot bakgrund av detta getts möjlighet att implementera direktivet delvis genom självreglering,²⁷ det vill säga privat regelbildning som sker vid sidan av lagstiftning och myndighetsutövning.²⁸ I Sverige har alternativet utnyttjats med följderna att ett mellanting mellan offentlighetslagreglering och självreglering valts.²⁹ Innan direktivet implementerades fanns inga lagregler som riktade sig specifikt mot offentliga uppköpserbudanden utan endast självreglering i form av Näringslivets Börskommittés (NBK) rekommendationer.³⁰

Den nuvarande regleringen anger att en börs, enligt 13 kap. 8 § Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL), är skyldig att ha regler om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier upptagna på en reglerad marknad som drivs av börsen. Termen börs definieras i 1 kap. 5 § 3 p. VpmL som *ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som*

²⁴ Sevenius (2008) s. 312.

²⁵ Prop. 2005/06:140 s. 1.

²⁶ Sjäffell (2009) s. 296.

²⁷ Prop. 2005/06:140 s. 43.

²⁸ Sevenius (2007) s. 184.

²⁹ Prop. 2005/06:140 s. 43.

³⁰ Sevenius (2008) s. 312.

har fått tillstånd enligt denna lag att driva en eller flera reglerade marknader. I Sverige finns tre företag som har fått ett sådant tillstånd och därmed också tre börser; Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörsen), Nordic Growth Market samt sedan 1 januari 2011 också Burgundy.³¹

Börsernas regler ska uppfylla de krav som ställs upp i takeover-direktivet och i övrigt vara ändamålsenliga.³² Samtidigt är en budgivare skyldig att följa börsens regler enligt 2 kap. 1 § 1 st. LUA som anger att ett offentligt uppköpserbud endast får lämnas av den som åtagit sig, gentemot den börs målbolagets aktier är registrerade vid, att följa de regler om offentliga uppköpserbudanden som fastställts av börsen samt underkastat sig de sanktioner som ställts upp för överträdelse av dess regler. Målbolaget själv är bundet att följa takeover-reglerna via det regelverk för emittenter som utfärdats av den börs dess aktier är registrerade vid. Väljer målbolagsstyrelsen att inte följa börsens regler kan detta resultera i att de sanktioner som ställts upp av börsen aktualiseras.³³

3.2 Takeover-reglerna

Börserna uppfyller sina lagstadgade skyldigheter att ha regler om offentliga uppköpserbudanden genom de så kallade takeover-reglerna³⁴. Föregångaren till dagens regler utfärdades av NBK 1971, då under beteckningen rekommendationer. Rekommendationerna utformades med brittiska The City Code on Takeovers and Mergers (Takeover Code) som förebild. Sedan tillkomsten av dessa rekommendationer har de uppdaterats vid ett flertal tillfällen och bytte i samband med revideringen 2003 benämning till regler. I och med LUA:s tillkomst 2006 har takeover-reglerna tillförts en offentligrättslig legitimitet som de tidigare saknat.³⁵

Det är inte längre NBK som utfärdar reglerna utan denna roll har övertagits av börserna själva.³⁶ NBK genomförde senast 2009 en översyn av takeover-reglerna vilket resulterade i nya regler gällande från och med 1 oktober 2009.³⁷ Takeover-reglerna har, eftersom detaljer ofta skiljer förhållandena i

³¹ Finansinspektionens webbplats, Börser och aktiehandel:

<http://www.fi.se/Konsument/Fragor-och-svar/Borser-och-aktiehandel/#N2>. Burgundy har dock inte tillstånd att som börs driva handel med aktier (Finansinspektionens webbplats, Burgundy får tillstånd att driva börs: <http://www.fi.se/Tillstand/Beslut/Listan/Burgundy-far-tillstand-att-driva-bors/>).

³² 13 kap. 8 § VpmL.

³³ Nyström m.fl. (2010) s. 170 samt avsnitt 5 och 6 i Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, 1 juli 2011:

http://nasdaqomx.com/digitalAssets/74/74814_nasdaq_omx_stockholms_regelverk_for_emittenter_2011_07_01.pdf.

³⁴ I denna uppsats refereras till de regler som utfärdats av Nasdaq OMX Stockholm AB: Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm, 1 oktober 2009.

³⁵ Stattin (2009) s. 101f.

³⁶ Stattin (2009) s. 102.

³⁷ Under 2010 beslutades av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden att NBK skulle läggas ner. NBK:s arbetsuppgifter är numera istället införlivade i Kollegiet för svensk bolagsstyrning (NBK:s webbplats: <http://www.naringslivetsborskommitte.se/>).

en budprocess från en annan, i stor utsträckning utformats allmänt, vilket också framgår av reglernas inledning.

3.2.1 Något om påverkan från takeover-direktivet och takeover-reglering i andra länder

Som tidigare konstaterats bygger de svenska takeover-reglerna delvis på takeover-direktivet. Detta framkommer redan i inledningen till takeover-reglerna som anger att reglerna är utformade med avsikt att uppfylla takeover-direktivets krav samt att reglerna bland annat vilar på principer hämtade från detta direktiv. I situationer då takeover-reglerna inte ger något klart besked, eller i ett enskilt fall inte visar sig vara ändamålsenliga, anges att principerna från takeover-direktivet bör tjäna som vägledning.³⁸ I inledningen räknas sedan ett antal principer upp som tagits från direktivets artikel 3. Dessa principer anger bland annat att värdepappersinnehavare ska likabehandlas och att de ska ges tillräcklig tid och information för att fatta ett välgrundat beslut. Specifikt riktat mot målbolagets styrelse är principen om att denna ska beakta ”*de intressen som bolaget i sin helhet har*” i sitt handlande och inte får förvägra aktieägarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.³⁹ Hur detta bolagsintresse ska tolkas enligt direktivet är i sin tur en komplicerad fråga, speciellt eftersom begreppet förekommer och tolkas olika i medlemsstaternas nationella lagstiftningar⁴⁰. Principen om att aktieägarna själva ska ha möjlighet att ta ställning till erbjudandet kommer också till uttryck i direktivets artikel 9.2-3 som förbjuder målbolagsstyrelsen att vidta åtgärder som försvårar genomförandet av ett erbjudande (försvarsåtgärder) utan godkännande från bolagsstämman.⁴¹

De svenska reglerna har som ovan nämnts influerats också av brittiska Takeover Code, vilket vid en jämförelse framkommer både genom likheter i formell uppbyggnad och materiellt innehåll. Takeover Code har inte bara influerat de svenska reglerna utan har även legat till grund för takeover-direktivet. Eftersom takeover-reglerna i större utsträckning kännetecknas av påverkan från utländsk rätt än annan nationell rätt, är det i större utsträckning relevant att undersöka lösningar i utländsk rätt vid tolkningssvårigheter. Det är särskilt intressant att se till lösningar i engelsk rätt till följd av att Takeover Code utgjort förebild för både takeover-direktivet och de svenska takeover-reglerna. Stattins uppfattning är att det till och med är nödvändigt att beakta engelsk rätt, särskilt eftersom Takeover Code är mer omfattande än takeover-reglerna. Takeover-direktivets implementering i andra medlemsstater öppnar också upp för möjligheten att se till lösningar av oklarheter i direktivet i andra medlemstater. För svensk del är kanske den finska regleringen av störst intresse eftersom Sverige och

³⁸ Inledning till takeover-reglerna.

³⁹ Inledning till takeover-reglerna, punkt c.

⁴⁰ Det svenska begreppet ”bolagets intresse” behandlas i avsnitt 4.3.2.2 nedan.

⁴¹ Sjäfjell (2009) s. 298.

Finland också har liknande bolagsrättsliga system.⁴² Den svåra uppgiften att tolka och tillämpa takeover-reglerna har lagts på Aktiemarknadsnämnden (AMN).

3.3 Aktiemarknadsnämnden

AMN tillkom 1986, troligtvis med brittiska motsvarigheten The Panel on Takeovers and Mergers (Takeover Panel) som förebild.⁴³ Tanken är att AMN genom sina uttalanden i enskilda fall, rådgivning och information ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. AMN har inte bara uppgift att tolka takeover-reglerna utan ska även, enligt delegation från Finansinspektionen (FI) fatta beslut i frågor som anges i 7 kap. 10 § LUA. Bestämmelsen är relevant för denna uppsats främst genom AMN:s möjlighet att fatta beslut om att en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder enligt 5 kap. 4 § LUA samt om undantag från bestämmelserna om försvarsåtgärder enligt 7 kap. 5 § LUA.⁴⁴ AMN:s kompetens skiljs åt beroende på om tolkningen avser en fråga som ska avgöras med grund i delegation från FI eller börserna. Ett beslut fattat inom ramen för FI:s delegation kan överklagas till FI och sedan föras upp till förvaltningsdomstolarna. Ett uttalande om tolkning och tillämpning av takeover-reglerna kan däremot inte överklagas på denna väg vilket framgår av § 21 a i Föreningen för god sed på värdepappersmarknadens stadgar⁴⁵. En missnöjd part får i denna situation vända sig till allmän domstol med en talan om avtalsbrott gentemot aktuell börs eftersom börsens kompetens grundar sig på noteringsavtalet. Talan kan inte föras mot AMN eftersom nämnden inte har något avtalsförhållande med parten utan endast fattat beslut i börsens ställe.⁴⁶ Det ska dock tilläggas att nämnden generellt anses ha en viktig roll på den svenska aktiemarknaden och att branschens förtroende för AMN är högt.⁴⁷

Av stadgarna till Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden framgår att AMN:s materiella kompetens är vid. Stadgarnas § 15 1 st. lyder:

”Aktiemarknadsnämnden kan pröva varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag, som har gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad (aktiemarknadsbolag) eller av en aktieägare i ett sådant bolag, om åtgärden avser en aktie i ett aktiemarknadsbolag eller kan vara av betydelse för bedömningen av en sådan aktie. Detsamma gäller i fråga om utländska aktiebolag som har gett ut aktier som är upptagna till

⁴² Stattin (2009) s. 81f., 103.

⁴³ Stattin (2009) s. 87.

⁴⁴ AMN:s webbplats, Om Aktiemarknadsnämnden:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden> 25.

⁴⁵ AMN:s webbplats, Utdrag ur Föreningen för god sed på värdepappersmarknadens stadgar:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/stadgar> 44.

⁴⁶ Stattin (2009) s. 90f.

⁴⁷ Stattin (2009) s. 87.

handel på en reglerad marknad i Sverige, i den utsträckning åtgärden ska bedömas enligt svenska regler.”⁴⁸

Kompetensen omfattar således inte bara aktiemarknadsrättsliga frågor utan även frågor om bolagsrätt och bolagsstyrning.⁴⁹ Detta kan demonstreras av AMN:s uttalande 2006:31 där nämnden ansåg sig ha behörighet att uttala sig om tillämpningen av Svensk kod för bolagsstyrning med grund i sin uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden. AMN har även i praktiken tagit på sig uppgiften att uttala sig om god sed med anledning av kringgåenden av de så kallade *Leo-reglerna*, i 16 kap. ABL.⁵⁰

3.4 Aktiebolagsrätten och dess relation till aktiemarknadsrätten

För uppsatsens fortsatta framställning är det viktigt att stanna upp något och reflektera över takeover-reglernas förhållande till aktiebolagsrätten. Det finns ingen regel i ABL som undantar de aktiebolag som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande från ABL:s tillämpningsområde. Utgångspunkten måste därför vara att reglerna i ABL ska följas också i dessa situationer.⁵¹ Dock bör de, visserligen fakultativa, bestämmelserna om genombrott i 6 kap. LUA noteras. Reglerna är en implementering av takeover-direktivet och åsyftar att undanröja hinder mot offentliga uppköpserbjudanden som kan finnas i bolagsordning och ägarstruktur hos ett målbolag. Med hinder avses exempelvis bestämmelser om hembudsförbehåll⁵² och rösträttsbegränsningar i bolagsordningen. Genombrottsregeln är för svensk del dock inte gällande förrän den tas in i ett bolags bolagsordning. För att regeln ska tas in i bolagsordningen krävs enligt 6 kap. 1 § 2 st. LUA att samtliga aktieägare närvarande vid bolagsstämman röstar för detta samt att dessa representerar minst nio tiondelar av bolagets aktier. Det har hävdats att genombrottsregeln är främmande för svensk rätt och att den inte kan förväntas få något stort genomslag på den svenska marknaden.⁵³ Därför kommer jag inte att diskutera regeln närmare i denna uppsats.

Det finns ett antal bestämmelser i ABL som endast gäller bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad. Bestämmelserna är dock relativt få och ABL innehåller inte några regler specialsydda för offentliga uppköpserbjudanden. Som ovan konstaterats har takeover-reglerna en

⁴⁸ AMN:s webbplats, Utdrag ur Föreningen för god sed på värdepappersmarknadens stadgar:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/stadgar> 44.

⁴⁹ Stattin (2009) s. 94.

⁵⁰ Se t.ex. principuttalandet AMN 2002:2 där AMN i plenum fastslog att uppenbara kringgåenden av Leo-reglerna generellt sett inte är god sed på aktiemarknaden. Se även senare uttalande AMN 2010:21.

⁵¹ 1 kap. 2 § 3st. ABL anger att ABL gäller alla aktiebolag, om inte annat föreskrivs.

⁵² Enligt 4 kap. 27 § ABL kan det tas in ett hembudsförbehåll i bolagsordningen som ger en aktieägare eller annan rätt att lösa en aktie som övergått till en ny ägare.

⁵³ Bronelius och Stattin (2010) s. 67.

speciell ställning i svensk rätt i och med att dess existens numera, till följd av takeover-direktivets implementering, är lagreglerad. Aktiemarknadsrätten består följaktligen av en blandning av offentligrättslig lagreglering och självreglering.

Ett antal författare har försökt definiera relationen mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt. En av de författare som behandlat takeover-reglerna mycket grundligt är Stattin. Stattin anser att aktiebolagsrätten utgör en grund för aktiemarknadsrätten med betydelsen att allmänna associationsrättsliga principer också får genomslag i aktiemarknadsrätten. Däremot hävdar Stattin också att aktiebolagsrätten modifieras av principer från aktiemarknadsrätten. Densamme förespråkar, på grund av det nära sambandet mellan aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, att det som är tillåtet i den ena subdisciplinen också bör vara tillåtet i den andra. Dock bör detta inte vara fallet om starka skäl talar emot en sådan tolkning eller om tolkningen skulle gå emot att regler och principer tolkas konsistent inom respektive disciplin.⁵⁴

Nyström m.fl. anser att de förpliktelser som följer av börsnoteringen kan ha betydelse för vad som är aktiebolagsrättsligt tillåtet, med hänvisning till att bolaget via börsnoteringen får tillgång till aktiemarknaden som källa till kapitalanskaffning. *”De förpliktelser som följer av börsnoteringen är priset för att åstadkomma denna fördel för bolaget och är därmed som utgångspunkt aktiebolagsrättsligt oantastliga”* enligt Nyström m.fl.⁵⁵

Lindskog beskriver förhållandet mellan reglerna om aktiebolaget som sådant och de börsrättsliga reglerna om handel med bolagets aktier som ett regelmässigt glapp. Lindskog konstaterar också att regelsystemen ibland kolliderar med varandra vilket i många fall leder till att aktiebolagsrätten åsidosätts med stöd av praxis som etablerats på aktiemarknaden.⁵⁶ Dock är Lindskog av uppfattningen att de tvingande kapitalskyddsreglerna i ABL, uppställda i syfte att skydda borgenärerna, alltid måste iakttas. Grundläggande principer om fri överlåtbarhet för aktier och likställighetsprincipen kan också medföra begränsningar för ett börsbolags handlande.⁵⁷

Förhållandet mellan aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten är följaktligen inte klarlagt. I praktiken är det nog så som Lindskog påpekar, att aktiemarknadsrätten många gånger ges företräde. Emellertid är det, så som framhävts av Nyström och Sjöman, av betydelse för målbolagsstyrelsen, som normalt anser sig skyldiga att både handla i bolagets och dess aktieägares intressen och följa lagen, att veta om dess agerande strider mot lagen. Däremot kan det förväntas att en aktieägare som gynnats av en eventuell överträdelse av ABL inte är intresserad av att driva frågan om en åtgärd strider mot ABL och utkräva ansvar, vilket inte heller en ny ägare kan väntas ha något intresse av. Dock kan situationer uppkomma som

⁵⁴ Stattin (2009) s. 39f.

⁵⁵ Nyström m.fl. (2010) s. 121.

⁵⁶ Lindskog (2008) s. 57.

⁵⁷ Lindskog (2008) s. 71.

medför att ett bud inte läggs fram eller att försäljningen av någon anledning inte blir av, vilket kan ställa ansvarsfrågan på sin spets.⁵⁸ Detta oklara rättsförhållande är, mot bakgrund av eventuella skadeståndskrav från missnöjda aktieägare och borgenärer, en potentiell risk för målbolagsstyrelsen i dess handlande, vilket gör att dess ställning i högsta grad är relevant att undersöka.

⁵⁸ Nyström och Sjöman (2009) s. 24.

4 Målbolagsstyrelsens uppdrag vid offentliga uppköpserbjudanden

Målbolagsstyrelsens uppdrag vid offentliga uppköpserbjudanden har tidigare varit uppe till diskussion i litteraturen.⁵⁹ Den omfattande revidering av takeover-reglerna som resulterade i nya regler från och med 1 oktober 2009 syftade bland annat till att förtydliga just målbolagsstyrelsens ställning. Bland annat infördes en skrivning om vad målbolagsstyrelsen ska ta hänsyn till vid en begäran från budgivaren om avtal om exklusivitet och break fees, så kallade deal protections, i en kommentar till takeover-reglernas II.17.⁶⁰ I avsnitt 5 kommer jag att söka reda ut hur svensk rätt ställer sig till att målbolagsstyrelsen ingår avtal om break fee i samband med ett bud och vilka överväganden målbolagsstyrelsen ställs inför. Först kommer jag dock översiktligt redogöra för de bestämmelser i takeover-reglerna, LUA och aktiebolagsrätten som målbolagsstyrelsen har att följa vid ett offentligt uppköpserbjudande samt belysa några allmänna frågor som uppkommer kring målbolagsstyrelsens ställning.

4.1 Takeover-reglerna

Ett antal bestämmelser i takeover-reglerna riktar sig specifikt till målbolagets styrelse. Reglerna placerar aktieägarnas intresse i centrum för målbolagsstyrelsens agerande genom punkten II.17. I aktieägarnas intresse ges styrelsen två huvuduppgifter vid ett offentligt uppköpserbjudande. Dels ska styrelsen enligt II.19 uttala sig om erbjudandet och dels, vilket följer av punkten II.20, ska styrelsen också ta ställning till en begäran om målbolagets deltagande i en eventuell due diligence. Det finns också regler som hindrar styrelseledamöter med intressekonflikter från att delta i beslut relaterade till erbjudandet samt särskilda regler som aktualiseras först vid en så kallad management buy-out.

4.1.1 Målbolagsstyrelsens agerande i aktieägarnas intresse

Målbolagsstyrelsen ska enligt II.17 takeover-reglerna agera i aktieägarnas intresse i frågor relaterade till erbjudandet. Bestämmelsens kommentar preciserar ytterligare vad som menas med detta. Ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till målbolagets aktieägare och det är därför aktieägarna

⁵⁹ Särskilt har målbolagsstyrelsens ställningstagande till en begäran från budgivaren om att få genomföra en due diligence diskuterats mot bakgrund av ABL:s regler. Denna diskussion förs inte i denna uppsats. Se not 13 ovan för tips på litteratur som behandlar rättslig problematik kring en begäran om en due diligence.

⁶⁰ Skog (2009) s. 122, 128.

som ska ta ställning till om erbjudandet ska antas eller avböjas. Styrelsen har dock en central roll i förfarandet och ska sträva efter att agera i aktieägarnas intresse. Detta betyder att styrelsens eget intresse eller några fåtal aktieägares intressen inte får styra dess agerande. I Kommentaren anges också att styrelsen, om det finns mer än en budgivare, inte får främja en viss budgivare utan saklig grund. Kommentaren anknyter här till 5 kap. LUA som förbjuder försvarsåtgärder utan bolagsstämmans godkännande. Bestämmelserna i LUA hindrar dock inte att styrelsen för diskussioner med andra budgivare eller belyser andra alternativ än erbjudandet ifråga om detta ligger i aktieägarnas intresse.⁶¹ Bestämmelserna om förbud mot försvarsåtgärder kommer att behandlas ytterligare i avsnitt 4.2.

Styrelsens möjlighet att ingå avtal om deal protection med budgivaren för bolagets räkning kopplas också samman med punkten II.17. I kommentaren nämns avtal som under en viss tid begränsar målbolagets rätt att föra diskussioner med eller aktivt söka andra budgivare, så kallade exklusivitetsavtal. Även avtal som under vissa förutsättningar ger budgivaren rätt till ersättning för kostnader som lags ner på erbjudandet i det fallet att affären inte blir av, så kallade break fees nämns, samt avtal om att budgivaren under en viss tid inte får handla i bolagets aktier. Styrelsen anmodas i kommentaren att tillse att villkoren i sådana avtal är förenliga med gällande rätt samt att de utformas med hänsyn till samtliga aktieägare som omfattas av erbjudandet.⁶² Styrelsens agerande vid en begäran om avtal om break fee kommer att behandlas utförligt i avsnitt 5.

4.1.1.1 Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet

Senast två veckor före utgången av erbjudandets acceptfrist ska målbolagsstyrelsen offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet samt skälen till denna uppfattning. Styrelsen ska uttala sig om vad ett genomförande av erbjudandet har för effekter på bolaget. Bestämmelsen betonar särskilt att styrelsen ska uttala sig om effekten på sysselsättningen, styrelsens uppfattning om budgivarens strategiska planer och dess förväntade effekter på sysselsättningen och de platser där bolaget bedriver verksamhet. Om styrelsen inom skälig tid erhållit ett separat yttrande från anställda i målbolaget om påverkan på sysselsättningen, med en uppfattning som skiljer sig från styrelsens, ska detta bifogas yttrandet. I II.19 betonas att styrelsens uttalande många gånger är av stort intresse för aktieägarna och att styrelsens insikter i förhållandena i regel är av värde för aktieägarna då de ska ta ställning till erbjudandet. Styrelsen ska uttala sig om det sammanlagda belopp budgivaren erbjuder men också om vederlag och villkor som erbjuds för varje aktie.

Om någon styrelseledamot inte deltagit i ärendets behandling på grund av intressekonflikt eller någon annan anledning ska detta redovisas i uttalandet.

⁶¹ Kommentrar till II.17, takeover-reglerna.

⁶² Kommentrar till II.17, takeover-reglerna.

Uppstår situationen att styrelsen inte är beslutför bortfaller styrelsens skyldighet att uttala sig, istället finns en rätt för övriga styrelseledamöter att offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet. Enligt kommentaren till punkten II.19 är det normalt lämpligt att de övriga styrelseledamöterna utnyttjar sin rätt att uttala sig om erbjudandet. Väljer dessa styrelseledamöter att uttala sig ska ett värderingsutlåtande inhämtas och offentliggöras enligt punkten III.3.⁶³ I kommentaren framkommer att styrelsen också i situationer då den är beslutför kan ha skäl att inhämta ett värderingsutlåtande och att detta i sådant fall ska offentliggöras.

4.1.1.2 Målbolagsstyrelsens ställningstagande till förfrågan om en due diligence

I takeover-reglerna har också intagits en bestämmelse om hur styrelsen ska ställa sig till en eventuell förfrågan från budgivaren om att genomföra en due diligence av målbolaget. Det framgår av II.20 att det är målbolagsstyrelsen som ska ta ställning till en sådan begäran samt att styrelsens strävan ska vara att begränsa undersökningen till att endast omfatta sådant som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas och genomföras. Styrelsen ska också se till att icke offentliggjord information, som budgivaren tar del av och som kan förväntas påverka priset på bolagets aktier, ska offentliggöras så snart som möjligt.

I kommentaren till punkten anges att målbolagsstyrelsen ska avgöra om en due diligence ska medges eller ej med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Det nämns specifikt att målbolaget ska beakta ABL, börsens regler samt regler om insiderhandel i sin bedömning. Kommentaren betonar särskilt att målbolagsstyrelsen måste överväga om bolaget kan ta skada av en due diligence, t.ex. genom att företagshemligheter läcker ut. Genomförandet av en due diligence bör endast medges om det, enligt målbolagsstyrelsens bedömning, ligger i aktieägarnas intresse att få ta ställning till erbjudandet och budgivaren ställt upp genomförandet av en företagsundersökning som ett skriftligt krav för att ett erbjudande ska lämnas. Godkänner målbolagsstyrelsen att en due diligence genomförs ska ett sekretessavtal upprättas som begränsar budgivarens möjligheter att använda och sprida informationen. Det ska även dokumenteras vilken information som lämnats ut, till vilka den lämnats ut samt när detta skett.

4.1.2 Intressekonflikter

Enligt punkten II.18 får en styrelseledamot eller verkställande direktör i målbolaget, som till följd av intressegemenskap med budgivaren eller av en annan anledning kan ha ett intresse i frågan som strider mot aktieägarnas intresse, inte medverka vid handläggningen av en fråga relaterad till erbjudandet. I kommentaren nämns som uppenbart fall av intressegemenskap att en styrelseledamot är ägare i budgivarbolaget men även en anställning eller ett uppdrag i budgivarbolaget kan leda till

⁶³ II.19, takeover-reglerna.

intressekonflikter. Om intressegemenskap med budgivaren finns och intressekonflikt kan uppstå på grund av detta ska styrelseledamoten själv meddela styrelsen detta samt låta bli att delta i handläggningen av frågor ”som i vid mening är relaterade till erbjudandet”.⁶⁴ I kommentaren anges ett antal exempel på sådana frågor, bland annat nämns upphandling av rådgivare och styrelsens uttalande i anledning av budet. För att II.18 ska vara tillämplig krävs inte att det faktiskt föreligger någon intressekonflikt, vilket markeras genom skrivningen ”kan ha ett intresse i frågan som strider mot aktieägarnas intresse”. Punkten tillämpas redan i situationer där det typiskt sett finns en intressekonflikt hos styrelseledamoten i fråga. Det anges inte närmare vilka omständigheter som leder till en sådan intressekonflikt, detta får istället avgöras med hänsyn till art och omfattning av styrelseuppdraget, eventuella löften om styrelseuppdrag och dylikt i det enskilda fallet. Syftet att upprätthålla förtroendet på marknaden anges som riktlinje för denna bedömning. Kommentaren markerar dock att en styrelseledamot som äger aktier i målbolaget normalt inte ska anses ha intressekonflikt på den grunden. Däremot uppstår intressekonflikt om styrelseledamoten och budgivaren träffat avtal om överlåtelse av aktierna styrelseledamoten äger i målbolaget eller om styrelseledamoten förbundit sig att acceptera erbjudandet.⁶⁵ I syfte att motverka informationsasymmetrier finns också specifika regler om så kallade management buy-outs.⁶⁶

4.1.3 Specifika regler om målbolagsstyrelsen vid en management buy-out

I takeover-reglernas avsnitt III finns regler som tillämpas vid en management buy-out, d.v.s. om en styrelseledamot, styrelsesuppleant, annan ledande befattningshavare eller en person som är jämställd med ledande befattningshavare i målbolaget eller dess dotterbolag lämnar eller deltar i ett offentligt uppköpserbjudande.⁶⁷ Reglerna syftar till att kompensera det informationsövertag en sådan budgivare har i förhållande till aktieägarna. För att jämna ut obalansen ska ett värderingsutlåtande inhämtas från oberoende expertis⁶⁸ och acceptfristen vid en management buy-out måste vara minst fyra veckor⁶⁹ istället för minst tre veckor som annars gäller.⁷⁰ Bestämmelserna om längre acceptfrist och inhämtande av värderingsutlåtande ska tillämpas också då ett moderbolag lämnar eller deltar i ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktierna i ett dotterbolag.⁷¹ Det finns även en bestämmelse om tilläggsinformation i pressmeddelande som tillämpas då avsnitt III är tillämpligt.⁷²

⁶⁴ Kommentar till II.18, takeover-reglerna.

⁶⁵ Kommentar till II.18, takeover-reglerna.

⁶⁶ Kommentar till III.1, takeover-reglerna.

⁶⁷ III.1, takeover-reglerna.

⁶⁸ III.3, takeover-reglerna.

⁶⁹ III.2, takeover-reglerna.

⁷⁰ II.7, takeover-reglerna.

⁷¹ III.4, takeover-reglerna.

⁷² III.5, takeover-reglerna.

4.2 LUA: Förbudet mot försvarsåtgärder

Om ett bud inte är förankrat hos styrelsen eller stora ägare i ett bolag brukar budet refereras till som ett fientligt uppköpserbudande.⁷³ Takeoverdirektivets artikel 9.2 och dess implementering i svensk rätt i LUA gör att utrymmet för målbolagsstyrelsen att vidta försvarsåtgärder vid fientliga uppköpserbudanden är litet utan godkännande från bolagsstämman. Artikel 9 har som många andra delar av takeover-direktivet hämtat inspiration från den brittiska Takeover Code. Implementeringen av artikeln i takeover-direktivet är frivillig, vilket är ett beslut av oenigheter kring regeln vid direktivets tillkomst.⁷⁴ I svensk rätt stadgas dock i 5 kap. 1 § 1 st. LUA:

Om styrelsen eller verkställande direktören i ett sådant bolag som avses i 3 kap. 1 § andra stycket, på grund av information som härrör från den som avser att lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende aktier i bolaget, har grundad anledning att anta att ett sådant erbjudande är nära förestående, eller om ett sådant erbjudande har lämnats, får bolaget endast efter beslut av bolagsstämman vidta åtgärder, som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.

Trots förbudet mot försvarsåtgärder i första stycket får målbolagsstyrelsen enligt bestämmelsens andra stycke på eget bevåg söka efter alternativa budgivare, så kallade *white knights*. Det har framförts att syftet med andra stycket är att möjliggöra konkurrens mellan budgivare så att målbolagets aktieägare ska få så hög avkastning som möjligt vid en överlåtelse av aktierna.⁷⁵

En bakomliggande tanke med förbudet i första stycket är att regeln inte ska gå att undvika genom att godkänna framtida försvarsåtgärder på en föregående bolagsstämma.⁷⁶ Detta ligger i linje med principen att det är aktieägarna själva som ska ta ställning till ett offentligt uppköpserbudande. Att målbolagsstyrelsen inte ska ha fria händer vid ett offentligt uppköpserbudande framkommer också av takeover-direktivets preambel (16) som anger att målbolagsstyrelsens möjligheter att vidta åtgärder av extraordinär karaktär bör begränsas för att undvika att åtgärder vidtas som riskerar att försvåra genomförandet av ett erbjudande. Dock bör begränsningarna inte oskäligt hindra målbolaget från att vidta sin normala verksamhet.⁷⁷ Hur denna del av direktivets preambel påverkar artikel 9.2 och den svenska motsvarigheten är dock inte klart.⁷⁸

⁷³ Bergström och Samuelsson (2009) s. 102.

⁷⁴ Prop. 2005/06:140 s. 60.

⁷⁵ Bronelius och Stattin (2010) s. 66.

⁷⁶ COM (2002) 534 final s. 8.

⁷⁷ Bronelius och Stattin (2010) s. 99.

⁷⁸ Se Sjäfjell (2009) s. 382.

Målbolagsstyrelsens användande av försvarsåtgärder har diskuterats och debatterats mycket i både svensk och utländsk litteratur.⁷⁹ Av utrymmesskäl kommer inte denna, i och för sig mycket intressanta debatt, att redogöras för utförligare. Syftet med denna del är endast att ge läsaren en grund för diskussionen i avsnitt 5 som undersöker om avtal om break fee, i situationer där det finns en konkurrerande budgivare, under vissa förutsättningar kan tänkas utgöra försvarsåtgärder som kräver bolagsstämmans godkännande.

4.3 Aktiebolagslagen

I avsnitt 3.4 ovan har relationen mellan aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten diskuterats. Som tidigare konstaterats måste som utgångspunkt ABL:s generella regler tillämpas även då målbolagsstyrelsen agerar i enlighet med takeover-reglerna. Hur de båda regelverken förhåller sig till varandra vid en eventuell konflikt är dock inte klarlagt.⁸⁰ I denna del kommer jag att lyfta fram ett antal konflikter samt diskutera eventuella lösningar.

4.3.1 Formell maktfördelning, beslutförhet, jäv och delegation (När kan styrelsen binda bolaget?)

Styrelsen är ett bolags ställföreträdare och ska enligt 8 kap. 35 § ABL företräda bolaget och teckna dess firma. Bestämmelsen anger följaktligen att styrelsen kan rättshandla med tredje man för bolagets räkning. Bakom denna rättshandling måste det finnas ett giltigt styrelsebeslut.⁸¹ Huruvida styrelsen själv kan fatta giltiga beslut att ingå avtal för bolagets räkning, eller om ett godkännande av bolagsstämman krävs, kan härledas ur de maktfördelningsregler i ABL som fördelar olika uppgifter och ansvarsområden på bolagsorganen.

Enligt 8 kap. 4 § ABL ansvarar styrelsen för bolagets organisation samt förvaltningen av bolagets angelägenheter. Styrelsen ska också fortlöpande bedöma bolagets ekonomiska situation och se till att bolagets organisation är utformad så att bokföring, medelsförvaltning och bolagets ekonomiska förhållande i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Slutligen framgår att styrelsen, då en uppgift delegerats till en eller flera styrelseledamöter eller annan, ska handla med omsorg och fortlöpande kontrollera om delegationen kan upprätthållas. Bestämmelserna i 8 kap. 4 § ABL är tvingande, vilket betyder att aktieägarna inte kan besluta att frånta styrelsen det ansvar och den behörighet som tillkommer styrelsen i och med paragrafen. Styrelsen kan delegera uppgifter till annan, vilket framgår av

⁷⁹ Avseende svensk rätt se t.ex. Stattin (2009) s. 345ff., Dotevall (2008) s. 112ff. samt även precisering av betydelsen av den svenska bestämmelsen i Prop. 2005/06:140.

⁸⁰ Se olika författares generella ståndpunkter i avsnitt 3.4 ovan.

⁸¹ Sandström (2010) s. 212.

fjärde stycket, däremot kan styrelsen inte lämna ifrån sig det yttersta ansvaret för en uppgift.⁸²

Bestämmelsen i 8 kap. 4 § ABL är inte avsedd att vara uttömmande utan styrelsens uppgifter framgår även av andra bestämmelser i ABL samt annan lagstiftning.⁸³ Det framgår inte någonstans i ABL att styrelsen ska agera i aktieägarnas intresse vid ett offentligt uppköpserbud. Istället finns bestämmelser om styrelsens handlande i takeover-reglerna och LUA. Värt att notera är att speciella regler för styrelsens agerande i börsbolag också finns i Svensk kod för bolagsstyrning som, liksom takeover-reglerna, utgör självreglering. Bolagskoden vidareutvecklar styrelsens uppgifter och anger bland annat att det ligger på styrelsen att se till att det finns en tillfredställande kontroll av bolagets efterlevnad av lagar och andra regler för bolagets verksamhet.⁸⁴ En sådan normsäkring, eller compliance som den också kallas, omfattar bland annat ABL samt relevanta börsrättsliga regelverk.⁸⁵ Eftersom det inte uttömmande anges i ABL vilka uppgifter som ankommer på målbolagsstyrelsen och takeover-reglerna de facto ålägger styrelsen uppgiften att agera i aktieägarnas intresse vid ett bud, är det enligt min uppfattning, närliggande att dra slutsatsen att denna uppgift också som utgångspunkt kan anses vara förenlig med ABL. Det finns dock andra regler i ABL som kan utgöra hinder för målbolagsstyrelsens agerande.⁸⁶

För att styrelsen ska kunna fatta ett giltigt beslut krävs att styrelsen är beslutför. 8 kap. 21 § ABL anger att styrelsen är beslutför om mer än hälften av antalet styrelseledamöter är närvarande. Om ett högre krav på antal närvarande styrelseledamöter för beslutförhet satts upp i bolagsordningen gäller istället detta. Styrelseledamöter som är jäviga enligt 8 kap. 23 § ska inte anses närvarande. Beslut får enligt 8 kap. 21 § 2 st. inte fattas om inte samtliga styrelseledamöter, såvitt möjligt, fått tillfälle att delta i ärendets behandling och fått ett tillfredställande underlag för att avgöra ärendet.

En styrelseledamot anses jävig och får inte delta i handläggningen av frågor om avtal mellan styrelseledamoten och bolaget, avtal mellan styrelseledamoten och tredje man om styrelseledamoten har ett väsentligt intresse som kan strida mot bolagets intresse samt avtal mellan bolaget och en juridisk person som styrelseledamoten får företräda ensam eller tillsammans med någon annan. Jävsbestämmelsen kan ses som ett utflöde av styrelsens lojalitetsplikt gentemot bolaget⁸⁷ men liksom bestämmelsen i takeover-reglernas II.18 om intressekonflikt, så torde även den aktiebolagsrättsliga jävsbestämmelsen vara avsedd att skydda aktieägarnas gemensamma vinstintresse.⁸⁸

⁸² Andersson m.fl. (2010) s. 8:7.

⁸³ Andersson m.fl. (2010) s. 8:7.

⁸⁴ III.3.1 p.4, Svensk kod för bolagsstyrning, gällande från 1 februari 2010.

⁸⁵ Sevenius (2010) s. 179f.

⁸⁶ ABL:s formregler för värdeöverföringar behandlas i avsnitt 4.3.3.3.

⁸⁷ Se mer om lojalitetsplikten i avsnitt 4.3.2.1 nedan.

⁸⁸ Nerep och Samuelsson ABL 8 kap. 23 §, databasen Karnov.

Resultatet av ABL:s bestämmelse om jäv⁸⁹ och takeover-reglernas bestämmelse om intressekonflikt kan bli att styrelsen inte är beslutför. Ett beslut som fattats av en styrelse som inte är beslutför är inte aktiebolagsrättsligt giltigt.⁹⁰ En lösning på eventuell jävsproblematik som förekommer i praktiken är att styrelsen uppdrar åt de ojäviga styrelseledamöterna utan intressekonflikt att hantera de frågor som uppkommer i samband med budsituationen. Dessa styrelseledamöter brukar betecknas "oberoende" och det förekommer att ett utskott inom styrelsen bildas för dessa ledamöter.⁹¹ Detta kan exempelvis aktualiseras då en ojävig minoritet utnyttjar sin rätt att uttala sig om erbjudandet enligt II.19 3 st. takeover-reglerna med följderna att minoriteten också måste fatta beslut om, samt inhämta och offentliggöra, ett värderingsutlåtande. Nyström m.fl. ställer sig bakom uppfattningen att styrelsen kan bemyndiga de oberoende ledamöterna att inhämta värderingsutlåtande så att dessa sedan kan besluta om att belasta målbolaget med kostnaden för värderingsutlåtandet.⁹² Förfarandet är problematiskt ur en aktiebolagsrättslig synvinkel eftersom styrelsen kringgår bestämmelsen om beslutförhet genom att delegera uppgifter styrelsen inte själv har behörighet eller befogenhet att utföra till annan. Så som Dotevall påpekar kan styrelsen inte delegera sådan kompetens som de inte själva har.⁹³ För att ett formellt giltigt beslut ska kunna fattas då styrelsen inte är beslutför måste frågan hänskjutas till bolagsstämman. I den speciella situation som uppstår vid ett offentligt erbjudande torde detta inte vara praktiskt möjligt⁹⁴ och det tycks inte heller ligga i linje med takeover-reglernas funktion att stödja aktieägarna som inte själva har möjlighet att sätta sig in i ärendet.⁹⁵ Lösningen på problemet blir kanske istället att bolagsstämman godkänner besluten i efterhand genom att styrelseledamöterna beviljas ansvarsfrihet på efterföljande bolagsstämma.⁹⁶ Från målbolagsstyrelsens synvinkel kan potentiella bekymmer med denna lösning emellertid uppkomma om bolaget eller aktieägarna lidit skada till följd av dess beslutfattande och bolagsstämman beslutar att inte bevilja ansvarsfrihet.⁹⁷

⁸⁹ Se dock Dotevall som i en diskussion om styrelsens roll vid fientliga erbjudanden har uttryckt ställningstagandet att ABL:s jävsbestämmelse inte är tillämplig eftersom bolaget inte är part vid ett ägarskifte. (Dotevall (2008) s. 113).

⁹⁰ Nerep och Samuelsson ABL 8 kap. 21 §, databasen Karnov.

⁹¹ Nyström m.fl. (2010) s. 127.

⁹² Nyström m.fl. (2010) s. 133.

⁹³ Dotevall (2008) s. 127f.

⁹⁴ I publika bolag måste kallelse till extra bolagsstämma ske senast två veckor innan stämman enligt 7 kap. 20 § ABL. Se dock 7 kap. 19 § ABL då det rör sig om en ändring av bolagsordningen.

⁹⁵ Se t.ex. principerna II.17 och II.19, takeover-reglerna.

⁹⁶ Enligt 7 kap. 11 § 4p. ABL ska beslut om ansvarsfrihet fattas vid årsstämman.

⁹⁷ Målbolagsstyrelsens skadeståndsansvar behandlas i avsnitt 6 nedan.

4.3.2 Styrelseledamotens uppdrag

4.3.2.1 Styrelsens lojalitetsplikt (Vilket beslut ska styrelsen fatta?)

Omfattningen av styrelseledamotens uppdrag bestäms inte bara av maktfördelningsreglerna i ABL utan framgår även av allmänna avtalsrättsliga principer om sysslomän.⁹⁸ Styrelsens plikt att visa omsorg och vara lojal mot bolaget härleds ur den sysslomannalika ställning en styrelse har enligt 18 kap. Handelsbalken (1736:0123 2) (HB).⁹⁹ Styrelsen innehar dock en friare ställning än en ordinär syssloman.¹⁰⁰ Omfattningen av denna lojalitetsplikt är inte klarlagd och det kan därför vara svårt för en styrelse att förhålla sig till denna. För att förtydliga begreppet introducerar Bergström och Samuelsson lojalitetsplikten genom att skilja mellan ABL:s regler om formell maktfördelning, som besvarar frågan när ett bolag blir bundet av ett organs handlande, och lojalitetsplikten som istället besvarar frågan vilket av två alternativa beslut en styrelse ska fatta.¹⁰¹ I sitt uppdrag ska styrelsen handla med bolagets intresse framför ögonen och det finns inga lagtekniska undantag för styrelsen att frångå sin sysslomannalika ställning och detta intresse vid ett offentligt uppköpserbjudande.¹⁰² Jag ska emellertid nämna att frågan om målbolagsstyrelsen kan anses ha någon lojalitetsplikt direkt gentemot aktieägarna i en budsituation, som aktiebolagsrättsligt kan förpliktiga målbolagsstyrelsen att handla i aktieägarnas intresse, lyfts i litteraturen.¹⁰³ Det finns dock, såvitt jag uppfattar det, inget direkt stöd att ta fasta på i denna fråga, vilket tyder på att någon sådan inte kan anses finnas.¹⁰⁴ Jag ska därför nu åter vända uppmärksamheten till styrelsens plikt att handla i bolagets intresse. För att kunna ta reda på hur lojalitetsplikten förhåller sig till styrelsens uppgifter enligt takeover-reglerna är det viktigt att undersöka innebörden av begreppet bolagets intresse närmare.

4.3.2.2 Begreppet bolagets intresse

Tillskillnad från takeover-reglerna, som uttryckligen ålägger styrelsen uppgifter i aktieägarnas intresse, så bygger ABL på att styrelsen ska fatta

⁹⁸ Sandström (2010) s. 213.

⁹⁹ af Sandeberg (2007) s. 140.

¹⁰⁰ Sandström (2010) s. 251.

¹⁰¹ Bergström och Samuelsson (2009) s. 95.

¹⁰² Stattin (2009) s. 65f.

¹⁰³ Nyström och Sjöman (2009) s. 22.

¹⁰⁴ Johan Munck belyser frågan något i en utredning avseende frågan om styrelsen eller VD:n i Perstorp AB, genom sitt agerande i samband med att ett offentligt uppköpserbjudande ställt till Perstorp AB:s aktieägare återkallats, gjort sig skyldig till försummelse som skadat antingen bolaget eller aktieägarna på sådant vis att ersättningskyldighet enligt ABL skulle kunna aktualiseras. Munck ställer sig tveksam till, men utesluter inte helt, att en lojalitetsplikt gentemot aktieägarna i den speciella situation som uppstår vid ett offentligt uppköpserbjudande kan härledas ur ABL. (Munck (2001) "Vissa frågor om informationsgivning mm i anslutning till offentligt erbjudande" (opublicerat material)).

beslut och handla i bolagets intresse.¹⁰⁵ ABL:s bestämmelser om verksamhetsföremål och syfte utgör grunden för definitionen av bolagets intresse. Styrelsen får inte vidta åtgärder som ligger utanför verksamhetsföremålet eller strider mot bolagets syfte utan samtliga aktieägares samtycke, vilket som Nyström och Sjöman påpekar inte är praktiskt möjligt att inhämta i ett bolag med spritt ägande.¹⁰⁶

Enligt ABL ska bolagets verksamhet anges i bolagsordningen.¹⁰⁷ Syftet med verksamheten är att generera vinst till aktieägarna, vilket framgår av 3 kap. 3 § ABL. Denna regel anger att om bolagets verksamhet helt eller delvis ska ha ett annat syfte än att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna, ska detta anges i bolagsordningen. Av bestämmelsens lydelse framgår, som Bergström och Samuelsson framhäver, att syftet ska uppfyllas med verksamheten som medel.¹⁰⁸ Det kan därför ifrågasättas om den vinst som tillkommer aktieägarna vid en försäljning av andelar i bolaget kan anses omfattas av detta vinstsyfte. Nyström och Sjöman stannar upp och belyser frågan något, de uttrycker uppfattningen att vinsten en aktieägare gör vid överlåtelse av en andel ”synes ... vara något annat” än den vinst som nämns i 3 kap. 3 § ABL men tillägger att det inte är givet att så är fallet.¹⁰⁹ Stattin anser att aktieägarnas intresse på ett teoretiskt plan bör kunna skrivas om och omfatta även avkastning på investeringar, med motiveringen att det inte finns någon anledning att anta att aktieägarna skulle ha en annan syn på sitt intresse i ett aktiemarknadsrättsligt sammanhang.¹¹⁰

Diskussionen kring bolagets intresse inleds lämpligen med frågan om bolaget kan ha ett eget intresse i en budsituation som är skilt från, och kanske inte alltid förenligt med, aktieägarnas vinstintresse. Exempelvis kan det hävdas att en sammanslagning av två verksamheter kan leda till, för bolaget, positiva effekter. I andra situationer kanske bolaget istället spås klara sig bättre på egen hand. Det kan också vara så att bolaget har en låst ägarstruktur som förlamar verksamheten eller har ägare som inte längre har möjlighet att tillföra bolaget kapital.¹¹¹ Kan bolaget i sig ha intressen enligt ABL kan styrelsen tvingas in i en situation där bolagets intresse står emot aktieägarnas intresse enligt takeover-reglerna. Ett av bolagets intressen borde då, enligt mig, rimligtvis vara att inte bryta mot noteringsavtalet vilket borde kunna leda till att det även ligger i bolagets intresse att målbolagsstyrelsen uppfyller sin skyldighet enligt takeover-reglerna och agerar i aktieägarnas intresse.

¹⁰⁵ Bergström och Samuelsson (2009) s. 97. I en aktiemarknadsrättslig kontext har begreppet bolagets intresse framförallt diskuterats i samband med målbolagsstyrelsens ställningstagande till en förfrågan från budgivaren om att få genomföra due diligence. Det tycks råda enighet om att målbolagsstyrelsen kan vara aktiebolagsrättsligt skyldig att neka en due diligence under vissa förutsättningar. (Nyström m.fl. (2010) s. 135).

¹⁰⁶ Nyström och Sjöman (2009) s. 15.

¹⁰⁷ 3 kap. 1 § 3 p. ABL.

¹⁰⁸ Bergström och Samuelsson (2009) s. 42.

¹⁰⁹ Nyström och Sjöman (2009) s. 15.

¹¹⁰ Stattin (2009) s. 64.

¹¹¹ Nyström och Sjöman (2009) s. 16.

Värt att nämna är rättsfallet RÅ 2009 ref. 48 som visserligen behandlar en skatterättslig fråga, men så som jag uppfattar det, brottas med en likande problematik. Regeringsrätten fann i målet att utgifter för extern rådgivning som uppkommit i anslutning till ett offentligt uppköpserbjudande utgjorde avdragsgilla kostnader för bolaget. Skatteverket ansåg inte att kostnaderna utgjorde avdragsgilla förvaltnings- eller driftskostnader för bolaget med motiveringen att kostnaderna närmast var att betrakta som försäljningskostnader för aktieägarna. Regeringsrätten betonar i domskälen att kostnaderna uppkommit för att styrelsen skulle kunna fullgöra sin skyldighet att offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet enligt noteringsavtalet. Domstolen uttalar: *”Styrelsens skyldighet i detta hänseende är i första hand motiverad av att aktieägarna ... ska få ett fullgott underlag för att kunna ta ställning till erbjudandet. Sådantillvida kan tjänsterna sägas ha syftat till att ta till vara dessas intressen och inte bolagets. Kostnaderna har emellertid uppkommit som en direkt följd av bolagets börsnotering ... och får därmed anses utgöra avdragsgilla förvaltningskostnader.”*¹¹²

En eventuell skillnad mellan begreppen bolagets intresse och aktieägarnas intresse torde endast leda till problem om styrelsen konstaterar att beaktandet av det ena intresset leder till ett beslut som står i strid med det andra intresset. Är detta fallet ställs målbolagsstyrelsen i realiteten inför problemet hur intressena ska rangordnas och vägas emot varandra. Är det kanske så att aktieägarnas intressen är överordnade eventuella bolagsintressen i ett sådant fall? Frågan är intressant, men jag måste framhålla att jag inte vet svaret. I litteraturen har det diskuterats hur intresseavvägningar ska göras inom aktiebolagsrätten. Det har hävdats att en avvägning av motstridiga intressen *”... bör styras av de värderingar som ligger till grund för de aktiebolagsrättsliga normerna.”*¹¹³ Att värdera en regels skyddsintresse högst är dock inte alltid möjligt, eftersom en regel kan vara avsedd att skydda flera intressen.¹¹⁴ Takeover-reglerna tillför vid ett offentligt uppköpserbjudande dessutom ytterligare ett regelverk att ta hänsyn till, vilket komplicerar avvägningen ännu mera. Stattins argument att det som är tillåtet i aktiemarknadsrätten också bör vara tillåtet i aktiebolagsrätten¹¹⁵ kanske kan användas för att rangordna intressena i en sådan situation. Min uppfattning är att takeover-reglerna och takeover-direktivet lägger störst fokus på aktieägarnas intresse även om hänsyn också ska tas till de intressen som bolaget i sin helhet har.¹¹⁶ Det är likväl svårt att veta exakt vad innebörden av dessa begrepp är i de olika regelverken, särskilt mot bakgrund av att de definieras olika i medlemsländernas nationella rätt.¹¹⁷ Eftersom begreppet bolagets intresse förekommer i olika

¹¹² RÅ 2009 ref. 48.

¹¹³ Dotevall (2008) s. 143.

¹¹⁴ Sevenius (2007) s. 89.

¹¹⁵ Se not 56 ovan.

¹¹⁶ Se bl.a. princip c i takeover-reglernas inledning: *”Målbolags styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har...”*.

¹¹⁷ Exempelvis kan nämnas att det tyska bolagsintresset traditionellt sett innefattar bolagets, aktieägarnas, arbetstagarnas och samhällets intressen. (Sjåfjell (2009) s. 50ff.) Jag kan dock konstatera att aktieägarna ges möjlighet att ta hänsyn till externa intressenter via

sammanhang konstaterar Stattin att det kan behöva tolkas olika beroende av i vilken kontext det förekommer. Med grund i detta har Stattin delat upp bolagets intresse i tre olika begrepp; bolagets intresse i takeover-direktivets mening samt dess implementering i LUA, bolagets intresse i den övriga takeover-regleringen och bolagets intresse i aktiebolagsrätten.¹¹⁸

Avseende aktiebolagsrätten kan konstateras att synen att bolaget i sig kan ha ett intresse inom den nordiska doktrinen förespråkats av Taxell. Taxell är av åsikten att detta bolagsintresse måste vägas gentemot andra intressen i en beslutssituation, så som jag uppfattar det exempelvis aktieägarnas ekonomiska intressen.¹¹⁹ I modern takeover-litteratur tycks dock uppfattningen vara att bolagets intresse inte kan vara något annat än samtliga aktieägares intressen. Både Dotevall samt Nyström och Sjöman tar ställning och anser att bolagets intresse är detsamma som samtliga aktieägares intresse.¹²⁰ Lindskog tycks dock skilja på bolagets och aktieägarnas intressen genom uttalandet: ”Styrelsen är ett organ för bolaget, och bolaget har inget egenintresse med budfrågan. Istället är det aktieägarna som har ett intresse av budet.”¹²¹ Lindskog har löst en del av problematiken som uppkommer av ett sådant synsätt med att styrelsen inte ska betraktas som ett bolagsorgan i en budsituation, utan istället ses som en kollektiv gestör för aktieägarna, med andra ord en uppdragstagare utan uppdrag.¹²²

Stattin har behandlat problematiken grundligt och påpekar att om bolagets intresse skulle ses som ett självständigt intresse så skulle detta leda till att målbolagsstyrelsen i de flesta fall skulle var förhindrad att medge due diligence och fritt kunna ingå exklusivitetsavtal med en budgivare. Som Stattin påpekar förutsätter både branschpraxis och regleringen av offentliga uppköpserbjudanden att bolagets intresse inte separeras från aktieägarnas.¹²³

Eftersom den finska aktiebolagslagsrätten vilar på gemensam grund och uppvisar stora likheter med den svenska, är det av relevans att uppmärksamma hur några av problemen kring målbolagsstyrelsens ställning lösts i finsk rätt.¹²⁴ Tillskillnad från ABL finns i den finska aktiebolagslagen en bestämmelse som stadgar att ledningen omsorgsfullt ska främja bolagets

specifika bestämmelser i takeover-reglerna som ålägger målbolagets styrelse att uttala sig om ett erbjudandes påverkan på sysselsättning, anställningsvillkor och placering av bolagets verksamhet. (Se princip b i inledningen till takeover-reglerna samt punkt II.19 2 st., takeover-reglerna.) Att målbolagsstyrelsen skulle ta hänsyn till andra intressenter inom begreppet bolagets intresse i svensk rätt, exempelvis arbetstagares intressen eller miljöintressen, utifrån en *stakeholder approach* är dock så som jag uppfattar det en separat diskussion som inte kommer att föras ytterligare i denna uppsats (Se t.ex. Sevenius (2007) s. 89f.).

¹¹⁸ Stattin (2009) s. 67.

¹¹⁹ Taxell (1983) s. 13.

¹²⁰ Dotevall (2008) s. 114, Nyström och Sjöman (2009) s. 14.

¹²¹ Lindskog (2008) s. 67.

¹²² Lindskog (2008) s. 67, s. 71. Resonemanget behandlas utförligare i avsnitt 6.3 nedan.

¹²³ Stattin (2009) s. 66.

¹²⁴ Se t.ex. Nyström och Sjöman (2009) s. 20.

intressen.¹²⁵ I förarbetena till den finska aktiebolagslagen framkommer särskilt att bolagsledningen har en lojalitetsplikt gentemot bolaget och alla dess aktieägare. Det anges också att bolagsledningens ställning ”*uppvisar drag som påminner om ett ombud för aktieägarna, såväl när det gäller ställningen som skötseln av ärenden.*”¹²⁶ Denna ställning exemplifieras genom att uttryckligen nämna att bolagsledningen vid ett offentligt uppköpserbudande är skyldig att stäva efter ”... *det från aktieägarnas synpunkt bästa slutresultatet.*”¹²⁷

Även den finska motsvarigheten till takeover-reglerna, Helsinki Takeover Code, nämner specifikt dess relation till den finska aktiebolagslagen. I motiveringen till rekommendation 2, om styrelsens agerande i en budsituation, klargörs rättsläget på ett tydligare vis än i de svenska takeover-reglerna: ”*Styrelsen för ett aktiebolag har allmän behörighet i bolaget (ABL 6:2). Styrelsen skall verka omsorgsfullt och främja bolagets och dess aktieägares intressen (omsorgs- och lojalitetsplikt). För att kunna verka i bolagets intresse skall styrelsen verka i enlighet med bolagets syfte. Syftet med bolagets verksamhet är att bereda vinst åt aktieägarna, om inte annat föreskrivs i bolagsordningen (ABL 1:5).*”¹²⁸

I motiveringen till rekommendation två anges att ”*[e]tt offentligt uppköpserbudande är riktat till bolagets aktieägare och inte till bolaget som sådant. Vid ett uppköpserbudande identifieras bolagets intresse ofta med det intresse som aktieägarkollektivet har varvid styrelsens omsorgs- och lojalitetsplikt kan anses vara direkt inriktad på värdet av aktieägarnas innehav. Styrelsen är skyldig att sträva efter bästa möjliga slutresultat för aktieägarna. Det kan förutsätta att styrelsen aktivt vidtar åtgärder.*”¹²⁹

Som framgår av framställningen har reglerna i ABL inte anpassats till situationen vid ett offentligt uppköpserbudande på samma vis som skett i Finland. Jag kommer dock, med stöd av ovan framförda argument, att fortsätta framställningen med konstaterandet att den aktiebolagsrättsliga utgångspunkten för målbolagsstyrelsen vid ett offentligt uppköpserbudande måste vara att agera i samtliga aktieägares intresse, vilket betyder att styrelsen ska sträva efter att maximera aktiernas försäljningsvärde.¹³⁰ Eftersom det svenska rättsläget inte är helt klarlagt måste dock varje situation ses i sitt speciella sammanhang, bland annat bör målbolagsstyrelsen vara uppmärksam på vilka regler som är tillämpliga i varje situation samt vilka intressen dessa regler är ägnade att tjäna. Det är nog emellertid så att branschpraxis och takeover-reglering i praktiken många gånger bestämmer hur målbolagsstyrelsen ska agera vid en eventuell kollision mellan det aktiemarknadsrättsliga regelsystemet och ABL. Det

¹²⁵ 1 kap. 8 § Aktiebolagslag 21.7.2006/624.

¹²⁶ RP 109/2005 rd s. 42.

¹²⁷ RP 109/2005 rd s. 42.

¹²⁸ Helsinki Takeover Code.

¹²⁹ Helsinki Takeover Code.

¹³⁰ Se också Sjäfjell (2009) s. 52ff. som bland de nordiska länderna tycker sig se en rörelse från ett germanskt synsätt med en bredare definition av bolagsintresset till en smalare definition som fokuserar på *shareholder value*.

finns dock regler i ABL som inte får överträdas ens med samtliga aktieägares godkännande. ABL:s tvingande kapitalskyddsregler uppställda i borgenärernas intresse måste målbolagsstyrelsen rätta sig efter även vid ett offentligt uppköpserbjudande.¹³¹

4.3.3 Tvingande kapitalskyddsregler och formregler för värdeöverföringar

I syfte att skydda borgenärerna ställer ABL upp regler som begränsar aktieägarnas rätt att disponera över bolagets kapital. Regler om värdeöverföringar från bolaget återfinns i 17 kap. ABL. Reglerna kan aktualiseras om målbolagsstyrelsen i sitt agerande enligt takeover-reglerna beslutar att tynga bolaget med en kostnad. En kostnad som pålagts bolaget i samband med ett erbjudande kan komma att klassificeras som en värdeöverföring enligt 17 kap. 1 § 4 p. om den utgör en affärshändelse som medför att bolagets förmögenhet minskar och inte har rent affärsmässig karaktär för bolaget. Detta betyder att dispositioner med ett rent affärsmässigt syfte, men som av någon anledning går dåligt, inte träffas av regeln.¹³² Bestämmelsen medför dock att transaktioner som endast delvis har affärsmässig karaktär träffas av regeln och anses utgöra en värdeöverföring. I bedömningen av om en transaktion är rent affärsmässig eller inte ses bl.a. till vilken relation motparten har till bolaget, skillnaden i parternas prestationer och om transaktionen är förenlig med den verksamhet som bolaget normalt bedriver.¹³³ I litteraturen har det hävdats att kostnader för försvarsåtgärder vid ett fiendligt bud, inhämtande av ett värderingsutlåtande i aktieägarnas intresse¹³⁴ eller betalningen av en break fee till en budgivare kan klassificeras som värdeöverföringar.¹³⁵

17 kap. 3 § ABL anger att en värdeöverföring inte får äga rum om det inte finns full täckning för bolagets bundna egna kapital efter överföringen. Regeln medger dock vissa undantag. Linskog för upp problematiken kring kapitalskyddsreglerna i ett aktiemarknadsrättsligt sammanhang och konstaterar att målbolagsstyrelsen endast tvingas in i en prövning, om en kostnad är motiverad också från borgenärernas synpunkt, om bolaget saknar erforderlig utdelningskapacitet.¹³⁶ Även Stattin betonar, med hänvisning till ett uttalande av Street CJ i Nya Sydwaales högsta domstol samt det svenska skadeståndsmålet NJA 1979 s. 157, att borgenärsintressen uppträder först då ett bolag är insolvent eller situationer som är närliggande insolvens, exempelvis då ett aktiebolags kapital är på väg att förbrukas.¹³⁷

Är en värdeöverföring inte förbjuden med hänsyn till borgenärernas intressen kräver 17 kap. 2 § ABL ändå en speciell beslutsordning för

¹³¹ Se t.ex. Nyström och Sjöman s. 15, Stattin s. 59 och Linskog (2008) s. 58f., 70.

¹³² Linskog (2008) s. 58.

¹³³ Nerep och Samuelsson ABL 17 kap. 1 §, databasen Karnov.

¹³⁴ Linskog (2008) s. 60f.

¹³⁵ Stattin (2009) s. 267.

¹³⁶ Linskog (2008) s. 58f.

¹³⁷ Stattin (2009) s. 59f.

kostnader som påförts bolaget och inte har rent affärsmässig karaktär. Det är dock en allmän aktiebolagsrättslig princip att regler som uteslutande ställts upp till skydd för aktieägarna kan frångås om samtliga aktieägare samtycker till detta. ABL:s formregler för värdeöverföringar är uppställda i just aktieägarnas intresse.¹³⁸ Linskogs uppfattning är att aktiemarknads-kostnader som styrelsen ålägger bolaget i samband med ett bud inte är affärsmässigt syftade dispositioner med samband i verksamheten utan, såvitt jag förstår Linskogs resonemang, beslut ”av konstitutionell karaktär” som därför i princip ankommer på bolagsstämman enligt 18 kap. 1 § ABL.¹³⁹ Linskog konstaterar dock att sådana beslut i praktiken regelmässigt antingen uttryckligen eller underförstått delegeras till styrelsen,¹⁴⁰ vilket så länge styrelsen agerar i aktieägarnas intresse enligt min mening inte framstår som problematiskt med hänsyn till att regeln ställts upp i aktieägarnas intresse. Problem kan dock tänkas uppkomma med ett underförstått samtycke om det senare visar sig att aktieägarna inte samtyckte till åtgärden. Stattin har diskuterat frågan och anser att aktiebolagsformens underliggande ändamål, att gynna aktieägarna då inte andra intressenter skadas samt att ”främja en effektiv kapitalbildning och kapitalallokering i näringslivet”, kan motivera reduktionsslut avseende formreglerna om hur utdelning beslutas.¹⁴¹

¹³⁸ Prop. 2004/05:85 s. 373.

¹³⁹ Linskog (2008) s. 58.

¹⁴⁰ Linskog (2008) s. 58.

¹⁴¹ Stattin (2009) s. 268.

5 Målbolagsstyrelsens överväganden vid ingående av avtal om break fee för måbolagets räkning

Att målbolagsstyrelsen ingår avtal med budgivaren om att utge ersättning¹⁴², en så kallad *break fee* eller *inducement fee*, om en affär inte blir av eller ingår olika typer av avtal som ger en budgivare exklusivitet i förhållande till måbolaget, är exempel på så kallade *deal protections*. Avtal om deal protection förekommer i nästan alla amerikanska icke fientliga uppköps-erbjudanden¹⁴³ och anses numera också vara standard i Storbritannien.¹⁴⁴ I Sverige är det fortfarande relativt ovanligt att målbolagsstyrelsen ingår avtal om break fee och andra deal protections med en budgivare i samband med ett offentligt uppköpserbjudande, avtalen har främst förekommit då en utländsk budgivare varit inblandad.¹⁴⁵ Det har dock flaggats för att fenomenet blivit vanligare.¹⁴⁶

De avtal om break fee som ingåtts på den svenska marknaden har hittills inte överskridit en procent av *deal value*, vilket är den gräns som ställs upp i den brittiska motsvarigheten till takeover-reglerna, Takeover Code.¹⁴⁷ Eftersom influenserna från utländsk rätt är påtagliga inom takeover-rätten och regler om break fees behandlats utförligare i utländsk rätt så kommer jag, innan svensk rätt behandlas, att ge en översikt över rättsläget i amerikansk, engelsk och finsk rätt.

Vid en budgivares begäran om ett avtal om break fee ställs målbolagsstyrelsen inför den svåra uppgiften att avgöra om ett sådant avtal är motiverat, samt hur detta avtal i sådant fall ska utformas, med hänsyn till

¹⁴² Termen ”ersättning” används i Nyström m.fl. (2010) s. 119, 123f. Stattin använder istället begreppet ”vite”, se Stattin (2009) s. 262.

¹⁴³ Stattin (2009) s. 237.

¹⁴⁴ PCP 2011/1 s. 37.

¹⁴⁵ Stattin (2009) s. 238. Dock ingicks ett avtal om en break fee på 12,5 miljoner kronor mellan Munters och Nordic Capital i samband med budstriden om Munters hösten 2010. Se t.ex. http://www.e24.se/business/ovrig-industri/sa-spelade-munters-till-sig-en-halv-miljard_2337679.e24.

¹⁴⁶ Pressinformation, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, publicerad 26 maj 2011: <http://www.bolagsstyrning.se/media/52749/pressmeddelande%20takeover%C3%B6versyn%20slutlig%202011-05-26.pdf>. Praktiker har fört fram att break fees förekommit i färre än tio bud de senaste tio åren och att det främst rört sig om bud av karaktären mergers of equals, d.v.s. samgåenden mellan två jämställda parter. (Gernandt & Danielsson Nyhetsbrev maj 2011 s. 1, The International Comparative Legal Guide To Mergers & Acquisitions 2011s. 248).

¹⁴⁷ Stattin (2009) s. 237f.

samtliga aktieägares intressen.¹⁴⁸ Inledningsvis ska jag därför presentera de motiv bakom avtalen som framförts i svensk och utländsk litteratur samt redogöra för huvuddragen i de olika typer av deal protections som brukar föras fram då ämnet behandlas.¹⁴⁹

5.1 Motiv bakom avtal om break fee och andra deal protections

Perioden mellan en budgivares förberedelser inför ett bud, innefattande bland annat förhandlingar med ett målbolags styrelse, och aktieägarnas acceptering av budet utgör ett visst osäkerhetsmoment för en budgivare. Trots att målbolagsstyrelsen stödjer erbjudandet kan aktieägarna exempelvis välja att istället acceptera ett konkurrerande bud. I mitten på 1990-talet ökade förekomsten av *deal jumping* i USA och Storbritannien, vilket ledde till nya juridiska lösningar i form av avtal om deal protection.¹⁵⁰ Begreppet deal protection har i amerikansk litteratur beskrivits som "*contracts that reduce the risk to a bidder of a competing bid, such as "break fees" paid by the target if acquired by a competing bidder.*"¹⁵¹ Avtal om deal protection har uppstått som ett sätt för budgivaren att skydda sina intressen vid ett erbjudande om köp av ett publikt bolag.¹⁵² Break fees har till skillnad från andra deal protections en dual funktion. Ett avtal om break fee skyddar likt övriga deal protection-klausuler ett bud men kompenserar även en budgivare för kostnader som lagts ut i samband med ett bud som inte fullföljs.¹⁵³

För svensk del har Stattin identifierat skäl relaterade till transaktionskulturen, transaktions- eller affärsskäl samt marknadsrelaterade skäl som huvudskäl för ingående av avtal om deal protection. Med referensen till transaktionskulturen menar Stattin att motivet bakom ett avtal om deal protection kan vara att en budgivare från den anglosaxiska transaktionskulturen känner sig mer bekväm med ett sådant avtal eftersom fenomenet är vanligare i denna kultur.¹⁵⁴ Så som jag uppfattar Stattin kan budgivarens transaktionskultur vara ett motiv för ett svenskt målbolag att ingå avtal om deal protection. Detta skäl liknar argumentet att en budgivare kan vara ovillig att lägga ett bud utan ett avtal om deal protection. I en sådan situation kan det hävdas att de nackdelar som avtalet medför för aktieägarna vägs upp av att erbjudandet blir av.¹⁵⁵ Eftersom deal protections på den svenska marknaden tycks förekomma främst då en utländsk budgivare är

¹⁴⁸ Se kommentaren till II.17, takeover-reglerna samt slutsatsen av argumentationen i avsnitt 4.3.2.2.

¹⁴⁹ Se t.ex. Stattin (2009) s. 238ff., Tarbert (2003) s. 631ff.

¹⁵⁰ Tarbert (2003) s. 631f.

¹⁵¹ Coates (2009) SSRN s. 1.

¹⁵² Coates (2009) SSRN s. 6.

¹⁵³ Tarbert (2003) s. 641.

¹⁵⁴ Stattin (2009) s. 238.

¹⁵⁵ Jämför resonemang i PCP 2010/2 s. 83.

inblandad¹⁵⁶ torde detta argument inte ha samma bärkraft i en transaktion med en svensk budgivare.

Transaktions- och affärsskäl är främst kopplade till budgivaren. Budgivaren kan, genom att ingå avtal om deal protection, eliminera eller minska kostnaderna av ett misslyckat bud. Vid ett misslyckat bud kan budgivaren, då ett avtal om break fee ingåtts, helt eller delvis få kompensation för de kostnader som lagts ut i samband med budet. Ett avtal om break fee kan också motverka att målbolaget använder budgivaren som en så kallad *stalking horse*, det vill säga för att locka fram konkurrerande högre bud, eftersom det blir dyrare för en konkurrerande budgivare att lägga bud om ett avtal om break fee finns. Även avtal om exklusivitet försvårar och avskräcker processen för konkurrerande budgivare, vilket leder till att budstrider undviks. I och med att en budstrid undviks hålls också kostnaderna för ett lyckat bud nere.¹⁵⁷

Det är tydligt att avtal om exklusivitet och break fees gynnar budgivaren, vilket naturligtvis målbolagsstyrelsen inte kan låta sig styras av vid en begäran om deal protection. Målbolagsstyrelsen ska som tidigare konstaterats agera med aktieägarnas intresse framför ögonen. Det brukar föras fram att deal protection kan medföra fördelar också för målbolagets aktieägare. Det har hävdats att mer seriösa budgivare kan attraheras genom att målbolaget avtalar om deal protection. Detta kan möjligtvis leda till att ett relativt högt bud på aktierna lämnas redan inledningsvis. Chansen att affären går i hamn kan också tänkas öka om både målbolag och budgivare redan från start har inställningen att affären ska fullföljas. På så vis kan det undvikas att budgivaren drar tillbaka sitt bud, vilket även förhindrar att målbolaget riskerar att stämplas som ”skadat gods” i marknadens ögon.¹⁵⁸ Det förekommer att det avtalas om att en *reverse break fee*, eller omvänd break fee, ska betalas från budgivaren till målbolaget om olika i förväg avtalade händelser inträffar.¹⁵⁹ Är en överenskommelse om break fee ömsesidig, i bemärkelsen att även målbolaget har möjlighet att få ersättning om det är budgivaren som drar sig ur affären, så kan även målbolaget dra fördel av ett avtal om break fee, vilket beroende på vilken situation målbolaget befinner sig i, kan vara ett motiv för målbolaget att ingå ett sådant avtal.¹⁶⁰

Den mest uppenbara nackdelen med avtal om exklusivitet och break fee är att avtalen kan leda till att aktieägaren inte får rätt pris för sina aktier, eftersom avtalen i praktiken kan medföra att aktieägarna tvingas acceptera en budgivare och dennes erbjudna budpremie. Avtalen begränsar också målbolagsstyrelsens möjligheter att handla och kan avskräcka konkurrerande budgivare. En konkurrerande budgivare måste för att kunna

¹⁵⁶ Stattin (2009) s. 238.

¹⁵⁷ Stattin (2009) s. 238.

¹⁵⁸ Stattin (2009) s. 238f.

¹⁵⁹ Afsharipour (2010) s. 1180, 1183, 1188, Tucker och Yingling (2008) s. 70 ff.

¹⁶⁰ Se uppräknig av motiv för köpare och säljare att ingå avtal om *reverse termination fees* i Afsharipour (2010) s. 1206ff.

ge sig in i en budstrid lägga ett bud som överstiger det tidigare budet och avtalad break fee tillsammans samt lägga till en extra budpremie för att vinna budstriden.¹⁶¹

Således finns både för- och nackdelar med exklusivitetsavtal och break fees för de involverade parterna. Med stöd av dessa för- och nackdelar har både ekonomer och jurister försökt besvara frågan om break fees hindrar eller skapar budgivning.¹⁶² Frågan är komplex, och ska inte undersökas djupare i denna uppsats.

5.2 Olika typer av deal protections

För att förstå och kunna analysera break fees är det av relevans att diskutera de olika typer av klausuler som, med eller utan att kombineras med en break fee, kan förekomma i avtal om deal protection. Amerikanska och brittiska advokater har visat prov på stor uppfinningsrikedom i utformningen av olika typer av deal protections¹⁶³ och det förekommer olika slags exklusivitetsförpliktelser som ensamma eller i kombination med andra förpliktelser ser till att budgivaren beviljas exklusivitet i förhållande till målbolaget.¹⁶⁴ Dessa exklusivitetsförpliktelser kan som antytt också kombineras med en break fee.

Det är vanligt att ett avtal om deal protection innehåller olika typer av *informationsförpliktelser*. Exempelvis kan målbolaget förpliktigas att informera budgivaren om eventuella konkurrerande bud.¹⁶⁵ Det kan också avtalas att budgivaren ska ges så kallade *matching rights*, det vill säga rätten att toppa eller matcha bud från konkurrerande budgivare inom en viss angiven tidsperiod utan att riskera att målbolagsstyrelsen ändrar eller drar tillbaka sin rekommendation.¹⁶⁶

Ett avtal kan också innehålla en *no shop-klausul* som hindrar målbolaget från att ta initiativ till förhandlingar med samt aktivt söka efter konkurrerande budgivare.¹⁶⁷ En mindre långtgående variant är *go shop-klausulen* som ger målbolagsstyrelsen möjlighet att söka efter alternativa budgivare under en begränsad tid. När denna tid löpt ut övergår förpliktelsen vanligtvis till att bli ett *no shop-åtagande*.¹⁶⁸ En *no talk-klausul* hindrar målbolaget från att kommunicera med andra budgivare och anses därför vara mer långtgående än ovanstående klausuler. Utformningen av klausulerna varierar och ett avtal kan också innehålla klausuler som utgör ett mellanting mellan *no shop-* och *no talk-klausuler*.¹⁶⁹ Ytterligare varianter,

¹⁶¹ Stattin (2009) s. 239.

¹⁶² Tarbert (2003) s. 664. Se exempelvis undersökning i Coates och Subramanian (2000).

¹⁶³ Tarbert (2003) s. 631.

¹⁶⁴ Stattin (2009) s. 257.

¹⁶⁵ Stattin (2009) s. 259.

¹⁶⁶ PCP 2010/2 s. 88.

¹⁶⁷ Stattin (2009) s. 257ff.

¹⁶⁸ Morrel (2008) s. 1131.

¹⁶⁹ Stattin (2009) s. 257ff.

som ofta inte är lika precist utformade som exempelvis en no shop-klausul ofta är, är så kallade *best effort-klausuler*, som ålägger målbolaget att efter bästa förmåga handla så att budet går igenom.¹⁷⁰

Eftersom avtal om deal protection kan komma i konflikt med målbolagsstyrelsens skyldigheter gentemot bolaget och dess aktieägare, innehåller exklusivitetsavtal ofta en *fiduciary out-klausul* som säkerställer att målbolagsstyrelsen inte måste handla i enlighet med avtalet om detta innebär att dess skyldigheter gentemot bolaget och dess aktieägare åsidosätts.¹⁷¹ Åberopandet av en fiduciary out-klausul befriar dock vanligen inte målbolaget från att betala avtalad break fee, utan kan istället vara en av de faktorer som utlöser betalningsåtagandet.¹⁷²

Ett bud kan också skyddas genom så kallade *lock ups*, som kan delas in i *asset lock ups* och *stock options*. Asset lock ups möjliggör att viktiga tillgångar tillhörande målbolaget överlåts till budgivaren under transaktionsprocessen eller om en affär inte blir av. Användningen av stock options går ut på att budgivaren tilldelas optioner i målbolaget som får utnyttjas för att köpa ett visst antal aktier i målbolaget om exempelvis målbolaget går ihop med en annan budgivare.¹⁷³ Lock ups i form av stock options torde dock inte förekomma på den svenska marknaden eftersom målbolagsstyrelsen enligt de svenska emissionsreglerna inte kan ge ut nya aktier.¹⁷⁴

Det kan hävdas att en *break fee* är en typ av lock up.¹⁷⁵ Så som antytts ovan skiljer sig en break fee dock från andra deal protections i och med att den inte bara skyddar affären utan även kompenserar budgivaren för kostnader som budgivaren dragit på sig i samband med budet.¹⁷⁶ Vad som aktualiserar en break fee beror på vilka *triggers*, det vill säga utlösande händelser, som angetts i avtalet. Exempel på några utlösande faktorer är att målbolagsstyrelsen drar tillbaka eller ändrar sin rekommendation, rekommenderar ett erbjudande från en annan budgivare eller inleder förhandlingar med en annan budgivare.¹⁷⁷ Vilka triggers som är acceptabla varierar utefter vilken situation som gäller och vilket lands rätt som ska tillämpas på avtalet.¹⁷⁸

Det förekommer också, åtminstone på den amerikanska marknaden, att det avtalas om en tudelad break fee. Ett resultat av detta kan exempelvis bli att en break fee tillfaller budgivaren till en del om styrelsen inte rekommenderar erbjudandet och till en andra del om målbolaget inom en viss tid efter detta beslutar sig för att acceptera ett bud från en annan

¹⁷⁰ Stattin (2009) s. 257ff.

¹⁷¹ Stattin (2009) s. 268ff.

¹⁷² Tarbert (2003) s. 638.

¹⁷³ Tarbert (2003) s. 635f., Stattin (2009) s. 261.

¹⁷⁴ Stattin (2009) s. 261.

¹⁷⁵ Coates och Subramanian (2000) s. 315.

¹⁷⁶ Tarbert (2003) s. 641.

¹⁷⁷ Stattin (2009) s. 263.

¹⁷⁸ Se uppräknig av olika triggers i Stattin (2009) s. 262.

budgivare.¹⁷⁹ Ett avtal om break fee kan också så som ovan nämnts göras ömsesidigt, det vill säga stadga att en break fee under angivna förutsättningar kan tillfalla även målbolaget om affären inte blir av.¹⁸⁰

5.3 Utblick: Något om regleringen av avtal om break fee i utländsk rätt

5.3.1 Amerikansk rätt

I amerikansk rätt finns ingen specifik reglering av offentliga uppköpserbjudanden liknande de svenska takeover-reglerna eller den brittiska Takeover Code. Inte heller finns någon federal reglering av avtal om deal protection.¹⁸¹ Även aktiebolagsrättsligt vilar svensk och amerikansk rätt på olika grund, vilket gör det svårt att dra några slutsatser från amerikansk rätt för svensk del.¹⁸² Därför kommer jag inte att presentera någon utförlig redogörelse av amerikansk rätt i detta avsnitt.¹⁸³ Eftersom deal protection är så pass vanligt i amerikansk rätt och en förhållandevis rik praxis finns på området ska jag dock nämna något om de faktorer amerikanska domstolar undersöker då ett avtal om break fee bedöms.

Det som inskränker målbolagsstyrelsens ingående av avtal om deal protection är dess bolagsrättsliga *fiduciary duties* som återfinns i respektive delstat. Dessa fiduciary duties upprätthålls genom domstolsprövning i de enskilda fallen och det finns ett stort antal rättsfall, främst från Delaware, som behandlat frågan.¹⁸⁴ Konsekvensen av att styrelseledamöterna bryter mot sina fiduciary duties är att ett avtal blir ogiltigt. Även ansvar i form av skadestånd kan uppkomma för styrelseledamöterna.¹⁸⁵ Jag ska dock framhålla att bedömningen av break fees och andra deal protections inte sker enligt någon enhetlig standard i amerikanska domstolar.¹⁸⁶ I amerikansk litteratur har praxis beskrivits som varierad och inkonsekvent.¹⁸⁷

Utgångspunkten är att styrelseledamöters agerande normalt sett skyddas av *business judgment rule*, som ställer upp presumptionen att styrelseledamöterna i sitt beslutsfattande agerat "... on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action was in the best interests of the

¹⁷⁹ Tarbert (2003) s. 640.

¹⁸⁰ Tarbert (2003) s. 638.

¹⁸¹ Coates (2009) SSRN s. 10.

¹⁸² Se t.ex. Nyström och Sjöman (2009) s. 20.

¹⁸³ Se istället exempelvis Tarbert (2003) s. 627ff. samt Coates (2009) SSRN s. 1ff. med hänvisningar för en fullständigare beskrivning av behandlingen av break fees i amerikansk domstol.

¹⁸⁴ Coates (2009) SSRN s. 10.

¹⁸⁵ Stattin (2009) s. 241.

¹⁸⁶ Se exempelvis Tarbert (2003) s. 627ff. som med hänvisning till praxis delar upp amerikanska domstolars behandling av break fees i fem standarder: *The M&A Business Judgment Rule*, *The Voter Coercion Standard*, *The Bidder Preclusion Standard*, *The "Magic Number" Standard* och *The Liquidated Damages Approach*.

¹⁸⁷ Tarbert (2003) s. 643.

company.”¹⁸⁸ Regeln motiveras av att domstolen, till skillnad från affärsmännen själva, inte har den kompetens som krävs för att kunna utreda om ett beslut är affärsmässigt riktigt eller inte. Det har även hävdats att effektivitetsskäl stödjer regelns användning.¹⁸⁹ För att bryta igenom presumtionen krävs att styrelsen handlat grovt oaktsamt.¹⁹⁰ Appliceras business judgment rule på ett avtal om break fee granskar domstolen den beslutsprocess som lett fram till avtalet, med fokus på huruvida styrelsen försäkrat sig om att vara tillräckligt informerad vid beslutet, istället för att fokusera på huruvida beslutet i sig var rimligt.¹⁹¹

Rättsfallet ”Revlon” har dock fastslagit att styrelsen, då det står klart att ett bolag är till försäljning, har en skyldighet att försöka maximera aktiernas försäljningsvärde.¹⁹² Detsamma har ansetts gälla då en transaktion skulle medföra en *sale of control*.¹⁹³ I amerikansk praxis har det beslutats att the business judgment rule inte gäller i sådana situationer. Domstolen ska då försäljningen medföra en *sale of control* eller *bust up* av bolaget istället genomföra en *enhanced scrutiny*. Detta innebär att domstolen ska inta en mer aktiv roll och utföra en grundligare granskning innefattande både huruvida styrelseledamöterna varit tillräckligt informerade men även om styrelsen under rådande omständigheter agerat *reasonable*.¹⁹⁴

I Delawares domstolar är utgångspunkten att avtal om break fee är tillåtna om de leder fram till ett bud och otillåtna om de eliminerar efterföljande budgivning.¹⁹⁵ Så som Coates påpekar kan nästan alla avtal om break fee leda till båda dessa resultat, vilket gör att domstolarna i sin bedömning måste ta hänsyn till en mängd andra faktorer. En av dessa är storleken på avtalad break fee, som generellt sett tillåts vara högre än den gräns på en procent som ställs upp i Takeover Code. Det finns ingen exakt gräns i amerikansk rätt och storleken av högsta tillåtna break fees varierar. En break fee på tre procent av deal value har dock beskrivits som vanlig i amerikansk litteratur. Även högre break fees förekommer dock.¹⁹⁶ Domstolen kan också komma att ta hänsyn till vilka triggers som utlöser en avtalad break fee¹⁹⁷ samt storleken på break fees i jämförbara transaktioner.¹⁹⁸ Andra relevanta omständigheter att ta hänsyn till är, som nämnts ovan, processen som föreledde avtalets ingående och vilken information styrelsen hade tillgång

¹⁸⁸ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

¹⁸⁹ Tarbert (2003) s. 651f.

¹⁹⁰ Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985).

¹⁹¹ Tarbert (2003) s. 652. Se även domstolens resonemang i Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d. 858, 874 (Del. 1985).

¹⁹² Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986).

¹⁹³ Se t.ex. Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, 44 (Del. 1994) samt Tarbert (2003) s. 648.

¹⁹⁴ Se t.ex. Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34, 42 (Del. 1994), Tarbert (2003) s. 648f.

¹⁹⁵ Coates (2009) SSRN s. 10 samt Tarbert (2003) s. 661 med hänvisningar till QVC Network, Inc. v. Paramount Communications, Inc. 635 A.2d. 1245,1270 (Del. Ch. 1993).

¹⁹⁶ Coates (2009) SSRN s. 16, Morrel (2008) s. 1130.

¹⁹⁷ Tarbert (2003) s. 663.

¹⁹⁸ Coates (2009) SSRN s. 10. Hur amerikansk rätt ställer sig till en så kallad *magic number standard* diskuteras i Tarbert (2003) s. 666f.

till.¹⁹⁹ Generellt gäller att ett avtal om break fee som ingåtts tidigt under en pågående process med att hitta en lämplig köpare granskas hårdare än ett avtal som ingåtts senare under processen.²⁰⁰ Även målbolagsstyrelsens potentiella intresse av att favorisera en budgivare är av relevans vid bedömningen.²⁰¹

5.3.2 Engelsk rätt

Trots att amerikansk och engelsk rätt delar rättstradition har länderna valt att förhålla sig till break fees och deal protections med olika metoder. Så som Coates uttryckt det angriper engelsk rätt break fees genom *regulation* istället för *litigation*.²⁰² Jag har tidigare nämnt att både takeover-direktivet och takeover-reglerna inspirerats av Takeover Code, därmed kan regleringen av break fees i Takeover Code vara av intresse även för svensk del.²⁰³ Precis som avseende amerikansk rätt är det dock, på grund av stora rättsliga skillnader, svårt att dra några slutsatser avseende svensk aktiebolagsrätt från engelsk rätt.²⁰⁴ Hur målbolagsstyrelsens *directors' duties* förhåller sig till avtal om break fee och andra deal protections kommer därför inte att redogöras för i denna uppsats.²⁰⁵ I engelsk litteratur har det resonerats kring under vilka förutsättningar en break fee kan anses utgöra olovlig *financial assistance* enligt Section 678 i Companies Act 2006, som förbjuder ett publikt bolag från att ge financial assistance till en köpare i samband med ett erbjudande om köp av aktierna. Mot bakgrund av denna diskussion har frågan om huruvida en break fee kan strida mot förvärvslåneförbudet i ABL lyfts och jag kommer därför att diskutera problematiken kring financial assistance utförligare i avsnitt 5.4.3.4 som behandlar den svenska bestämmelsen.²⁰⁶

Break fees samt arrangemang med liknande effekt behandlas i dagsläget i Rule 21.2 i Takeover Code. Regeln anger att en inducement fee, vilket är en annan benämning på break fee, inte får vara större än en procent av deal value²⁰⁷ samt att målbolagsstyrelsen och dess finansiella rådgivare skriftligen måste bekräfta för Takeover Panel att de anser en inducement fee ligga i aktieägarnas bästa intresse. Att avtal om en inducement fee ingåtts ska också enligt denna regel framgå då budgivaren offentliggör sitt

¹⁹⁹ Coates (2009) SSRN s. 10.

²⁰⁰ Tarbert (2003) s. 663.

²⁰¹ Coates (2009) SSRN s. 10. I situationer då styrelsens *Revlon duties* inte aktualiseras och en majoritet av styrelsen har ett egenintresse av transaktionen har domstolen tillämpat *the entire fairness review*, en striktare granskning. (Tarbert (2003) s. 650).

²⁰² Coates (2009) SSRN s. 1.

²⁰³ Se diskussion i avsnitt 3.2.1 ovan.

²⁰⁴ Nyström och Sjöman (2009) s. 20.

²⁰⁵ Se Breslin och Charnley (2000). Numera finns dock de generella förpliktelser styrelseledamöterna har gentemot bolaget kodifierade i Companies Act 2006. (Hannigan (2009) s. 172ff., Cahn och Donald (2010) s. 341ff.) Fråga uppkommer i engelsk rätt också hur en break fee ska klassificeras rättsligt, som *liquidated damages* eller *penalties*. Se sammanfattning i Stattin (2009) s. 251.

²⁰⁶ Hannigan (2009) s. 758. Diskussion om *financial assistance* återfinns bl.a. i Breslin och Charnley (2000).

²⁰⁷ Hur deal value ska beräknas framgår av Practice Statement No. 23 s. 3.

kommande erbjudande samt av erbjudandehandlingen.²⁰⁸ Tanken bakom regeln är att den ska förhindra att användningen av inducement fees motverkar konkurrerande budgivning.²⁰⁹ Regeln har ett vitt tillämpningsområde och omfattar enligt tillhörande kommentar även arrangemang "... which have a similar or comparable financial or economic effect, even if such arrangements do not actually involve any cash payment."²¹⁰ Enligt rapporter är avtal om deal protection med högsta tillåtna inducement fee numera standard på den brittiska marknaden.²¹¹

Rule 21.2 är nu under förändring. I syfte att stärka målbolagets ställning vid offentliga uppköpserbjudanden har Takeover Panel föreslagit att deal protection och inducement fees ska förbjudas utom i vissa särskilda undantagsfall. Förslaget har varit ute på remiss; synpunkter på förslaget skulle senast ha inkommit till Takeover Panel den 27 maj 2011. De föreslagna ändringarna har sin bakgrund i konstaterandet att målbolagsstyrelsen i praktiken har små möjligheter att förhandla om deal protection med budgivaren eftersom standarden vid rekommenderade erbjudanden numera är att budgivaren och dess rådgivare lägger fram standardpaket med ett antal *deal protection measures*, bland annat inkluderat högsta tillåtna inducement fee. Dessa standardpaket har ansetts kunna ha negativa effekter för aktieägarna eftersom de kan avhålla konkurrerande budgivare från att gå in i en budstrid, med effekten att aktieägarna förnekas möjligheten att ta ställning till konkurrerande bud, samt leda till att konkurrerande budgivare lägger bud på mindre fördelaktiga villkor än de annars skulle ha gjort.²¹²

Förslaget är att dispens ska kunna medges för vissa specifikt utpekade situationer, bland annat ska målbolagsstyrelsen kunna ingå avtal om en break fee på maximalt en procent av deal value med en så kallad *white knight*, en konkurrerande budgivare, då ett icke rekommenderat erbjudande riktats till målbolagets aktieägare.²¹³ Undantag föreslås också för situationen då en formell auktionsprocess initierats av målbolaget samt för målbolag i *financial distress*. Undantaget för företag med finansiella svårigheter motiveras av att det i sådana situationer kan vara nödvändigt för målbolaget att ingå avtal om break fee eller liknande arrangemang till förmån för budgivaren för att denne ska vara villig att lägga ett bud.²¹⁴ Det återstår att se hur de slutgiltiga ändringarna kommer att formuleras, men det har redan nu uppmärksammats att dessa ändringar även kan komma att påverka det svenska rättsläget.²¹⁵

²⁰⁸ Rule 21.2, Takeover Code.

²⁰⁹ Practice Statement No. 23 s.1.

²¹⁰ Note on rule 21.2, Takeover Code.

²¹¹ PCP 2011/1 s. 37.

²¹² PCP 2011/1 s. 37f.

²¹³ PCP 2011/1 s. 44.

²¹⁴ PCP 2011/1 s. 46f.

²¹⁵ Gernandt & Danielsson Nyhetsbrev maj 2011s. 1, Pressinformation, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, publicerad 26 maj 2011:

<http://www.bolagsstyrning.se/media/52749/pressmeddelande%20takeover%C3%B6versyn%20slutlig%202011-05-26.pdf>.

5.3.3 Finsk rätt

I finska Helsinki Takeover Code anger rekommendation 6 hur målbolagsstyrelsen ska agera vid en begäran om avtal om deal protection från budgivaren:

”Styrelsen kan ingå avtal om samgående med budgivaren om styrelsen anser detta vara förenligt med aktieägarnas intressen. Avtalet om samgående får dock inte hindra styrelsen från att agera enligt aktieägarnas intressen till exempel då någon lämnar ett konkurrerande erbjudande på målbolaget. Målbolaget skall publicera uppgifter om att ett avtal om samgående har undertecknats och de viktigaste villkoren i avtalet i ett börsmeddelande från bolaget genast då avtalet har undertecknats.”

I kommentaren till denna rekommendation specificeras ytterligare vad styrelsen ska ta hänsyn till vid ingående av avtal med budgivaren. Bland annat anges att bedömningen ska utgå från bolagets och dess aktieägars intressen. Det nämns också att styrelsen genom ett avtal om samgående kan ha möjlighet att påverka det pris budgivaren erbjuder samt övriga villkor på ett för aktieägaren positivt sätt. Det poängteras att ett avtal om samgående leder till att uppköpserbjudandet med större säkerhet kommer att genomföras men att ett sådant avtal inte får hindra att styrelsen agerar i aktieägarnas intressen exempelvis då ett konkurrerande bud lämnas av någon annan eller om omständigheterna på något annat vis väsentligen förändras.

Om break fees nämns särskilt att målbolagsstyrelsen bör ställa sig reserverad till betalningen av en sådan ersättning. I vissa fall, då budgivaren ställer krav på avtal om break fee för att lämna ett förmånligt erbjudande, kan det dock vara motiverat att ingå ett sådant avtal. För att det ska vara befogat krävs att det ligger i aktieägarnas intresse att avtalet godkänns och erbjudandet genomförs samt att avtalad break fee är skälig bland annat med hänsyn till kostnaderna budgivaren lagt ner vid förberedandet av erbjudandet. Det är inte motiverat att betala ut ersättning om anledningen till att erbjudandet inte genomförs ligger hos budgivaren.

5.4 Svensk rätt

I svensk litteratur har break fees och andra typer av deal protections behandlats mest ingående av Stattin. Så som Stattin påpekat finns ingen uttrycklig reglering av deal protection i svensk rätt. Varken LUA, takeoverdirektivet eller takeover-reglerna innehåller några bestämmelser om deal protection, dock har förekomsten av dessa avtal lyfts fram i kommentaren till II.17 takeover-reglerna. De bestämmelser som ligger närmast deal protection är bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. 1 § LUA samt

takeover-reglernas allmänna principer. Av dessa principer är det främst principerna om att aktieägarna ska ges tillräcklig tid och information för att fatta ett välgrundat beslut (b) samt att målbolagsstyrelsen ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och inte får förvägra aktieägarna att ta ställning till erbjudandet (c) som aktualiseras. Aktiebolagsrättsligt är det främst målbolagsstyrelsens syssломannalika ställning, sanktionerad i 29 kap. 1 § 1 p. ABL, som kan utgöra ett problem.²¹⁶ Jag kommer dock även undersöka problem relaterade till målbolagsstyrelsens beslutsprocess, kapitalskyddsreglerna och förvärvslåneförbudet.

5.4.1 Takeover-reglerna

Principerna b) och c) i takeover-reglernas inledning anger att aktieägarna ska ges tillräckligt med tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet samt att målbolagets styrelse ska beakta de intressen bolaget i sin helhet har i sitt agerande och inte får förvägra aktieägarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet. Principerna är som tidigare konstaterats hämtade från takeover-direktivet och de bör enligt takeover-reglernas inledning tjäna som vägledning då reglerna inte ger något klart besked.²¹⁷ Det finns ingen bestämmelse i takeover-reglerna som specifikt tar sikte på deal protection. Däremot är avtal om exklusivitet och break fees omnämnda i kommentaren till den allmänna bestämmelsen i takeover-reglerna II.17 som anger att målbolagsstyrelsen ska agera i aktieägarnas intresse i frågor relaterade till erbjudandet.²¹⁸ I kommentaren till II.17 står att läsa:

”Det förekommer, inte minst vid gränsöverskridande affärer, att budgivaren inför budets framläggande önskar ingå avtal i olika hänseenden med målbolaget. Det kan handla om avtal som begränsar målbolagets rätt att under viss tid föra diskussioner med eller aktivt söka andra potentiella budgivare. Det kan också handla om avtal som under vissa förutsättningar ger budgivaren rätt till ersättning för nedlagda kostnader om affären inte skulle bli av ... Styrelsen ska i dessa sammanhang inte endast tillse att villkoren i sådana avtal är förenliga med gällande rätt utan också utformas med hänsyn till samtliga aktieägare som omfattas av erbjudandet.”²¹⁹

Kommentaren tillkom i samband med att de nuvarande takeover-reglerna trädde i kraft 1 oktober 2009.²²⁰ Skrivningen refererar, så som jag uppfattar den, till exklusivitetsavtal i form av såkallade no shop- eller no talk-klausuler samt till break fees. Samtidigt som kommentaren öppnar upp för användningen av sådana avtal anges restriktioner. Målbolagsstyrelsen måste

²¹⁶ Stattin (2009) s. 155f.

²¹⁷ Inledningen till takeover-reglerna.

²¹⁸ För vidareutveckling av denna bestämmelse se avsnitt 4.1.1 ovan.

²¹⁹ Kommentar till II.17, takeover-reglerna.

²²⁰ Skog (2009) s. 122, 128.

se till att avtalen är förenliga med gällande rätt och utformas med hänsyn till samtliga aktieägare.

Nyström m.fl. påpekar att situationen är problematisk om syftet med avtalets ingående i praktiken är att hindra alternativa budgivare eftersom målbolagsstyrelsen måste handla i aktieägarnas intresse och aktieägarna själva har rätt att besluta om de vill anta ett erbjudande eller inte.²²¹ Så som de svenska reglerna utformats ligger uppgiften att avgöra vilka deal protections som är i aktieägarnas intresse på målbolagsstyrelsen.

I amerikansk och engelsk rätt har framförts att deal protections inte ligger i aktieägarnas intresse om de motverkar budgivning. Problemets kärna är kanske så som Coates påpekat att de flesta break fees har potential att både hindra och uppmuntra budgivning.²²² Det tycks åtminstone inte vara möjligt att generellt fastslå att break fees och andra deal protections leder till alternativt förhindrar budgivning.

Nyström m.fl. anser att frågan om huruvida ingåendet av ett avtal om break fee är tillåtet, måste övervägas i det enskilda fallet ”... mot bakgrund bland annat av vilken karaktär transaktionen har, om beloppsbegränsningar gäller, om åtagandet begränsar sig till att avse kompensation för faktiska kostnader och vilka slags kostnader som i så fall avses, om åtagandet är ömsesidigt, vilka omständigheter som utlöser skyldigheten att betala, vilka undantag som gäller, och så vidare.”²²³

Några av de bedömningsparametrar Nyström m.fl. har framfört liknar, enligt min uppfattning, bedömningsgrunder som förts fram av amerikansk domstol. Amerikansk domstol frångår i vissa lägen business judgment rule och gör en bedömning av huruvida ett avtal hindrar eller leder till budgivning.²²⁴ En sådan bedömning varierar från fall till fall, vilket gör det svårt att göra generella antaganden om vad som ligger i aktieägarnas intresse, några parametrar är dock värda att uppmärksamma.

Frågan om huruvida en break fee ligger i samtliga aktieägares intresse bör bland annat bedömas med hänsyn till vid vilken tidpunkt ett avtal ingås.²²⁵ Ett avtal med en budgivare som träder fram i ett senare skede under budgivningen kan vara mindre negativt för aktieägarna än ett avtal som ingås med en tidig budgivare. I detta läge är det kanske till och med en förutsättning för att den nya budgivaren ska ge sig in i budstriden att ett avtal om break fee ingås.²²⁶

Avseende avtalets utlösande faktorer vill jag poängtera att om dessa medför att målbolaget kan behöva betala en break fee, trots att inget konkurrerande

²²¹ Nyström m.fl. (2010) s. 123.

²²² Coates (2009) SSRN s. 10.

²²³ Nyström m.fl. (2010) s. 124.

²²⁴ Se avsnitt 5.3.1 ovan.

²²⁵ Clarke (2011) s. 301.

²²⁶ Tarbert (2003) s. 663.

bud går igenom, kan resultatet bli att aktieägarna indirekt åläggs denna kostnad. Om en break fee endast ska betalas då ett konkurrerande bud lyckas kommer den konkurrerande budgivaren istället att bära kostanden samtidigt som aktieägarna får ett bättre pris för sina aktier. Denna avvägning är dock komplicerad eftersom avtalad break fee blir en kostnad för den konkurrerande budgivaren, vilket kan leda till att budet blir lägre, eller att ett bud uteblir helt på grund av denna extra kostnad.²²⁷ I denna situation har storleken på aktuell break fee betydelse.

Svensk litteratur har, vad gäller storleken på break fees, lyft fram Takeover Code och dess gräns på en procent av deal value som vägledning även för svensk rätt. Som redan nämnts, har de avtal om break fee som ingåtts på den svenska marknaden hållit sig under eller precis på gränsen till en procent av deal value.²²⁸ Eftersom den brittiska begränsningen lyfts fram i litteraturen som gällande även för svensk del, är det troligen så att en målbolagsstyrelse bör var mycket försiktig med att ingå avtal om break fee som överskrider denna gräns. I kommentaren till den finska rekommendationen nämns också att en break fee ska vara skälig bland annat med hänsyn till de kostnader budgivaren lagt ner,²²⁹ vilket ger intrycket av att även en break fee på en procent eller lägre kan vara oskälig.

Syftet bakom begränsningen av storleken på break fees i Takeover Code är att konkurrerande budgivare inte ska hindras. Nu ska denna regel, så som jag uppfattar det, tas bort delvis av samma skäl. Samtidigt anges att vissa undantag kan behöva medges. Det förekommer inga standardpaket med break fees och andra deal protections på den svenska marknaden. För svensk del har jag därför svårt att se att den brittiska motiveringen skulle utgöra ett skäl för ett generellt förbud mot break fees på den svenska marknaden. Så som det har hävdats i litteraturen är inte harmonisering ett mål i sig, utan snarare ett medel för att nå mål som ökad effektivitet och rättvisa.²³⁰ Kanske är det dock mest effektivt att fortsätta på samma linje och ta efter den brittiska regleringen? Nu när Takeover-reglerna ska ses över är detta säkerligen en fråga som kommer att utredas. Redan nu framgår av kommentaren till II.17 att hänsyn måste tas till gällande rätt vid ingående av avtal om break fee. Trots potentiella ändringar och förtydliganden i takeover-reglerna kommer eventuella avtal om break fee fortfarande ha förbudet mot försvarsåtgärder i LUA och ABL att brottas med.

5.4.2 LUA: Förbudet mot försvarsåtgärder

Eftersom avtal om break fee och andra deal protections kan medföra svårigheter för konkurrerande budgivare har det hävdats att de kan strida mot förbudet mot försvarsåtgärder i 5 kap. 1 § 1 st. LUA.²³¹ Fråga uppkommer dels om avtalandet om en break fee kan strida mot förbudet och

²²⁷ Clarke (2011) s. 301.

²²⁸ Stattin (2009) s. 238. Se även hänvisning till engelsk rätt i Nyström m.fl. (2010) s. 124.

²²⁹ Se redogörelse i avsnitt 5.3.3 ovan.

²³⁰ Leebron (1996) s. 65.

²³¹ Stattin (2009) s. 270.

dels om betalningen av en break fee, som utlösts efter att en konkurrerande budgivare blivit känd, kan utgöra en olovlig försvarsåtgärd.

Träffas åtgärderna av förbudet krävs antingen godkännande från bolagsstämman eller dispens från AMN för att åtgärderna ska kunna genomföras.²³² Redan då målbolagsstyrelsen har grundad anledning att anta att ett konkurrerande bud kommer att lämnas är åtgärder som *är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande* förbjudna. Rekvisitet tar inte hänsyn till vad målbolagsstyrelsens avsikt med en vidtagen åtgärd är, utan avgörande är istället vilken effekt åtgärden har.²³³ Att själva ingåendet av ett avtal om break fee kan verka avskräckande har behandlats ovan²³⁴, fråga kan också uppkomma om betalningen av en break fee i enlighet med ett avtal som ingåtts innan en konkurrerande budgivare blivit känd kan vara förbjuden enligt bestämmelsen.

Enligt Takeover Code gäller att då en åtgärd redan är beslutad eller följer av ett kontrakt som tidigare ingåtts måste åtgärden antingen godkännas av bolagsstämman eller Takeover Panel för att få genomföras.²³⁵ Det finns ingen liknande regel i svensk rätt. Stattin har dock för svensk del anfört att det är möjligt för målbolagsstyrelsen att ingå exklusivitetsavtal med ”försvarsåtgärdsliknande följder”, men däremot inte möjligt för styrelsen att genomföra åtgärderna utan bolagsstämmans godkännande om det visar sig att åtgärderna utgör försvarsåtgärder enligt LUA. Så länge ingen konkurrerande budgivare finns utgör förbudet mot försvarsåtgärder inget problem för avtal om break fee och andra deal protections. För målbolagsstyrelsen däremot information om ett eventuellt konkurrerande bud får inte försvarsåtgärder vidtas. Stattin anser att det i denna situation är utan betydelse för förbudet mot försvarsåtgärder om ett avtal om deal protection redan ingåtts, så länge inte själva åtagandet utlösts, eftersom det är utlösandet av åtagandet och dess genomförande som är förbjudet.²³⁶

Resonemanget torde vara lämpligt för exklusivitetsavtal. En no talk-klausul försvårar exempelvis inte för en konkurrerande budgivare förrän målbolagsstyrelsen väljer att inte kommunicera med den konkurrerande budgivaren. Stattins resonemang om exklusivitetsavtal applicerat på break fees leder, så som jag uppfattar det, till att det är möjligt att avtala om en break fee innan en konkurrerande budgivare givit sig tillkänna. Däremot kan en break fee komma att utgöra en förbjuden försvarsåtgärd då skyldigheten att betala ersättning uppkommer efter att en konkurrerande budgivare trätt in i bilden.

Det är säkerligen svårt för en konkurrerande budgivare att bedöma huruvida betalningen av en break fee kommer att anses utgöra en otillåten

²³² Stattin (2009) s. 271f.

²³³ Dotevall (2008) s. 113, Stattin (2009) s. 353.

²³⁴ Se t.ex. avsnitt 5.1 ovan.

²³⁵ Rule 21, Takeover Code.

²³⁶ Stattin (2009) s. 271f.

försvarsåtgärd eller inte. Det ligger i en break fees duala funktion att den både skyddar en affär och kompenserar en budgivare. Eftersom ett avtal om break fee kan verka avskräckande i sig torde det genom sin existens kunna försämra förutsättningarna för potentiella konkurrerande budgivare, trots att avtalad break fee inte utlösts. För att träffas av förbudet mot försvarsåtgärder måste avtalet av en break fee dock uppfylla rekvisiten i LUA. Är avtalet inte förbjudet enligt LUA kan det däremot tänkas att avtalet ändå är oförenligt med takeover-reglerna och dess principer eller strider mot ABL.

5.4.3 Aktiebolagslagen

Även aktiebolagsrätten kan ställa upp hinder för avtalet av en break fee. Det finns ett flertal regler i ABL som en styrelse har att iaktta i sitt arbete. Inte minst torde reglerna vara viktiga att undersöka mot bakgrund av skadestandsreglerna i 29 kap. ABL som kan ålägga en styrelse ansvar. Reglerna är även väsentliga att undersöka med anledning av ogiltighetsreglerna i 8 kap. 42 § ABL. Framställningen nedan anknyter till redogörelsen av potentiella krockar mellan ABL och takeover-reglerna i avsnitt 4.3 men för också upp ABL:s förvärvslåneförbud, vilket särskilt diskuterats i samband med break fees.

5.4.3.1 Styrelsens möjlighet att binda bolaget

ABL 8 kap. 42 § 1 st. 1 men. anger att en rättshandling inte är gällande mot bolaget om styrelsen företagit en rättshandling för bolaget i strid med bestämmelser om bolagsorganens behörighet i ABL. Styrelsens behörighet omfattar i princip allt utom bolagsstämmans exklusiva kompetens. Överskrider styrelsen sin befogenhet är rättshandlingen, enligt 2st. 1 men., ogiltig om bolaget visar att motparten var i ond tro om befogenhetsöverskridandet. Kan bolaget visa ond tro hos motparten, vilket i många fall kan vara problematiskt, kan en rättshandling vara ogiltig exempelvis på grund av överträdelse av likhetsprincipen²³⁷, generalklauslen²³⁸ och regler om jäv och beslutförhet.²³⁹

För att målbolagsstyrelsen i enlighet med ABL ska kunna avtala om break fee för målbolagets räkning måste målbolagsstyrelsen ha befogenhet att agera för målbolaget i frågan och ett giltigt beslut måste ligga till grund för styrelsens rättshandlande.²⁴⁰ Bestämmelsen i 8 kap. 4 § ABL anger inte uttömmande vilka uppgifter som åligger målbolagets styrelse. Det framgår dock av takeover-reglerna att målbolagsstyrelsen ska agera för aktieägarna i en budsituation, vilket enligt min mening, bör medföra att även det därmed sammanhängande rättshandlandet ligger inom styrelsens befogenhet. Jag vill emellertid påminna om att ABL:s formregler för värdeöverföringar kan vara tillämpliga, vilket betyder att beslutet att avtala om break fee kan ankomma på bolagsstämman. Dessa regler kan dock frångås om samtliga

²³⁷ Se 4 kap. 1 § ABL.

²³⁸ Se 8 kap. 41 § 1 st. ABL.

²³⁹ Nerep och Samuelsson ABL 8 kap. 42 §, databasen Karnov.

²⁴⁰ Se redogörelse i avsnitt 4.3.1 ovan.

aktieägare samtycker, med hänvisning till att de ställts upp i aktieägarnas intresse.²⁴¹ I litteraturen har uppfattningen framförts att det finns anledning till reduktionslut avseende dessa formregler, eftersom en tillämpning skulle hindra målbolagsstyrelsen att ingå avtal om break fee som ligger i aktieägarnas intresse.²⁴² Även om formreglerna för vinstutdelning troligtvis kan bortses från då detta ligger i aktieägarnas intresse vill jag poängtera att detta inte är fallet om det rör sig om försvarsåtgärder i LUA:s mening. LUA är till skillnad från ABL anpassad för de speciella förhållanden som råder vid ett offentligt uppköpserbjudande.

För att målbolagsstyrelsen ska kunna fatta ett giltigt beslut om att ingå avtal om break fee krävs att det fattats av en beslutför styrelse.²⁴³ Takeover-reglerna anger inte gällande styrelsens beslut om break fees att en ojävig minoritet av styrelsen kan fatta ett sådant beslut, tillskillnad från vad som gäller vid dess inhämtande av värderingsutlåtande. I en situation då styrelsen inte är beslutför på grund av regeln om intressekonflikt i takeover-reglerna eller ABL:s jävsbestämmelse har jag därför svårt att se att ett avtal om break fee kan ingås utan godkännande från bolagsstämman.

Sammanfattningsvis kan ABL:s regler leda till att ett beslut om att avtala om break fee, för att undvika ogiltighet enligt 8 kap. 42 §, borde fattas av bolagsstämman. Frågan om rätt beslutsordning framstår som teoretisk mot bakgrund av att takeover-reglerna förutsätter att målbolagsstyrelsen ska agera i aktieägarnas intressen vid ett offentligt uppköpserbjudande. Är reglerna tillämpliga kan en överträdelse dock komma att få betydelse för culpabedömningen om det visar sig att skada uppkommit till följd av avtalet och en skadeståndstalan väcks enligt 29 kap. ABL.²⁴⁴ Härvid torde det vara högst relevant att diskutera hur målbolagsstyrelsens lojalitetsplikt gentemot bolaget förhåller sig till ett avtal om break fee.

5.4.3.2 Styrelsens lojalitetsplikt

För att hindra att målbolagsstyrelsen åsidosätter sina plikter mot bolaget brukar exklusivitetsavtal innehålla en *fiduciary out-klausul*. Klausulen befriar målbolagsstyrelsen från att handla i enlighet med avtalet om detta innebär att de bryter mot sina plikter mot bolaget. Vanligtvis befriar denna klausul inte målbolaget från att betala en avtalad break fee. Användningen av en fiduciary out-klausul kan istället vara en av de händelser som utlöser betalningen av en break fee,²⁴⁵ något som kan tyckas orimligt mot bakgrund av att en break fee samtidigt kan strida mot styrelsens lojalitetsplikt. Att avtala om en fiduciary out för att slippa betala en avtalad break fee tycks emellertid till viss del ta udden av att ha en break fee-klausul, eftersom en break fees kompensande funktion då kan bortfalla.

²⁴¹ Se avsnitt 4.3.3 ovan.

²⁴² Stattin (2009) s. 267f., som även hänvisar till bakomliggande syften med aktiebolagsformen. Se också avsnitt 4.3.3.

²⁴³ Se avsnitt 4.3.1 ovan.

²⁴⁴ Stattin (2009) s. 267.

²⁴⁵ Tarbert (2003) s. 638.

Huruvida ett avtal om break fee ska ses strida mot styrelsens lojalitetsplikt eller inte beror på vilken utgångspunkt som tas.²⁴⁶ Min diskussion om styrelsens plikt att agera i bolagets intresse enligt den aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikten kontra dess skyldighet att agera i aktieägarnas intresse enligt takeover-reglerna ligger till grund för diskussionen i denna del.²⁴⁷ Stannar resonemanget vid att ett offentligt uppköpserbudande är en ägarfråga som är bolaget ovidkommande är det svårt att motivera varför bolaget skall åläggas kostnaden av en break fee.²⁴⁸ Min uppfattning är dock att det i sådant fall borde anses ligga i bolagets intresse att inte bryta mot noteringsavtalet. Takeover-reglerna reglerar som sagt inte avtal om break fee uttryckligen. Det finns ingen skyldighet enligt takeover-reglerna att ingå avtal om break fee jämförbar med målbolagsstyrelsens skyldighet att ta ställning till ett erbjudande och uttala sig om det, vilket kanske försvagar detta argument något. Dessutom är det svårt att säga hur intresset att följa noteringsavtalet skulle stå sig mot andra potentiella bolagsintressen i en intresseavvägning.

Min diskussion mynnade dock ut i ställningstagandet att bolagets intresse inte kan vara något annat än samtliga aktieägares intresse. Målbolagsstyrelsen får anta att aktieägarnas intresse vid ett offentligt uppköpserbudande är att sälja aktierna till ett så högt pris som möjligt, vilket en styrelse också är ålagd att göra enligt finsk rätt. Med denna utgångspunkt är situationen en annan. Om aktieägarintressena inom det aktiebolagsrättsliga begreppet bolagets intresse är desamma som aktieägarnas intresse enligt takeover-reglerna uppkommer ingen krock mellan begreppen och styrelsen torde då inte bryta mot lojalitetsplikten genom att följa takeover-reglernas rekommendationer avseende deal protection. Problemet här är snarare att takeover-reglerna behandlar break fees och andra deal protections mycket sparsamt, vilket kan tänkas ha sin bakgrund i att fenomenet är relativt nytt på den svenska marknaden.

Målbolagsstyrelsens bedömning, om huruvida ett avtal om break fee kommer att påverka aktiernas försäljningsvärde positivt eller negativt, kommer i vissa fall leda till att det inte anses ligga i aktieägarnas intresse att ingå avtal om break fee. I ett sådant fall ingår målbolagsstyrelsen förhoppningsvis inte något sådant avtal. Bedömningen målbolagsstyrelsen ställs inför är dock inte lätt, och skadeståndsansvar kan bli konsekvensen av att målbolagsstyrelsen bryter mot sin lojalitetsplikt gentemot bolaget.

5.4.3.3 Tvingande kapitalskyddsregler

Den tvingande bestämmelsen i 17 kap. 3 § ABL syftar till att skydda bolagets kapital i borgenärernas intresse och får inte överträdas ens med samtliga aktieägares samtycke.²⁴⁹ Regeln består av en beloppsspärr som

²⁴⁶ Nyström och Sjöman (2009) s. 25.

²⁴⁷ Se avsnitt 4.3.2 ovan.

²⁴⁸ Se resonemang i Nyström och Sjöman (2009) s. 25.

²⁴⁹ Prop. 2004/05:85 s. 373.

förbjuder värdeöverföringar²⁵⁰ från bolaget om inte full täckning finns för bolagets bundna kapital och en allmän försiktighetsregel som anger att en värdeöverföring inte får genomföras om den inte framstår som förvarlig med hänsyn till de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken av det egna kapitalet samt bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt.²⁵¹

Lindskog har diskuterat kapitalskyddsreglernas förhållande till kostnader som uppstår för bolaget till följd av en aktiemarknadsåtgärd och anser att borgenärernas intresse bör ligga till grund för bedömningen då reglerna är tillämpliga. Lindskog har resonerat kring huruvida kostnader i samband med ett offentligt erbjudande kan anses ligga i borgenärernas intresse och nämner åtgärder som ger bolaget en kapitalförstärkning som är konkret och närliggande som exempel på situationer som skulle kunna motivera undantag från regeln.²⁵²

Kan en break fee anses ligga även i borgenärernas intresse? Regeln är tvingande och så som Lindskog konstaterar kan en regel förlora betydelse om inte undantag begränsas hårt²⁵³, vilket talar emot att medge undantag. Värt att notera i sammanhanget är dock att det föreslagits en möjlighet att medge dispens från det kommande förbudet av break fees i Takeover Code för målbolag i *financial distress* med hänsyn till att budgivaren kanske inte är villig att lägga ett bud utan en break fee i en sådan situation.²⁵⁴

5.4.3.4 Förvärvslåneförbudet

Frågan om ett avtal om break fee kan leda till en överträdelse av förvärvslåneförbudet i 21 kap. 5 § ABL har, mot bakgrund av den engelska debatten om *financial assistance*, lyfts i svensk litteratur.²⁵⁵ I den svenska bestämmelsen stadgas:

Ett aktiebolag får inte ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet för lån i syfte att gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person som avses i 1 § skall förvärva aktier i bolaget eller överordnat bolag i samma koncern.²⁵⁶

Inledningsvis vill jag poängtera att ett avtal om break fee som betalar ut ersättning om ett förvärv inte blir av, är en rättshandling relativt olik ett lån med återbetalningslöfte eller ställandet av säkerhet för ett förvärvs genomförande.

²⁵⁰ Definitionen av värdeöverföring diskuteras i avsnitt 4.3.3 ovan.

²⁵¹ Prop. 2004/05:85 s. 375.

²⁵² Lindskog (2008) s. 58ff.

²⁵³ Lindskog (2008) s. 60.

²⁵⁴ PCP 2011/1 s. 46f.

²⁵⁵ Se Stattin (2009) s. 266.

²⁵⁶ Regeln är straffsanktionerad vid grov oaktsamhet eller uppsåtlig överträdelse, se 30 kap. 1 § 4 p. ABL.

Motivet bakom den ursprungliga svenska bestämmelsen är att förhindra att finansieringen av ett aktieköp sker med bolagets egna medel.²⁵⁷ Av förarbetena till ABL 1975 framkommer att sådana transaktioner är farliga för bolagets borgenärer eftersom "... betydande tillgångar frånhänds bolaget och tillförs de tidigare aktieägarna samtidigt som bolaget får en revers från den nye aktieägaren" Situation blir i praktiken densamma som ett lån till aktieägarna.²⁵⁸

Den svenska bestämmelsen har anpassats till artikel 23.1 i EG:s kapitaldirektiv²⁵⁹, vilket lett till att det numera inte finns någon möjlighet för publika bolag att få dispens från förbudet²⁶⁰ samt, så som det uttrycks i propositionen, "... att bolaget inte på något sätt får ställa medel till förfogande för förvärv av det åsyftade slaget".²⁶¹

I en kommentar till regelns tillämpning ställer Nerep och Samuelsson upp ett antal huvudlinjer för tillämpningen. Avgörande är det långivande bolagets syfte med lånet eller säkerheten. Huruvida detta syfte fullföljs eller skadar borgenärerna saknar dock relevans i bedömningen. Är syftet att låntagaren ska förvärva aktier i bolaget är bestämmelsen tillämplig. Det har ingen betydelse att gäldenären ställer säkerhet för lån, trots att regelns ändamål är att skydda bolagets borgenärer. I den relativt fylliga kommentaren nämns inget om break fees.²⁶²

I engelsk rätt är det viktigt att ett avtal om break fee utformas med hänsyn till Section 678 i Companies Act 2006 som förbjuder ett publikt bolag från att direkt eller indirekt ge *financial assistance* till en köpare innan eller i samband med transaktionen *for the purpose of the aquisition*.²⁶³ I litteraturen har det resonats kring under vilka förutsättningar en break fee kan anses utgöra olovlig *financial assistance*. Att break fees kan falla in under termen *financial assistance* är inte så kontroversiellt, dock har det debatterats hur *for the purpose of the aquisition* ska tolkas. Ett argument för regelns tillämpning är att köpet inte hade blivit av utan ett avtal om break fee. Motargumentet är att rekvisitet inte är uppfyllt eftersom en break fee endast betalas om köpet inte blir av²⁶⁴, vilket medför att en break fee inte kan ses som en indirekt finansiering av köpet.²⁶⁵ Ett annat argument mot regelns tillämpning är att bestämmelsen förutsätter att ett köp verkligen blir av, vilket gör att en break fee, som endast betalas om ett erbjudande inte går igenom, skulle falla utanför förbudet.²⁶⁶ Trots debatten förekommer uppenbarligen break fees upp till en procent av deal value på den brittiska

²⁵⁷ Prop. 2004/05:85 s. 432.

²⁵⁸ Prop. 1973:93 s. 92. Prop. 2004/05:85 hänvisar till Prop. 1973:93.

²⁵⁹ Direktiv 77/91/EEG. Senare ändringsdirektiv har inte föranlett några ändringar av dessa bestämmelser för svensk del. (Prop. 2007/08:15 s. 121).

²⁶⁰ Prop. 1993/94:196 s. 130.

²⁶¹ Prop. 2004/05:85 s. 806.

²⁶² Nerep och Samuelsson ABL 21 kap. 5 §, databasen Karnov.

²⁶³ Hannigan (2009) s. 557f., 756.

²⁶⁴ Breslin och Charnley (2000) s. 270ff.

²⁶⁵ Tarbert (2003) s. 686.

²⁶⁶ Breslin och Charnley (2000) s. 270ff.

marknaden som inte anses utgöra förbjudna lån. Coates har, kanske aningen förenklat, sammanfattat rättsläget med att break fees större än en procent omfattas av förbudet.²⁶⁷

Det finns, förutom möjligen det engelska rättsläget, enligt min uppfattning inte tillräckligt stöd för tolkningen att en break fee skulle kunna utgöra ett förbjudet lån enligt ABL:s förvärvslåneförbud. För svensk del kan konstateras att varken lagtextens lydelse eller dess förarbeten indikerar att så skulle vara fallet. De dubbla syftena bakom en break fee torde så som tidigare konstaterats vara att skydda affären samt att kompensera en budgivare för kostnader som uppstått i samband med budet, inte att finansiera eller ställa säkerhet för själva förvärvet. Att notera är också existensen av rekvisitet *skall förvärva*, eftersom det redan från början står klart att avtalet endast ersätter budgivaren när aktierna *inte skall förvärvas*.

Det finns ingen praxis som behandlar frågan och jag har inte heller i svensk litteratur hittat något stöd för att en break fee skulle strida mot förvärvslåneförbudet. Stattin uttalar: "*Jag vågar utan vidare diskussion påstå, att i svensk rätt riskerar inte typiska break up fees att strida mot förvärvslåneförbudet, inte ens analogivis.*"²⁶⁸ Rättsläget framstår enligt mig som relativt klart. Break fees torde inte strida mot förvärvslåneförbudet, särskilt inte då de håller sig till gränsen på en procent av deal value som ställts upp i Takeover Code. Med hänsyn till detta är det heller inte aktuellt att utreda om förvärvslåneförbudet kan utgöra grund för att ålägga målbolagsstyrelsens ledamöter ansvar enligt 29 kap. ABL. Dock är det aktuellt att utreda om målbolagsstyrelsen kan åläggas ansvar för ingående av avtal om break fee på andra grunder.

²⁶⁷ Coates (2009) SSRN s. 9.

²⁶⁸ Stattin (2009) s. 266.

6 Kort om målbolagsstyrelsens aktiebolagsrättsliga skadeståndsansvar

Utlöses en break fee kan detta leda till att bolaget skadas eftersom bolagets förmögenhet minskar till följd av dispositionen. Även aktieägarna kan skadas av betalningen av en break fee om den leder till ett kursfall på bolagets aktier. Det kan också diskuteras om ett avtal i sig kan skada aktieägarna, eftersom det kan leda till att konkurrerande högre bud inte läggs fram med resultatet att ingen försäljning alls blir av eller att aktieägarna i praktiken tvingas acceptera ett lägre bud.

Huvudregeln enligt 2 kap. 2 § Skadeståndslagen (1972:207) (SkL) är att ren förmögenhetsskada endast ersätts om den vållats genom brott. För att en skada ska vara ersättningsgill i annat fall krävs i princip stöd i lag, som exempelvis finns i ABL.²⁶⁹ Så som konstaterats ovan är ABL som utgångspunkt tillämplig även vid ett offentligt uppköpserbjudande.²⁷⁰ Detta torde medföra att målbolagsstyrelsens ledamöter åtminstone teoretiskt kan åläggas skadeståndsansvar enligt 29 kap. ABL om skada uppstått till följd av dess agerande i samband med en budsituation.

Innan jag ger mig in i ABL:s skadeståndsregler vill jag uppmärksamma läsaren på att framställningen hittills visat på att bolagets intresse vid ett offentligt uppköpserbjudande är detsamma som samtliga aktieägars intressen, så till vida inte de särskilda reglerna till skydd för bolagets kapital, uppställda i borgenärernas intresse aktualiseras. Dessvärre verkar det nu som att vi får överge denna syn och åter igen dela upp bolaget och aktieägarna i två separata fack, eftersom skadeståndsregleringen i 29 kap. ABL är uppbyggd på sådant vis. Som Stattin påpekar kan inte aktieägarna substituera bolaget vid en skadeståndsbedömning enligt ABL.²⁷¹

6.1 Skada med adekvat orsakssamband

För att ansvar ska kunna utkrävas erfordras att det uppstått en skada. Det krävs dessutom att skadan är en ekonomiskt mätbar förmögenhetsförlust som drabbat den skadelidande utan eller mot dennes vilja.²⁷² En break fee som utlöses medför, så som nämnts, skada för bolaget eftersom bolagets förmögenhet minskar till följd av dispositionen. Sker detta inte i samband med att ett konkurrerande bud accepteras täcks inte aktieägarnas indirekta skada av en konkurrerande budgivare. I detta fall är det möjligt att aktieägarna vill ställa målbolagsstyrelsens ledamöter till ansvar för skada

²⁶⁹ Stattin (2009) s. 341, Svernlöv (2007) s. 123.

²⁷⁰ Se avsnitt 3.1 ovan.

²⁷¹ Stattin (2009) s. 393. Se även Dotevall (2008) s. 211.

²⁷² Dotevall (2008) s. 68.

som åsamkats bolaget eller dem själva indirekt genom att kursen på bolagets aktier fallit.²⁷³ Utlöses inte en break fee kan det ändå tänkas att aktieägarna vill väcka en skadeståndstalan, med hänvisning till att de inte fått rätt pris för sina aktier, eftersom en avtalad break fee avskräckt konkurrerande budgivare från att lägga högre bud och i realiteten tvingat aktieägarna att acceptera budet.

Johan Munck har, i en granskningsrapport utförd 2001 på uppdrag av Perstorp AB, resonerat kring skada till följd av målbolagsstyrelsens agerande vid ett offentligt uppköpserbjudande. Sammanhanget var visserligen ett annat, men resonemanget är enligt min uppfattning ändå belysande, speciellt i situationer då bolaget inte drabbas av en lika tydlig skada som då betalningen av en break fee aktualiseras. Frågan i rapporten var, vid sidan om själva ansvarsfrågan, bland annat vilken skada som uppstått för bolaget och dess aktieägare till följd av att målbolagsstyrelsen inte vidtagit tillräckliga åtgärder vid ett offentligt erbjudande. Bristen på agerande ledde till att budgivaren drog tillbaka erbjudandet, vilket resulterade i ett kursfall på bolagets aktier. Munck utesluter i sin argumentation inte att bolaget kan drabbas av skada till följd av styrelsens agerande med anledning av ett offentligt uppköpserbjudande. *”För att detta skall kunna ske torde det dock vara nödvändigt att någon faktor vid sidan av själva erbjudandet tillkommer. Ett exempel kan vara att bolaget haft anledning att förvänta sig koncernbidrag eller annan finansieringshjälp genom budgivarens försorg, förutsatt att budet lyckats och budgivaren blivit moderbolag till målbolaget. Ett annat exempel erbjuder det fallet att speciella synergieffekter borde kunna förväntas uppkomma, om budgivaren förvärvat målbolaget, men uteblir som följd av att erbjudandet återkallats.”* Ett kursfall på bolagets aktier är en skada som i första hand drabbar aktieägarna och inte bolaget. Dock kan ett kursfall i särskilda fall leda till skada även för bolaget anser Munck. *”Ett exempel är om till följd av kursfallet bolagets möjlighet till nödvändig kapitalanskaffning genom nyemission försämras, och även andra speciella fall kan tänkas förekomma.”*²⁷⁴

I linje med detta resonemang ligger det enligt min uppfattning nära till hands att konstatera att en eventuell skada till följd av att ett avtal om break fee motverkat budgivning, med följderna att någon affär inte blivit av alls eller aktieägarna tvingats acceptera ett pris som utan avtalet kanske hade varit högre, är en skada som i första hand åsamkats aktieägarna direkt, och inte bolaget. Ett kursfall på bolagets aktier kan klassificeras som en skada eftersom kursen på bolagets aktier går att mäta,²⁷⁵ huruvida detta är möjligt att göra i en situation då aktieägarna tvingats acceptera ett lägre bud, kanske mot bakgrund av hotet av ett kursfall, är dock svårare att avgöra. Frågan kan också lyftas om en för aktieägarna vinstgivande transaktion kan medföra

²⁷³ Se närmare om vad som kan anses utgöra skada, direkt och indirekt skada, i Dotevall (2008) s. 68ff.

²⁷⁴ Munck (2001) ”Vissa frågor om informationsgivning mm i anslutning till offentligt erbjudande” (opublicerat material).

²⁷⁵ Se diskussion om skadebegreppet vid kursändringar i af Sandeberg (2001) s. 116.

skada för aktieägarna med motiveringen att aktieägarnas vinst eventuellt hade kunnat bli ännu högre utan ett avtal om break fee? Hur mäts i ett sådant fall en sådan skada?

Finns ingen ersättningsgill skada kan målbolagsstyrelsen inte åläggas något ansvar. Har skada uppkommit måste det dessutom finnas ett adekvat orsakssamband mellan skadan och en pliktstridig handling eller underlåtenhet.²⁷⁶ Vad en pliktstridig handling eller underlåtenhet är preciseras närmare i ABL.

6.2 Förutsättningar för ansvar gentemot bolaget

Enligt 29 kap. 1 § 1 st. 1 men. ska en stiftare, styrelseledamot eller verkställande direktör som när han eller hon fullgör sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget ersätta skadan. Utgångspunkten i oaktsamhetsbedömningen är att styrelseledamöterna ska iaktta sådan omsorg som i allmänhet kan krävas av en syssloman. Har en styrelseledamot brutit mot ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen är det klart att en sådan överträdelse kan leda till ansvar.²⁷⁷ I förarbetena uttalas att även åsidosättande av andra lagar eller rättsliga föreskrifter ”*genom vilka han som styrelseledamot eller verkställande direktör har ålagts plikter mot bolaget torde kunna grunda ansvar.*” Detta är dock en fråga som får avgöras i det enskilda fallet genom en prövning av föreskriftens innehåll.²⁷⁸ Det finns ingen lag som tar sikte på målbolagsstyrelsens ingående av avtal om break fee eller deal protection för målbolagets räkning. Däremot kan det tänkas att en överträdelse av förbudet mot försvarsåtgärder i 5 kap. 1 § 1 st. LUA är en sådan ansvarsgrundande lag som ålägger styrelseledamöterna plikter gentemot bolaget.²⁷⁹

Även en överträdelse av den aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikten gentemot bolaget kan läggas till grund för skadeståndsansvar.²⁸⁰ För ansvar krävs att styrelseledamoten varit culpös i sin handling eller underlåtenhet. Av framställningen ovan framgår att målbolagsstyrelsen i vissa situationer i praktiken antar att samtliga aktieägare samtycker till exempelvis överträdelser av reglerna om beslutförhet eller formregler om vinstutdelning i ABL, med hänvisning till att ett agerande enligt takeover-reglerna i aktieägarnas intresse förutsätter detta. Detta är exempelvis fallet då en ojävig minoritet av bolagsstyrelsen beslutar att belasta bolaget med kostnaden för ett värderingsutlåtande i aktieägarnas intresse.²⁸¹ Så som ovan konstaterats är målbolagsstyrelsens lojalitetsplikt knuten till bolagets

²⁷⁶ Dotevall (2008) s. 65.

²⁷⁷ Prop. 1997/98:99 s. 186.

²⁷⁸ Prop. 1997/98:99 s. 186.

²⁷⁹ Stattin (2009) s. 393.

²⁸⁰ Stattin (2009) s. 393, Prop. 1997/98:99 s. 186.

²⁸¹ Se avsnitt 4.3.1 ovan.

intresse, vilket i sin tur är detsamma som samtliga aktieägares intresse.²⁸² Eftersom takeover-reglerna i nuläget inte reglerar break fees och andra deal protections, bortsett från i kommentaren till II.17, torde målbolagsstyrelsen inte kunna hänvisa till någon specifik bestämmelse i takeover-reglerna vid en överträdelse av ABL. Stattin har framfört att en överträdelse av en preciserad handlingsnorm i aktiebolagsrätten innebär en presumtionsliknande bevislättning i culpabedömningen.²⁸³ Därmed kan exempelvis en överträdelse av ABL:s formregler för värdeöverföringar få betydelse vid bedömningen av om målbolagsstyrelsens ledamöter agerat culpöst.²⁸⁴ Även en överträdelse av takeover-reglerna torde under vissa förutsättningar kunna användas för att visa att målbolagsstyrelsens ingående av ett avtal om break fee varit culpöst. Stattin nämner särskilt att en break fee som utlöses av aktieägarnas beslut att inte anta ett bud är culpöst eftersom detta kränker den grundläggande principen att aktieägarna själva har rätt att ta ställning till ett erbjudande.²⁸⁵

Det finns ingen uttalad business judgment rule, motsvarande den amerikanska, i svensk rätt.²⁸⁶ Dock framkommer i de svenska förarbetena att skadestandsreglerna inte tar sikte på ”omsorgsfullt övervägda affärsbeslut” som visar sig vara förlustbringande. Skadestandsreglerna ska således inte motverka affärsmässigt risktagande²⁸⁷, vilket kanske många gånger är fallet då målbolagsstyrelsen beslutar om avtal om break fee och andra deal protections. Det är säkerligen så att det i många situationer finns flera beslutsmöjligheter som är förenliga med målbolagsstyrelsens lojalitetsplikt. I slutändan är det oundvikligt att målbolagsstyrelsens beslut till viss del grundas på en subjektiv bedömning. Så som Bergström och Samuelsson påpekar ligger ”[b]etoningen av ledningens skyldighet att handla lojalt ... på dess subjektiva intentioner och värderingar av vad som ur ekonomisk synvinkel är bäst för bolaget”. Problemet med att hävda en överträdelse av lojalitetsplikten beror delvis på svårigheten att i efterhand kontrollera sambandet mellan mål och medel.²⁸⁸ Stattin förordar att målbolagsstyrelsens ledamöter enligt svensk rätt, i likhet med styrelsen i det amerikanska rättsfallet *Smith v. Van Gorkom*²⁸⁹, ska anses ha ett metodansvar att vidta ”tillräckliga utredningsåtgärder” innan ett avtal om deal protection ingås, och att de inte kan göras ansvariga för fel i sak. Bedömningen av styrelsens metod ska enligt Stattin prövas utifrån situationen då avtalet ingicks.²⁹⁰

²⁸² Se avsnitt 4.3.2 ovan.

²⁸³ Stattin (2009) s. 392.

²⁸⁴ Stattin (2009) s. 267.

²⁸⁵ Stattin (2009) s. 266.

²⁸⁶ Svernlöv (2007) s. 135.

²⁸⁷ Prop. 1997/98:99 s. 186.

²⁸⁸ Bergström och Samuelsson (2009) s. 98f.

²⁸⁹ Rättsfallet behandlas i avsnitt 5.3.1 i samband med redogörelse för *the business judgment rule* i amerikansk rätt.

²⁹⁰ Stattin (2009) s. 243, 258, 263.

6.3 Förutsättningar för ansvar gentemot aktieägare och borgenärer

Munck sätter i den tidigare omtalade granskningsrapporten inte upp några principiella hinder för en tillämpning av ABL:s skadestandsregler då en aktieägare skadats direkt till följd av målbolagsstyrelsens handlande vid ett offentligt uppköpserbjudande, men påpekar att det krävs en överträdelse av ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen,²⁹¹ vilket även framgår av 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL. Ansvar gentemot tredje man är dessutom begränsat till överträdelser av regler med syfte att skydda tredje mans intressen, vilket medför ytterligare inskränkningar av tillämpningsområdet.²⁹² I doktrinen har överträdelser av ABL:s minoritetsskyddsbestämmelser framförts som exempel på då skadestånd skulle kunna aktualiseras.²⁹³

I litteraturen har frågan lyfts huruvida det är möjligt för aktieägarna att få ersättning vid en överträdelse av andra regler, exempelvis förbudet mot försvarsåtgärder i 29 kap. 1 § 1 st. LUA.²⁹⁴ Om det är möjligt att grunda ansvar på en överträdelse av LUA, kanske takeover-reglerna kan användas som måttstock vid culpabedömningen? Det är dock oklart vad som gäller i denna fråga.

Ett påstående om att målbolagsstyrelsen brustit i sin lojalitetsplikt kan inte läggas till grund för ansvar gentemot aktieägarna, eftersom lojalitetsplikten är knuten till bolaget.²⁹⁵ Det finns inte tillräckligt stöd för att hävda att målbolagsstyrelsen har en lojalitetsplikt direkt gentemot aktieägarna, även om en sådan diskuterats bl.a. i Muncks granskningsrapport. Skulle det föreligga en lojalitetsplikt direkt gentemot aktieägarna krävs ändå, så som jag uppfattar Munck, en överträdelse av en allmänt accepterad norm för att ansvar ska kunna komma ifråga.²⁹⁶ Det finns så som redan konstaterats inga sådana normer avseende styrelsens agerande vid en budgivares begäran om avtal om break fee och andra deal protections i svensk rätt. Dock finns grundläggande principer i takeover-reglerna som kanske skulle kunna anses utgöra allmänt accepterade normer i denna bemärkelse. Eftersom en lojalitetsplikt gentemot aktieägarna inte tycks finnas i svensk rätt kommer jag inte att diskutera denna fråga ytterligare.

Ett avtal om break fee som utlöses skadar bolaget direkt och därmed också indirekt aktieägare och borgenärer. Det är omdiskuterat huruvida aktieägare och borgenärer har möjlighet att få ersättning för indirekta skador, d.v.s.

²⁹¹ Munck (2001) "Vissa frågor om informationsgivning mm i anslutning till offentligt erbjudande" (opublicerat material).

²⁹² Dotevall (2008) s. 209.

²⁹³ Svernlöv (2007) s. 155.

²⁹⁴ Stattin (2009) s. 394f.

²⁹⁵ Dotevall (2008) s. 211.

²⁹⁶ Munck (2001) "Vissa frågor om informationsgivning mm i anslutning till offentligt erbjudande" (opublicerat material).

skador som drabbar bolaget och därmed också aktieägare och borgenärer. Klart är att borgenärer kan få ersättning för sådan indirekt skada, dock under förutsättning *”att bolaget blev insolvent genom den skadegörande handlingen eller att denna har förvärrat en redan bestående insolvens hos bolaget”*²⁹⁷, vilket torde begränsa borgenärers eventuella skadeståndsanspråk kraftigt.

Huruvida aktieägare har rätt till ersättning för indirekt skada, i detta sammanhang exempelvis ett kursfall till följd av betalningen av en break fee, är desto mer tveksamt.²⁹⁸ I litteraturen tycks uppfattningen vara att möjligheterna är starkt begränsade.²⁹⁹ Begränsningen har bland annat motiverats av att aktieägarna, till skillnad från borgenärerna, har möjlighet att påverka bolagets förvaltning och verksamhet genom rätten att delta i bolagsstämman samt att aktieägarna har möjlighet att föra talan för bolagets räkning och därmed kompenseras. En allmän rätt till skadestånd för aktieägars indirekta skada skulle strida mot *”aktiebolagslagens system och syfte”* eftersom en skada för bolaget alltid torde innebära en skada för aktieägarna.³⁰⁰ I praktiken kan också komplikationer uppstå om aktieägarna tillåts konkurrera med bolaget om skadeståndskrav.³⁰¹ Dock kan det tänkas att aktieägarna kan få ersättning för indirekt skada till följd av en överträdelse av likhetsprincipen eller generalklausulen.³⁰² Generalklausulen i 8 kap. 41 § 1 st. anger att styrelsen inte får företa en rättshandling eller vidta åtgärder ägnade att ge otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. I rättsfallet NJA 2000 s. 404 hade styrelsen beslutat att flytta över all verksamhet i ett bolag till ett annat bolag som ägdes av majoritetsaktieägaren. Styrelsen beslutade att lägga ner verksamheten i bolaget vilket stred mot föremålet för bolagets verksamhet och därmed mot bolagsordningen. Beslutet gav dessutom majoritetsaktieägaren otillbörlig fördel på bekostad av minoritetsaktieägaren, vilket styrelseledamöterna måste ha insett. HD tilldömde minoritetsaktieägaren skadestånd från styrelsen till följd av detta. Har ingen överträdelse skett av likhetsprincipen eller generalklausulen är dock möjligheterna för en aktieägare att få skadestånd för indirekt skada begränsade.

De kringskurna möjligheterna för aktieägare och borgenär att få ersättning för indirekt skada kan även ses mot bakgrund av att ett beslut om ansvarsfrihet på bolagsstämman endast gäller ansvaret gentemot bolaget, vilket betyder att de speciella preskriptionsreglerna i 29 kap. ABL inte gäller för ansvar gentemot aktieägare och annan. Detta betyder att preskriptions-

²⁹⁷ Se prop. 1997/98:99 s. 188 som hänvisar till NJA 1979 s. 157. I propositionen uttalas också: *”Att en åtgärd försämrar bolagets ekonomiska ställning medför däremot inte någon rätt till ersättning för borgenärerna, om bolaget efter åtgärdens vidtagande fortfarande bedöms kunna betala sina skulder allt efter som de förfaller till betalning.”*

²⁹⁸ Prop. 1997/98:99 s. 188.

²⁹⁹ Stattin (2009) s. 395, Dotevall (2008) s. 218f., Svernlöv (2007) s. 158.

³⁰⁰ Prop. 1997/98:99 s. 188.

³⁰¹ Svernlöv (2007) s. 155.

³⁰² Prop. 1997/98:99 s. 188.

tiden i sådana fall enligt 2 § Preskriptionslagen (1981:130) (PreskL) är tio år.³⁰³

Lindskog har, i samband med en diskussion om målbolagsstyrelsens ställningstagande med anledning av ett bud, framfört uppfattningen att styrelsen i vissa hänseenden inte ska betraktas som ett bolagsorgan i en budsituation utan snarare som en kollektiv gestor eller uppdragstagare utan uppdrag för aktieägarna, vilket medför att bestämmelserna i ABL inte kan läggas till grund för ansvar. Enligt Lindskog borde styrelsen istället, i enlighet med allmänna skadeståndsrättsliga principer, ha ett oaktsamhetsansvar så som i ett avtalsförhållande.³⁰⁴ Problemet med detta resonemang, vilket Lindskog också uppmärksammar, är att det är omdiskuterat och oklart huruvida utomobligatoriskt ansvar för ren förmögenhetsskada föreligger enligt svensk rätt.³⁰⁵ Även Stattin har diskuterat styrelsens ansvar för ”culpösa rekommendationer” och anser inte heller att en skada som tillfogats en aktieägare i samband med styrelsens ställningstagande till ett erbjudande kan falla in under ABL:s tillämpningsområde utom i speciella undantagsfall. Stattins motivering bygger istället på att det inte tycks möjligt för en aktieägare att ha framgång med en sådan skadeståndstalan enligt ABL.³⁰⁶ Även jag har, i detta avsnitt, uppmärksammat svårigheterna för aktieägarna att med framgång ställa målbolagsstyrelsens ledamöter till ansvar enligt ABL. I situationer då bolaget tyngts med kostnaden för en break fee, och aktieägarna indirekt skadats av detta, är det dock möjligt för minst en tiondel av bolagets aktieägare att vägra målbolagsstyrelsen ansvarsfrihet och väcka talan för bolagets räkning och således indirekt kompenseras för uppstådd skada.³⁰⁷

³⁰³ Svernlöv (2007) s. 150, 163.

³⁰⁴ Lindskog (2008) s. 68, 71.

³⁰⁵ Lindskog (2008) s. 68f., af Sandeberg (2001) s. 106.

³⁰⁶ Stattin (2009) s. 339f.

³⁰⁷ 29 kap. 7 § ABL.

7 Avslutning

Enligt takeover-reglerna är målbolagsstyrelsens huvuduppgift vid ett offentligt uppköpserbjudande att agera i aktieägarnas intresse. Målbolagsstyrelsen går i praktiken in och förhandlar direkt med budgivaren eftersom den spridda kretsen av aktieägare inte själva har möjlighet eller kanske för den delen viljan, att göra detta. Styrelsen ska också ta ställning till en begäran om due diligence från budgivaren samt vägleda aktieägarna genom att utvärdera erbjudandet och delge aktieägarna sin uppfattning. Takeover-reglerna öppnar också upp möjligheten för styrelsen att ingå avtal med budgivaren i aktieägarnas intresse för målbolagets räkning.

Det är enligt min uppfattning tydligt att ABL inte har anpassats till takeover-reglerna. Både ABL:s formregler för beslutsfattande och den aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikten riskerar att kollidera med takeover-reglernas bestämmelser. Följden av en kollision kan bli att en rättshandling blir formellt ogiltig enligt 8 kap. 42 § ABL. Om skada uppstår kan det inte uteslutas att målbolagsstyrelsens ledamöter kan ställas till ansvar för sina handlingar. I doktrinen har försök gjorts att överkomma klyftan mellan de båda regelverken. Olika motiveringar till varför ABL:s regler inte ska tillämpas har framförts men utan aktiebolagsrättslig lagstiftning, förarbeten eller praxis som bekräftar detta är det svårt att hävda att rättsläget är klart.

Vad gäller den aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikten som förpliktigar styrelsen att handla i bolagets intresse så tyder dock mycket på att begreppet bolagets intresse får skrivas om till samtliga aktieägares intresse av vinst vid ett offentligt uppköpserbjudande. Det hade dock, enligt min mening, varit önskvärt att detta befästes i lag eller praxis. Här kan den finska regleringen tjäna som förebild. Det ska emellertid poängteras att styrelsen måste ta till vara borgenärernas intressen då ABL:s tvingande kapitalskyddsregler är tillämpliga. Sådana situationer torde dock inte vara särskilt vanliga i svensk rätt och möjligheterna för bolagets borgenärer att kräva skadestånd är mycket begränsade. Fokus torde därför i de flesta fall ligga på aktieägarna och deras intressen.

Jag har svårt att se att en överträdelse av regler om jäv och beslutsförhet skulle vara motiverad eller särskilt vanlig då en budgivare begär ett avtal om break fee. Har målbolagsstyrelsens ledamöter ett eget intresse av att affären fullföljs är det naturligtvis mer tveksamt om målbolagsstyrelsen fattat beslutet att avtala om en break fee i aktieägarnas intresse. Till detta kommer att kommentaren till II.17 takeover-reglerna hänvisar särskilt till att ett avtal om break fee ska vara förenligt med gällande rätt, vilket ett avtal inte är om det beslutats om av en jävig icke beslutför styrelse. Situationen tycks vara en annan avseende reglerna om vinstutdelning i ABL som formellt synes vara tillämpliga och därför medför att ett beslut om avtal om break fee alltid ska fattas av bolagsstämman. En sådan ordning är inte förenlig med skrivningen i kommentaren till II.17 som trots allt öppnar upp för att

målbolagsstyrelsen ska kunna ingå avtal om break fee i samtliga aktieägares intresse.

Att motivera en överträdelse av ABL med att en regel är uppställd i aktieägarnas intresse och kan bortses från om samtliga aktieägare samtycker, synes problematiskt i en aktiemarknadsrättslig kontext eftersom samtycket många gånger kanske är hypotetiskt och inte uttryckligt. Det är som jag tidigare konstaterat inte alltid praktiskt möjligt att inhämta detta samtycke eller få till stånd en uttrycklig delegering. Då en överträdelse av ABL leder till vinst för aktieägarna kommer dessa inte att ställa målbolagsstyrelsen till svars för en överträdelse av en formregel i ABL. En sådan förseelse kan dock komma att uppmärksammas och läggas styrelsens ledamöter till last i en culpabedömning, om skada uppstår och aktieägarna beslutar sig för att utkräva ansvar från ledamöterna. Ur denna synpunkt är det oklart om det är potentiell risk för målbolagsstyrelsen. Dock ska framhållas att det generellt är svårt för en aktieägare att få ersättning både för indirekt och direkt skada. Aktieägarna kan tänkas vilja kräva skadestånd för bolagets räkning om en break fee utlöses och denna kostad inte bärs av en konkurrerande budgivare. Mot bakgrund av detta framstår det som säkrast att utforma avtalets utlösande faktorer utefter denna situation och endast låta ersättning betalas ut då ett konkurrerande högre bud accepteras av aktieägarna. Då en break fee inte utlösts och uppenbart minskat bolagets förmögenhet, uppkommer frågan om ett avtal om break fee kan anses ha skadat aktieägarna genom att det stannat upp budgivningen, med resultatet att aktieägarna i praktiken tvingats acceptera ett lägre bud och på så vis gjort en mindre vinst än de annars hade kunnat göra. Det finns, såvitt jag kunnat utröna, ingen praxis på detta i svensk rätt, varför det är svårt att sätta om i vilka situationer en sådan skada skulle kunna konstateras. Om det endast är aktieägarna som skadats går det inte att kräva skadestånd för bolagets räkning, vilket sätter aktieägarna i en svår position eftersom möjligheterna för aktieägarna att få skadestånd för direkt skada är mycket begränsade enligt ABL. Det är även oklart om det är möjligt för aktieägarna att få skadestånd enligt SkL eftersom skadestånd för en ren förmögenhetsskada enligt denna lag generellt kräver att den orsakats genom brott.

Jag vill också understryka att även om det inte finns någon tydlig business judgment rule, likt den amerikanska i svensk rätt, så betonar förarbetena att affärsmässigt risktagande inte ska kunna leda till skadeståndsansvar för styrelsens ledamöter. En bedömning av huruvida en break fee ligger i aktieägarnas intresse eller inte torde, särskilt med nuvarande relativt oprecisa takeover-regler, göras i linje med denna princip. I litteraturen har det hävdats att målbolagsstyrelsen åtminstone har ett metodansvar vid ingående av avtal om break fee och andra deal protections. Mot bakgrund av svårigheten för målbolagsstyrelsen att avgöra huruvida en break fee ligger i aktieägarnas intresse samt svårigheten för en domstol att i efterhand kontrollera sambandet mellan mål och medel, är detta kanske att föredra. Visserligen är det klart att målbolagsstyrelsen måste se till att inte vidta åtgärder som kan utgöra förbjudna försvarsåtgärder enligt LUA men ingen specifik reglering som särskilt riktar in sig på break fees, likt den brittiska,

finns i svensk rätt. Inte heller finns någon vägledande praxis som i amerikansk rätt. Det har hävdats att Rule 21.2 i Takeover Code, som i praktiken medfört att avtal om break fee på en procent av deal value är standard på den brittiska marknaden, kan tjäna som förebild också i svensk rätt. Problemet med den oprecisa svenska kommentaren som hänvisar målbolagsstyrelsen till aktieägarnas intresse kan också ses mot bakgrund av skrivningen i Rule 21.2, som ålägger målbolagsstyrelsens ledamöter att bekräfta för Takeover Panel att de anser en break fee ligga i aktieägarnas intresse. Regeln har uppenbarligen inte hindrat utbredningen av avtal om break fee på den brittiska marknaden. Alternativet till en oprecis bestämmelse är kanske, så som gjorts i litteraturen, framföra olika typer av parametrar som målbolagsstyrelsen ska se till i sin bedömning. Sådana parametrar kan exempelvis vara storleken på en break fee, huruvida avtalet ingås tidigt eller sent i budprocessen, huruvida en break fee är ömsesidig, vilka utlösande faktorer som angetts i avtalet etc. Även den finska lösningen att uppmana till restriktivitet skulle kunna vara ett alternativ för svensk del. Det uppkommer säkerligen frågor från målbolagsstyrelsen även avseende en sådan reglering, i detta läge finns dock AMN som kan uttala sig om en regels tillämpning i det enskilda fallet. Som tidigare nämnts har takeover-reglerna utformats allmänt och ska tolkas mot bakgrund av takeover-direktivets allmänna principer.

I pressmeddelandet, som tillkännagav den kommande översynen av de svenska bestämmelserna, nämns särskilt att de svenska takeover-reglerna har sin förebild i Takeover Code och att ändringar i detta regelverk nalkas. Det återstår att se om detta kommer att föranleda något motsvarande förbud mot break fees för svensk del. Eftersom Takeover Code varit förebild för både takeover-reglerna och takeover-direktivet är det nog troligt att även denna ändring på något vis får genomslag i Sverige och andra länder. Mot detta kan anföras att det inte förekommer några standardpaket med högsta tillåtna break fee på den svenska marknaden och att ett generellt förbud mot bakgrund av detta, åtminstone enligt min mening, tycks något omotiverat om inte målet med den svenska regleringen är att efterlikna den brittiska.

Det finns så som framkommit i uppsatsen många olika motiv till ingåendet av ett avtal om break fee. Det går inte att fastslå att break fees generellt ligger i aktieägarnas intresse av att maximera aktiernas försäljningsvärde, vilket så som jag uppfattar det, hänger samman med att det inte går att generellt fastställa att break fees främjar eller avstannar budgivning. Bedömningen måste göras i varje enskild situation. Resulterar bedömningen i en enskild situation i skada för aktieägarna är det dock ändå svårt att visa på att målbolagsstyrelsens ledamöter brustit i sin lojalitetsplikt, eftersom det i efterhand är svårt att kontrollera sambandet mellan mål och medel. Mot bakgrund av oklarheterna som gäller och kommande ändringar av de brittiska och kanske även de svenska reglerna bör målbolagsstyrelsen, för att försäkra sig om att ett ingående av avtal om break fee är förenligt med god sed på aktiemarknaden, rådfråga AMN innan avtalet ingås. AMN tolkar takeover-reglerna och kan även uttala sig om huruvida en åtgärd innebär en förbjuden försvarsåtgärd enligt LUA. Med tanke på AMN:s vida kompetens

torde nämnden vidare även kunna bedöma huruvida en överträdelse av ABL strider mot god sed på aktiemarknaden. Att målbolagsstyrelsens ledamöter visar att de fattat ett informerat beslut och övervägt avtalet genom att tillfråga AMN bör också minska risken för att ansvar utdöms enligt ABL:s skadeståndsregler om det skulle visa sig att skada trots allt uppkommer till följd av avtalets ingående.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

EU

COM (2002) 534 final - Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids, Commission of the European Communities

Finland

RP 109/2005 rd - Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag

Sverige

Prop. 1973/93 - Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Prop. 1993/94:196 - Ändringar i aktiebolagslagen (1975:1385) m.m.

Prop. 1997/98:99 - Aktiebolagets organisation

Prop. 2004/05:85 - Ny aktiebolagslag

Prop. 2005/06:140 - Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Prop. 2007/08:15 - Gränsöverskridande fusioner, m.m.

Litteratur

Afsharipour, Afra "Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees" i *Vanderbilt Law Review* Vol. 63, 2010, s.1161-1239 [Citeras Afsharipour (2010)]

Andersson, Sten, Johansson, Svante och Skog, Rolf "Aktiebolagslagen En kommentar Del I" Nordstedts Juridik, 5 suppl., 2010 [Citeras Andersson m.fl. (2010)]

Bergström, Clas och Samuelsson, Per "Aktiebolagets grundproblem", Nordstedts Juridik, 3 uppl., 2009 [Citeras Bergström och Samuelsson (2009)]

Breslin, Brigid och Charnley, William "Break fees: financial assistance and directors' duties" i *The Company Lawyer* Vol. 21, No 9, 2000, s.269-276 [Citeras Breslin och Charnley (2000)]

Bronelius, Sandra och Stattin, Daniel "Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – kommentar och referenser" Thomson Reuters, 2010 [Citeras Bronelius och Stattin (2010)]

Cahn, Andreas och Donald David C. "Comparative Company Law - Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA" Cambridge University Press, 2010 [Citeras Cahn och Donald (2010)]

Coates, John C. IV och Subramanian, Guhan "A Buy-Side Model of M&A Lockups: Theory and Evidence" i *Stanford Law Review* Vol. 53, No 2, 2000, s. 307-396 [Citeras Coates och Subramanian (2000)]

Clarke, Blanaid "Reviewing takeover regulation in the wake of the Cadbury acquisition - regulation in a twirl" i *Journal of Business Law* No 3, 2011, s. 298-308 [Citeras Clarke (2011)]

Dotevall, Rolf "Bolagsledningens skadeståndsansvar" Nordstedts Juridik, 2 uppl., 2008 [Citeras Dotevall (2008)]

Hannigan, Brenda "Company Law" Oxford University Press, 2 uppl., 2009 [Citeras Hannigan (2009)]

Leebron, David W "Claims for Harmonization: A Theoretical Framework" I *Canadian Business Law Journal* Vol 27, 1996, s. 63-107 [Citeras Leebron (1996)]

Lindskog, Stefan "I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt" i af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2008. [Citeras Lindskog (2008)]

Morrel, Joseph L. "Go Shops: A Ticket to Ride Past a Target Board's Revlon Duties?" i *Texas Law Review* Vol 86, 2008, s. 1123-1157 [Citeras Morrel (2008)]

Nyström, Göran och Sjöman, Erik "Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?" i Svernlöv, Carl (red) *Tidskrift från Stockholm Centre for Commercial Law*, Nr 10, 2009, s.11-26 [Citeras Nyström och Sjöman (2009)]

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik och Skog, Rolf "Takeover-reglerna - En kommentar" Nordstedts Juridik, 2010 [Citeras Nyström m.fl. (2010)]

af Sandeberg, Catarina "Aktiebolagsrätten" Studentlitteratur, 2 uppl., 2007 [Citeras af Sandeberg (2007)]

af Sandeberg, Catarina "Prospektansvaret - Caverat emptor eller caveat venditor?" Iustus Förlag, 2001. [Citeras af Sandeberg (2001)]

Sandström, Torsten "Svensk aktiebolagsrätt" Nordstedts Juridik, 3 uppl., 2010. [Citeras Sandström (2010)]

Sevenius, Robert "Bolagsstyrning" Studentlitteratur, 2007 [Citeras Sevenius (2007)]

Sevenius, Robert "Praktisk bolagsstyrning – roller, uppgifter och ansvar" Bonnier utbildning, 2010 [Citeras Sevenius (2010)]

Sevenius, Robert "Publika företagsförvärv – om reglerna för hajar och pirater i börsens förvatten" i af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2008 [Citeras Sevenius (2008)]

Sjåfjell, Beate "Towards a Sustainable European Company Law – A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with the Takeover Directive as a Test Case" Wolters Kluwer Law & Business, 2009. [Citeras Sjåfjell (2009)]

Skog, Rolf "Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden – bolag på reglerade marknader" i *Nordisk tidsskrift för selskabsret*, nr 3, 2009, s.122-130 [Citeras Skog (2009)]

Stattin, Daniel "Takeover – offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt", Thomson Reuters Professional, 2 uppl., 2009 [Citeras Stattin (2009)]

Tarbert, Heath Price "Merger Breakup Fees: A Critical Challenge to Anglo-American Corporate Law" i *Law and Policy in International Business* Vol. 34, 2003 s. 627-712. [Citeras Tarbert (2003)]

Taxell, Lars Erik "Aktiebolagets organisation" Stiftelsen för Åbo akademi forskningsinstitut, 1983 [Citeras Taxell (1983)]

Tucker Darren S. & Yingling Kevin L. "Keeping the Engagement Ring: Appointing Antitrust Risk with Reverse Breakup Fees" i *Antitrust Magazine*, Vol 22, No 3, 2008 s. 70-76 [Citeras: Tucker och Yingling (2008)]

Elektroniska databaser

Coates, IV, John C. "M&A Break Fees: US Litigation vs. UK Regulation" Revised draft, December 29, 2009. Harvard Public Law Working Paper No.

09-57: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1475354 [Citeras Coates (2009) SSRN]

Nerep och Samuelsson, kommentar till ABL 8 kap. 21 §, databasen Karnov: http://juridik.thomsonreuters.se.ludwig.lub.lu.se/app/document?stid=se-doclink&doclink=SFS2005-0551_K8&crumb-action=append&crumb-label=SFS+2005%3A551+Aktiebolagslag+%282005%3A551%29+ABL&crumb-uri=%2Fapp%2Fdocument%3Fdocguid%3Di7E62EB9711EA2857E040DF0A17655DDD#N118D8 [Citeras Nerep och Samuelsson ABL 8 kap. 21 §, databasen Karnov]

Nerep och Samuelsson, kommentar till ABL 8 kap. 23 §, databasen Karnov: http://juridik.thomsonreuters.se.ludwig.lub.lu.se/app/document?stid=se-doclink&doclink=SFS2005-0551_K8&crumb-action=append&crumb-label=SFS+2005%3A551+Aktiebolagslag+%282005%3A551%29+ABL&crumb-uri=%2Fapp%2Fdocument%3Fdocguid%3Di7E62EB9711EA2857E040DF0A17655DDD [Citeras Nerep och Samuelsson ABL 8 kap. 23 §, databasen Karnov]

Nerep och Samuelsson, kommentar till ABL 8 kap. 42 §, databasen Karnov: http://juridik.thomsonreuters.se.ludwig.lub.lu.se/app/document?stid=se-doclink&doclink=SFS2005-0551_K8&crumb-action=append&crumb-label=SFS+2005%3A551+Aktiebolagslag+%282005%3A551%29+ABL&crumb-uri=%2Fapp%2Fdocument%3Fdocguid%3Di7E62EB9711EA2857E040DF0A17655DDD [Citeras Nerep och Samuelsson ABL 8 kap. 42 §, databasen Karnov]

Nerep och Samuelsson, kommentar till ABL 17 kap. 1 §, databasen Karnov: http://juridik.thomsonreuters.se.ludwig.lub.lu.se/app/document?stid=se-doclink&doclink=SFS2005-0551_K17&crumb-action=append&crumb-label=SFS+2005%3A551+Aktiebolagslag+%282005%3A551%29+ABL&crumb-uri=%2Fapp%2Fdocument%3Fdocguid%3Di7E62EB9711EA2857E040DF0A17655DDD#N116FB [Citeras Nerep och Samuelsson ABL 17 kap. 1 §, databasen Karnov]

Nerep och Samuelsson, kommentar till ABL 21 kap. 5 §, databasen Karnov: http://juridik.thomsonreuters.se.ludwig.lub.lu.se/app/document?stid=se-doclink&doclink=SFS2005-0551_K21&crumb-action=append&crumb-label=SFS+2005%3A551+Aktiebolagslag+%282005%3A551%29+ABL&crumb-uri=%2Fapp%2Fdocument%3Fdocguid%3Di7E62EB9711EA2857E040DF0A17655DDD#N12216 [Citeras Nerep och Samuelsson ABL 21 kap. 5 §, databasen Karnov]

Aktiemarknadsrättslig självreglering

Finland

Helsinki Takeover Code, Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv:

http://www.yrityskauppala-autakunta.fi/yritys_swe/Rekommendationer
[Citeras Helsinki Takeover Code]

Storbritannien

PCP 2010/2, Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids, 1 juni 2010: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201002.pdf> [Citeras PCP 2010/2]

PCP 2011/1, Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids, Proposed Amendments to the Takeover Code, 21 mars 2011: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201101.pdf> [Citeras PCP 2011/1]

Practice Statement No. 23, The Takeover Panel, 10 juli 2008: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/ps23.pdf>
[Citeras Practice Statement No. 23]

The Takeover Code, The Panel on Takeovers and Mergers: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>
[Citeras Takeover Code]

Sverige

Svensk kod för bolagsstyrning, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 1 februari 2010:

http://www.bolagsstyrning.se/media/43746/svenskkodbolagsstyrn_2010_korrigerad20110321.pdf [Citeras Svensk kod för bolagsstyrning]

Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm, 1 oktober 2009:

http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/64/64494_take_over_regler_20091001_2.pdf [Citeras Takeover-reglerna]

Avgöranden från Aktiemarknadsnämnden

AMN 2006:31

AMN 2002:2

AMN 2010:21

Övriga elektroniska källor

AMN:s webbplats, Om Aktiemarknadsnämnden:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden> 25

Senast besökt 10 mars 2011.

AMN:s webbplats, Utdrag ur Föreningen för god sed på värdepappersmarknadens stadgar:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/stadgar> 44

Senast besökt 17 juni 2011.

Finansinspektionens webbplats, Börser och aktiehandel:

<http://www.fi.se/Konsument/Fragor-och-svar/Borser-och-aktiehandel/#N2>

Senast besökt 20 mars 2011.

Finansinspektionens webbplats, Burgundy får tillstånd att driva börs:

<http://www.fi.se/Tillstand/Beslut/Listan/Burgundy-far-tillstand-att-driva-bors> Senast besökt 20 mars 2011.

Gernandt & Danielsson Nyhetsbrev maj 2011, Gernandt & Danielsson Advokatbyrå KB:

<http://www.gda.se/Global/bandy2008/festen/Maj%202011.PDF?epslanguag e=sv> [Citeras Gernandt & Danielsson Nyhetsbrev maj 2011]

NBK:s webbplats:

<http://www.naringslivetsborskommitte.se/> Senast besökt 20 mars 2011.

Pressinformation, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, publicerad 26 maj 2011:

<http://www.bolagsstyrning.se/media/52749/pressmeddelande%20takeover% C3%B6versyn%20slutlig%202011-05-26.pdf>

Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, 1 juli 2011:

http://nasdaqomx.com/digitalAssets/74/74814_nasdaq_omx_stockholms_re gelverk_for_emittenter_2011_07_01.pdf

Rothstein Sylvesten, Helene, Vi behöver tydligare takeover-regler, 29 september 2009:

http://www.realtid.se/ArticlePages/200909/29/20090929141011_Realtid013 /20090929141011_Realtid013.dbp.asp Senast besökt 2 maj 2011.

The International Comparative Legal Guide To Mergers & Acquisitions 2011 A practical cross-border insight into mergers & acquisitions, Global Legal Group: <http://www.iclg.co.uk/khadmin/Publications/pdf/4306.pdf> [Citeras The International Comparative Legal Guide To Mergers & Acquisitions 2011]

Östlund, Annelie, Så spelade Munters till sig en halv miljard, 1 oktober 2010:

http://www.e24.se/business/ovrig-industri/sa-spelade-munters-till-sig-en-halv-miljard_2337679.e24 Senast besökt 29 juni 2011.

Opublicerat material

Munck, Johan ”*Vissa frågor om informationsgivning mm i anslutning till offentligt erbjudande*”(2001-05-27). Granskningsrapporten utfördes på uppdrag av Perstorp AB. Det är även Perstorp AB som har låtit mig ta del av rapporten och gett mig tillstånd att använda den i min uppsats. [Citeras Munck (2001) ”*Vissa frågor om informationsgivning mm i anslutning till offentligt erbjudande*”(opublicerat material)]

Rättsfallsförteckning

Sverige

NJA 2000 s. 404

RÅ 2009 ref. 48

USA

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

Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994)

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

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