



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Joel Magnusson

En styrelses agerande under ett
uppköpserbudande
En studie av uppköpserbudandet i Haldex

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 VT2018

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Introduktion	7
1.2 Redogörelse för händelseförloppet	7
1.3 Syfte och frågeställningar	10
1.4 Avgränsningar	11
1.5 Metod och material	12
1.6 Forskningsläge	15
1.7 Disposition	16
2 DEN AKTIEMARKNADSRÄTTSLIGA DELEN	17
2.1 Introduktion till den aktiemarknadsrättsliga delen	17
2.2 Förbudet mot otillåtna försvarsåtgärder	17
2.2.1 Förarbeten angående otillåtna försvarsåtgärder	17
2.2.2 AMN-praxis angående otillåtna försvarsåtgärder	18
2.2.3 Doktrin angående otillåtna försvarsåtgärder	19
2.3 Analys om styrelsens agerande utgör en otillåten försvarsåtgärd	21
2.4 Introduktion till TO-reglerna	24
2.5 TO-reglernas principer	24
2.6 Målbolagsstyrelsens roll	24
2.7 God sed på aktiemarknaden	26
2.8 Bolagets intresse ur ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv	27
2.9 Analys av styrelsens ageranden i förhållande till TO-reglerna	29
3 DEN FÖRSTA AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA DELEN	33

3.1	Introduktion till den aktiebolagsrättsliga delen	33
3.2	Förbudet att genomföra uppenbart bolagsskadliga åtgärder	33
3.3	Mer om bolagets intresse	36
3.4	Analys angående förbudet att genomföra uppenbart bolagsskadliga åtgärder	39
3.4.1	Återfinns rättsprincipen i gällande rätt?	39
3.4.2	Hur ska bolagets intresse förstås?	40
3.5	Är Instruktionen uppenbart i strid med bolagets intresse?	43
4	DEN ANDRA AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA DELEN	45
4.1	Introduktion	45
4.2	Generalklausulen och likhetsprincipen	45
4.2.1	Praxis och doktrin om förhållandet mellan generalklausulen och likhetsprincipen	46
4.2.2	Analys om förhållandet mellan generalklausulen och likhetsprincipen	50
4.3	Aktiebolagslagens vinstsyfte	52
4.3.1	Vinstsyftet i förarbeten	53
4.3.2	Vinstsyftet i doktrin	53
4.3.3	Analys om vinstsyftets betydelse	56
4.4	Analys om Instruktionens förhållande till vinstsyftet och likhetsprincipen	58
4.5	Generalklausulens innebörd	59
4.5.1	Praxis angående generalklausulen	59
4.5.2	Doktrin angående generalklausulen	60
4.5.3	Om företagsekonomiskt riktiga eller försvarliga åtgärder i bolagets intresse är otillbörliga	61
4.6	Analys av generalklausulens innebörd och dess förhållande till Instruktionen	63
5	AVSLUTANDE REFLEKTIONER	67
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	68
	PRESSMEDDELANDEN	73
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	76

Summary

This essay explores, from a securities law and company law perspective, how the board of Haldex Aktiebolag, Haldex, acted in connection with a public offer. In connection with the public offer, after a certain time, the board of directors decided not to cooperate with the bidder because the company suffered damage due to the public offer. The board's new attitude towards the public offer made the bidder summon a general meeting where an instruction was adopted, by which the board was forced to cooperate with the bidder. However, the board chose not to follow the general meeting's instruction. In light of the above, this essay investigates three of the actions taken by the board in connection with the instruction. The first action is whether the board has acted properly by taking measures that significantly increased the company's cost. The second act is the board's action not to assist the bidder, more than required by law, with applications to the authorized competition authority. The third act is to not cooperate with the bidder which the general meeting's instruction states that the board should do.

Initially, the essay's securities law's section investigates if any of the actions constitutes an unauthorized defensive measure. An unauthorized defensive measure is a measure intended to deteriorate the conditions for the completion of the offer. Only the company's increased costs may constitute an unauthorized defensive measure, the other acts do not constitute an unauthorized defensive measure. Furthermore, it is investigated how the board's action not to comply with the instruction relates to II.17 of the takeover rules, which states that the board should act in the interests of the shareholders. In doctrine, this is interpreted as that the board should maximize the shareholder value. The conclusion is drawn that a maximized shareholder value is the consideration in the public offer and not the quoted stock price. This is due to the fact that everyone can make use of the consideration in the offer document. This means that the board acted correctly in connection with the public offer.

The essay's company law section analyzes whether or not the instruction from the general meeting clearly violates the company's interest, and may therefore not be followed. The company's interest is the shareholders' interest which, in a company whose share are quoted on a stock market, is the common hypothetical interest of the shareholders. This common hypothetical interest is that the company itself shall grow since the stock price does not always reflect the company's value. The instruction issued by the general meeting is clearly contrary to the company's interest as it is damaging to the company.

Thus, the board has, from a company law perspective, acted correctly not to follow the instruction from the general meeting.

Another reason for the board not to follow the instruction from the general meeting is chapter 8 section 41 of the Swedish Companies Act (2005:551). The first paragraph, as well as in chapter 7 paragraph 47, contains the general clause and in the second paragraph there is a rule stipulating that an instruction from a general meeting may not be followed if it violates any rule of the Swedish Companies Act, the articles of association or the applicable rules regarding the annual report. A section of law which the instruction may contradict and which is often mixed up with the general clause is the principle of equality. However, the meaning of the equality principle and whether it concerns the shareholders' or the shares' rights in the company are discussed in doctrine. In the light of an EU directive, it is concluded that the principle of equality does covers the shareholders' rights in the company. The instruction from the general meeting is therefore contrary to the principle of equality, as it merely refers to one shareholder with which the board of directors shall cooperate. Furthermore, the instruction is contrary to the Swedish Companies Act's profit making-purpose. According to doctrine, a discounting calculation shall be made to determine whether the measure is consistent with the profit making-purpose. If the measure cannot be calculated, the deciding factor is instead if the measure is value creating in the long run. The general meeting's instruction is also contrary to the profit making-purpose and may therefore not be followed.

Finally, the meaning of the general clauses and if the general meeting's instruction is contrary to the clauses are analyzed. According to the general clauses, an action may not be implemented if the measure is an undue advantage for a shareholder or someone else, to disadvantage for the company or any other shareholder. The instruction from the general meeting is an undue advantage for the bidder, to the disadvantage of the company. Thus, the board has backing by the general clauses for its decision not to follow the instruction of the general meeting. In conclusion, it is concluded that the board has acted correct to the highest extent. However, it can be questioned if the high cost constitutes an unauthorized defensive measure.

Sammanfattning

Uppsatsen undersöker ur ett aktiemarknadsrättsligt och ett aktiebolagsrättsligt perspektiv hur styrelsen i Haldex Aktiebolag, Haldex, agerade i samband med ett uppköpserbudande. I samband med uppköpserbudandet bestämde sig styrelsen efter viss tid att inte längre samarbeta med budgivaren eftersom bolaget led skada i och med uppköpserbudandet. Det fick budgivaren att kalla till bolagsstämma där en instruktion antogs vilken tvingade styrelsen att samarbeta med budgivaren. Styrelsen valde dock att inte följa instruktionen. Med anledning av instruktionen undersöks tre av styrelsens ageranden. Det första agerandet är om styrelsen agerade korrekt genom att företa åtgärder som ökade bolagets kostnader signifikant. Det andra agerandet är styrelsens agerande att inte bistå budgivaren vid myndighetsansökningar och att inte samarbeta med behöriga konkurrensmyndigheter mer än vad som följer av lag. Det tredje och sista agerandet är att inte i övrigt samarbeta med budgivaren, vilket bolagsstämmans instruktion fastslår att styrelsen ska göra.

Initialt i uppsatsens aktiemarknadsrättsliga del undersöks om något av agerandena utgör en otillåten försvarsåtgärd. En otillåten försvarsåtgärd är en åtgärd ämnad att försämra förutsättningarna för budets genomförande. Enbart bolagets ökning av kostnader utgör eventuellt en otillåten försvarsåtgärd, övriga ageranden utgör inte otillåtna försvarsåtgärder. Vidare undersöks hur styrelsens agerande att inte lyda Instruktionen förhåller sig till II.17 takeover-reglerna vilken fastslår att styrelsen ska agera i aktieägarnas intresse. I doktrin tolkas det som att aktieägarvärdet ska maximeras. Slutsatsen dras att det är vederlaget i erbjudandehandlingen som ska beaktas och inte börskursen eftersom alla kan tillgodogöra sig vederlaget i erbjudandehandlingen. Då budet ändå skulle falla agerade styrelsen således korrekt.

I uppsatsens aktiebolagsrättsliga del analyseras om instruktionen från bolagsstämman uppenbart strider mot bolagets intresse och därför inte får följas. Bolagets intresse är aktieägarnas intresse vilket, i ett aktiemarknadsbolag, är aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse. Det hypotetiska gemensamma intresse är att bolaget ska växa eftersom aktiekursen inte alltid återspeglar bolagets värde. Instruktionen utfärdad av bolagsstämman är uppenbart i strid med bolagets intresse eftersom den skadar bolaget. Således har styrelsen aktiebolagsrättsligt stöd för att inte följa instruktionen.

En annan grund för styrelsen att inte följa instruktionen från bolagsstämman är 8 kap. 41 § Aktiebolagslag (2005:551), ABL. I första stycket, samt i 7 kap. 47 § ABL, återfinns generalklausulerna och i andra stycket återfinns en

lagregel som stipulerar att en instruktion från en bolagsstämma inte får följas om den strider mot ABL, bolagsordningen eller tillämplig lag om årsredovisning. Ett lagrum i ABL som instruktionen kan strida emot och som ofta blandas ihop med generalklausulen är likhetsprincipen. Likhetsprincipens innebörd och om den berör aktiernas eller aktieägarnas ställning i bolaget är dock omdiskuterat i doktrin. Mot bakgrund av ett EU-direktiv dras slutsatsen att likhetsprincipen omfattar aktieägarnas ställning. Instruktionen från bolagsstämman strider då mot likhetsprincipen eftersom den enbart pekar ut en aktieägare som styrelsen i Haldex ska samarbeta med. Vidare strider instruktionen mot ABL:s vinstsyfte. Vinstsyftets innebörd analyseras mot bakgrund av förarbeten och doktrin. Enligt doktrin ska en diskonteringsberäkning företas för att avgöra om åtgärden är förenlig med vinstsyftet. Om åtgärden inte går att diskonteringsberäkna är den avgörande faktorn istället om åtgärden är värdeskapande på lång sikt. Bolagsstämmans instruktion är även i strid med vinstsyftet varför den inte får följas även på denna grund.

Slutligen analyseras generalklausulernas innebörd och om bolagsstämmans instruktion strider mot klausulerna. En åtgärd får, enligt klausulerna, inte genomföras om åtgärden är en otillbörlig fördel för en aktieägare eller någon annan, till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Instruktionen från bolagsstämman är en otillbörlig fördel för budgivaren, till nackdel för bolaget. Således har styrelsen fog för sin åsikt att den inte ska följa stämmans instruktion. Sammanfattningsvis dras slutsatsen att styrelsen i det största mån har agerat korrekt. Det kan dock ifrågasättas om de höga kostnaderna utgör en otillåten försvarsåtgärd.

Förord

Mina föräldrar förtjänar ett stort tack för allt stöd och all stöttning inte bara under författandet av denna uppsats utan även för allt stöd under alla mina studieår. Även Charlie förtjänar ett tack, trots allt skäll. Jag är även skyldig ett stort tack till Setterwalls Advokatbyrå i Malmö och speciellt Alex Källberg och advokat Ola Grahn för att ni bollat tankar och idéer med mig under uppsatsens gång.

Ett stort tack förtjänar även min handledare professor Katarina Olsson för din raka och tydliga kommunikation. Jag vill även tacka min sambo Emelie för att du stöttat mig under uppsatsens gång. Sist men inte minst vill jag tacka alla vänner i GB för fem roliga och äventyrliga år - GB, fortis et fidelis.

Lund, 15 maj 2018

Joel Magnusson

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden
HD	Högsta domstolen
KB	Knorr-Bremse AG
LUA	Lag (2006:452) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets Börskommitté
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Takeoverdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden.
TO-reglerna	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM
ZF	ZF Friedrichshafen AG

1 Inledning

1.1 Introduktion

Denna uppsats utreder hur styrelsen i Haldex Aktiebolag, nedan Haldex, agerade i samband med ett offentligt uppköpserbjudande riktat till aktieägarna i Haldex. Uppköpserbjudandet pågick i mer än ett års tid och efter viss tid led bolaget skada i form av förlorade kundkontrakt och ökade kostnader för att motivera och bibehålla personal. Det fick styrelsen att inte längre vilja stödja eller samarbeta med budgivaren. En extra bolagsstämma utfärdade dock en instruktion vilken fastslog att styrelsen skulle verka och samarbeta med budgivaren. Styrelsen valde dock att inte följa denna instruktion.¹ Detta trots att ett aktiebolag är hierarkiskt uppbyggt genom att bolagsstämman är överordnad styrelsen. Bolagsstämman har även en exklusiv kompetens i vissa frågor och möjligheten att lämna bindande instruktioner i alla typer av förvaltningsfrågor.² Dessa instruktioner ska styrelsen enligt lydnessplikten följa, om det inte finns skäl att inte följa instruktionen.³ Frågan uppstår då, har styrelsen brutit mot lydnessplikten genom att inte följa bolagsstämman instruktion?

Vidare har styrelsen vissa aktiemarknadsrättsliga skyldigheter i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Exempelvis ska styrelsen agera i aktieägarnas intresse.⁴ Det leder till frågan, har styrelsen verkligen agerat i aktieägarnas intresse om styrelsen inte lyder aktieägarna? Dessa frågor är några av frågorna som besvaras i denna uppsats.

1.2 Redogörelse för händelseförloppet

Den 19 september 2016 presenterade Knorr-Bremse AG, nedan KB, sitt slutgiltiga offentliga uppköpserbjudande till aktieägarna i Haldex. Samma dag presenterade en annan budgivare, ZF Friedrichshafen AG, nedan ZF, sitt slutgiltiga offentliga uppköpserbjudande till aktieägarna i Haldex. KB:s erbjudande motsvarade 125 kronor per aktie medan ZF:s erbjudande motsvarade 120 kronor per aktie. Trots skillnaden i ersättningen valde styrelsen i Haldex att rekommendera det lägre budet eftersom styrelsen i

¹ För källhänvisningar, se avsnitt 1.2.

² Dotevall (2017) s. 32.

³ Lydnessplikten framgår indirekt av 8 kap. 41 § 2 st. enligt Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 8 kap. 41 § ABL.

⁴ Se avsnitt 2.6 nedan.

Haldex ansåg det mer sannolikt att ZF:s bud skulle komma att genomföras.⁵ KB:s bud på 125 kronor per aktie betydde att bolaget värderades till 5 526 996 250 kronor⁶ samtidigt som Haldex omsättning var 4 347 miljoner kronor.⁷ KB:s bud var villkorat av, i branschen, sedvanliga fullföljandevillkor, däribland krav på godkännande från behöriga konkurrensmyndigheter.⁸

Den 5 oktober 2016 drog ZF tillbaka sitt offentliga uppköpserbjudande då den angivna anslutningsgraden inte uppnåddes.⁹ Med anledning av detta valde styrelsen i Haldex, den 8 november 2016, att istället rekommendera KB:s offentliga uppköpserbjudande. Styrelsen ansåg dock att konkurrensrättsligt relaterade risker kvarstod. Dessa risker bestod av att affären inte skulle komma att godkännas av behöriga konkurrensmyndigheter eftersom KB efter uppköpet skulle erhålla en för stor marknadsandel, ur ett konkurrensrättsligt perspektiv.¹⁰ Strax över en månad senare fick Haldex information från amerikanska justitiedepartementet om att en fördjupad konkurrensrättslig undersökning skulle behöva genomföras innan det amerikanska justitiedepartementet kunde ge besked om affären skulle godkännas eller ej.¹¹

Uppköpserbjudandet betydde att Haldex ådrogs extraordinära kostnader. I december 2016 kommunicerade Haldex detta till aktieägarna och aktiemarknaden genom ett pressmeddelande. Kostnaderna som uppstod i samband med uppköpserbjudandet bestod exempelvis av att utvecklingskontrakt helt finansierats av Haldex när dessa vanligtvis delas med kunden, ökade kostnader för att bibehålla och motivera personal samt ökade juridiska kostnader med anledning av uppköpserbjudandet.¹²

Under våren 2017 erhöll KB Aktiemarknadsnämndens godkännande om en förlängd acceptfrist varigenom acceptfristen förlängdes till och med den 26 september 2017.¹³ Den 29 juni drog dock styrelsen tillbaka sitt stöd för KB:s bud. Motiveringen till detta var att kommissionen identifierat sex, av Haldex åtta, produktområden där marknaderna skulle påverkas signifikant om uppköpserbjudandet genomfördes. Dessa produktområden motsvarade mer

⁵ Haldex – Uttalande från styrelsen med anledning av Knorr-Bremsses höjda offentliga kontantererbjudande.

⁶ Se Haldex - Aktiedata för uppgift om antalet aktier i Haldex.

⁷ Haldex – bokslutskommuniké 2016 s. 1; detta har betydelse för avsnitt 2.3.

⁸ Knorr-Bremse – Knorr-Bremse AG:s erbjudande till aktieägarna i Haldex AB s. 3.

⁹ ZF – ZF withdraws all-cash offer for Haldex.

¹⁰ Haldex – uttalande från styrelsen för Haldex med anledning av Knorr-Bremsses offentliga kontantererbjudande.

¹¹ Haldex – Haldex får begäran om ytterligare information relaterad till amerikansk konkurrensrättslig prövning av Knorr-Bremsses offentliga uppköpserbjudande.

¹² Haldex- Ökade extraordinära kostnader för Haldex.

¹³ AMN 2017:15

än hälften av bolagets omsättning och det saknades andra köpare till produktområdena. Styrelsen ansåg därför att det var oundvikligt att en fas II-undersökning skulle behöva genomföras av kommissionen, vilket kommissionen bekräftade senare. Undersökningen skulle kunna pågå till och med februari 2018. Således skulle Aktiemarknadsnämnden behöva meddela dispens gällande budtiden ytterligare en gång. En förlängning av budtiden krävde Haldexstyrelsens medgivande. Styrelsen hade dock redan beslutat att inte godkänna en sådan förlängning eftersom sannolikheten för ett konkurrensrättsligt godkännande var lågt samtidigt som bolaget fortsatte att lida skada desto längre uppköpserbudandet fortfarande var giltigt.¹⁴

Med anledning av styrelsens nya inställning till uppköpserbudandet kallades den 11 juli 2017, på KB:s initiativ, till en extra bolagsstämma. På bolagsstämman framlades ett förslag där styrelsen skulle instrueras¹⁵ att:

”skyndsamt, effektivt och lojalt verkställa bolagsstämmans beslut att stödja och godkänna, Knorr-Bremse ansökan till Aktiemarknadsnämnden angående förlängning av acceptperioden i Knorr-Bremse offentliga uppköpserbudande till aktieägarna i Haldex, liksom att stödja och samarbeta med Knorr-Bremse, och att instruera styrelsen för Haldex att skyndsamt, effektivt och lojalt verkställa bolagsstämmans beslut att stödja och samarbeta med Knorr-Bremse, i samband med förberedelser av anmälningar till konkurrensmyndigheter avseende Knorr-Bremse förvärv av Haldex och i samband med förberedelser av därtill relaterade åtaganden.”¹⁶

Med anledning av Instruktionen meddelade styrelsen, innan den extra bolagsstämman, att man stod fast vid sitt beslut att inte stödja KB oavsett utfallet på stämman. Styrelsen motiverade detta med att sannolikheten för budets genomförande var låg samt att bolaget fortsatte lida skada. Skadorna yttrade sig bland annat genom att kunder avstod från att ingå avtal med Haldex på grund ägarsituationen samt ökade svårigheter att rekrytera specialister och annan kvalificerad arbetskraft. Kostnader i samband med ersättningar till konsulter, däribland jurister, uppgick vid denna tidpunkt till 45 miljoner kronor.¹⁷

På stämman närvarade ungefär 54 procent av alla aktieägare. Av närvarande aktieägare röstade 33,5 procent för Instruktionen, 1,7 procent emot och 64,8 procent avstod från att rösta. Instruktionen blev således antagen av

¹⁴ Haldex – Haldex styrelse drar tillbaka sitt stöd för Knorr-Bremse bud; Haldex – Den europeiska konkurrensmyndigheten bekräftar allvarliga tvivel rörande Knorr-Bremse bud på Haldex.

¹⁵ Nedan används skrivningen ”Instruktionen” när denna instruktion åsyftas.

¹⁶ Se Haldex – Extra bolagsstämma i Haldex.

¹⁷ Haldex- Haldex styrelse står fast vid beslut att inte stödja Knorr-Bremse oavsett utfallet på extra bolagsstämman.

stämman.¹⁸ Både ZF och KB avstod från att rösta vid bolagsstämman trots att båda hade ett stort aktieägarande.¹⁹ Vid budtidens utlöpanne, cirka en månad senare, drog KB tillbaka sitt offentliga uppköpserbjudande.²⁰

Situationen som uppstod i Haldex är inte önskvärd för varken aktieägarna i Haldex eller Haldex anställda. Exempelvis var anställda osäkra på om en eventuell ny ägare skulle förflytta verksamheten utomlands. Aktieägarna i Haldex visste inte heller om budet skulle genomföras likväl som bolaget drabbats av extraordinära kostnader. Vidare beslutade sig styrelsen²¹, vilken är tillsatt av ägarna, att inte lyda ägarnas klara direktiv.

1.3 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens syfte är att undersöka hur Instruktionsen²² och styrelsen i Haldex agerande förhåller sig till olika aktiemarknads- och aktiebolagsrättsliga regler och normer²³. Det är tre ageranden som ska undersökas vilka alla är sammankopplade med Instruktionsen. Det första agerandet som ska undersökas är ökningen av de extraordinära kostnaderna. Det andra agerandet som ska undersökas är styrelsens agerande att inte bistå KB med myndighetsansökningar och att inte samarbeta mer med behöriga konkurrensmyndigheter än vad som följer av lag²⁴. Det tredje och sista agerandet är att inte i övrigt samarbeta med KB, vilket Instruktionsen fastslår att styrelsen ska göra²⁵.

För att uppnå syftet med uppsatsen kommer följande frågeställningar att besvaras:

- Utgör styrelsens ageranden en otillåten försvarsåtgärd enligt 5 kap. 1 § LUA?
- Är styrelsens ageranden en överträdelse av TO-reglerna²⁶ eller god sed på aktiemarknaden?
- Hur förhåller sig styrelsens ageranden till allmänna aktiebolagsrättsliga principer?

¹⁸ Haldex – Röstningsresultat från Haldex extra bolagsstämma.

¹⁹ Haldex - Extra bolagsstämma i Haldex; Haldex – Röstningsresultat från Haldex extra bolagsstämma.

²⁰ Se AMN 2017:27; Haldex – Knorr-Bremsses bud på Haldex återkallas.

²¹ Termerna styrelse och bolagsledning används synonymt i uppsatsen.

²² Se s. 9.

²³ Med normer åsyftas regler som inte är lagregler, exempelvis TO-reglerna.

²⁴ Det följer av Instruktionsen att styrelsen ska samarbeta med konkurrensmyndigheter och bistå KB med myndighetsansökningar. Denna grund bedöms dock separat och inte som att följa Instruktionsen.

²⁵ Detta agerande benämns ofta i uppsatsen som att styrelsen ska följa Instruktionsen.

²⁶ Se TO-reglerna. Framgent används ingen fotnot vid hänvisning till TO-reglerna för att förenkla läsningen.

- Har styrelsen, genom att inte följa Instruktionen, brutit mot aktiebolagslagen?

1.4 Avgränsningar

Ovan fastslås att tre ageranden ska undersökas. De två första agerandena undersöks dock enbart ur ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv. Det tredje agerandet, att inte i övrigt samarbeta med KB i strid med Instruktionen, utreds både ur ett aktiebolagsrättsligt och ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv.

En avgränsning av vilka rättsregler som undersöks följer av frågeställningarna men ytterligare avgränsningar behövs. Hur samtliga aktieägares samtycke förändrar rättsläget beaktas inte. Principen innebär vissa aktiebolagsrättsliga regler sätts ur spel om samtliga aktieägare samtycker till beslutet eller åtgärden. Detta gäller dock enbart i den utsträckning den överträdde regeln ämnar till att skydda aktieägarna.²⁷ Hur rättsläget förändras av samtliga aktieägares samtycke undersöks inte eftersom det är nästintill praktiskt omöjligt att få alla aktieägares samtycke i ett börsnoterat bolag. Vidare undersöks enbart den aktiebolagsrättsliga principen att uppenbart bolagsskadliga åtgärder inte får genomföras.

Vid tillämpningen av 8 kap. 41 § 2 st. ABL återfinns vidare tillämplig lag om årsredovisning och bolagsordningen som grund för att inte lyda en anvisning. Huruvida Instruktionen bryter mot Haldex bolagsordning eller mot tillämplig lag om årsredovisningen kommer inte att utredas då det är osannolikt.²⁸

Vidare förändras TO-reglerna med jämna mellanrum. Det TO-regelverk som används i denna uppsats är TO-reglerna som var i kraft när uppsatsen påbörjades, det vill säga 2017 års reviderade TO-regler. Detta var inte regelverket som var gällande när den offentliga uppköpserbjudandeprocessen i Haldex påbörjades. De normer i TO-reglerna som redogörs för i denna uppsats var dock desamma.²⁹ Mellan uppsatsens påbörjande och avslutande har nya TO-regler presenterats och börjat gälla. Dessa regler klargör vissa av situationerna som uppstod i samband med uppköpserbjudandet i Haldex. Reglerna stipulerar exempelvis att en budgivare ska dra tillbaka sitt erbjudande, eller söka undantag, om det efter nio månader står klart att budgivaren inte kommer att erhålla erforderliga myndighetstillstånd.³⁰ Dessa nya regler kommer dock inte att beaktas då de inte var gällande vid tidpunkten för uppköpserbjudandet i Haldex eller vid uppsatsens påbörjande.

²⁷ Sandström (2017) s. 20

²⁸ Se Magnusson (2017) 'En styrelses lydnadsplikt – särskilt mot bakgrund av Haldex-fallet'.

²⁹ Se TO-reglerna ändringsmarkerade.

³⁰ Nya TO-reglerna s. 23.

Instruktionen har vidare förklarats ogiltig av Lunds tingsrätt. I fallet förde Aktiespararna talan mot Instruktionen. Domen beaktas dock inte eftersom Haldex medgav talan. Någon rättslig bedömning av Instruktionen företogs således inte.³¹

1.5 Metod och material

Uppsatsen är uppbyggd på ett delvis speciellt sätt eftersom uppsatsen har en direkt praktisk koppling. Uppsatsen baseras på sakomständigheterna i avsnitt 1.2. Utifrån sakomständigheterna har ett antal rättsregler valts ut vilka sedan undersöks. I många fall är rättsreglernas och normernas innebörd oklar varför dess innebörd måste utredas. När rättsreglernas och normernas innebörd är fastställda analyseras styrelsens agerande i förhållande till dessa för att avgöra om styrelsen har agerat i strid med regeln eller normen. Uppsatsen har därför två analytiska moment, dels analysen av gällande rätt, dels analysen av styrelsens agerande.

För att utreda rättsreglernas eller normernas innebörd tillämpas en rättsdogmatisk metod. I den mån gällande rätt är oklar eller om två olika åsikter, vilka förespråkar två olika tolkningar av gällande rätt, står emot varandra tillämpas ett rättsekonomiskt perspektiv för att avgöra vad gällande rätt är. I brist på rättsdogmatiska argument argumenteras således utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv för att avgöra vad gällande rätt är, eller åtminstone bör vara. Ett rättsekonomiskt perspektiv används eftersom bolagsrätten har en tydlig ekonomisk dimension. Rättsekonomi kan då avgöra hur en viss situation ska lösas för att befrämja välbefinnande, vilket är eftersträvanvärt.³²

Som ovan nämnts fastställs gällande rätt med hjälp av en rättsdogmatisk metod. Det innebär att rättskällor bearbetas systematiskt för att utröna gällande rätt. Flera olika rättskällor används då uppsatsen dels har en aktiebolagsrättslig del, dels en aktiemarknadsrättslig del. I den aktiebolagsrättsliga delen har rättskällevärdens rättskällor analyserats utifrån dess inbördes ordning. Lag, förarbeten, praxis och doktrin har därför undersökts i nämnd ordning.³³ I den mån lagen är baserad på EU-direktiv undersöks även EU-direktiv. Det beror på att stater och myndigheter har en

³¹ Lunds tingsrätts dom den 1 december 2017 i mål nr T 5538-17

³² Dahlman, Glader & Reidhav (2010) s. 216; Eklund & Stattin (2016) s. 38 f; Viss kritik riktas dock gentemot klassiska ekonomiska argument som att aktiemarknaden är fullständigt effektiv. För fördjupning i klassiska ekonomiska argument och kritiken mot dessa, se Byström (2014), *Finance*. Studentlitteratur; Perloff (2016), *Microeconomics*. Pearson.

³³ Korling och Zamboni (2013) s. 21 ff.; Innebörden av rättskällevärdens är dock delvis omdiskuterad, se Sandgren (2005) s. 648 ff.

skyldighet att tolka nationell rätt mot bakgrund av direktivets ordalydelse och syfte, en så kallad direktivkonform tolkning.³⁴ Rättskällorna i den aktiemarknadsrättsliga delen är dock annorlunda eftersom aktiemarknadsrätt har en säregen regleringsteknik. Regleringen inom aktiemarknadsrätten sker nämligen både genom självreglering och lagstiftning.³⁵

Reglerna som ska tillämpas vid ett uppköp anser Stattin gå att rangordna hierarkiskt. LUA är överst i hierarkin, följt av myndighetsföreskrifter vilket följs av självregleringen. Detta synsätt kan dock problematiseras genom att rättskällorna inom aktiemarknadsrätten påverkas av varandra. Detta betyder att det ligger nära tillhands att använda självregleringen, dvs. TO-reglerna³⁶, när lagreglerna i LUA ska tolkas. Normernas förhållande kan dock kompliceras ytterligare då lagreglerna i stor utsträckning bygger på EU-direktiv varför tolkningen ska ske direktivkonformt.³⁷

Normernas förhållande till varandra ger dock inte vägledning till svaret på frågan om hur TO-reglerna i sig ska tolkas. Noteringsavtalen och TO-reglerna baseras på ett civilrättsligt avtal mellan Börsen³⁸ och noterade bolag. I NJA 1985 s. 343 kommenterade Högsta domstolen regelverkets speciella utformning. Domstolen uttalade att regleringen snarare har karaktären av semioffentlig reglering. Eklund och Stattin tolkar HD:s uttalande som att en objektiv innehållsorienterad tolkning ska företas snarare än en partsorienterad tolkning. De anser att reglernas ändamål ska tillmätas stor betydelse.³⁹ Att en ändamålsinriktad tolkning ska företas framgår även av inledningen till TO-reglerna där det fastslås att bestämmelserna ska tolkas mot bakgrund av sitt syfte och ändamål. Det fastslås till och med att principerna i TO-reglernas inledning kan användas i det enskilda fallet när TO-reglerna inte visar sig ändamålsenliga.⁴⁰ Principerna används även av Aktiemarknadsnämnden i sin praxis.⁴¹ Att en ändamåls- och syftestolkning ska företas vid tillämpning av TO-reglerna är således klarlagt.

Till TO-reglerna återfinns även kommentarer. Enligt Eklund och Stattin är dessa inte bindande utan kommentarerna ska värderas på egna meriter och jämföras med andra argument om varför regelverket bör tolkas på ett visst

³⁴ Hettne & Otken Eriksson (2011) s. 182.

³⁵ Stattin (2009) s. 30; jmf. 7 kap. LUA.

³⁶ I detta avsnitt omfattar skrivningen ”TO-reglerna” även god sed på aktiemarknaden i den mån det är relevant.

³⁷ Stattin (2009) s. 44.

³⁸ Med Börsen förstås Nasdaq Stockholm medan börsen med litet ”b” åsyftar marknadsplatser i sin allmänhet.

³⁹ Stattin & Eklund (2016) s. 392 f.

⁴⁰ TO-reglerna s. 4.

⁴¹ Se AMN 2014:16, AMN 2006:23.

sätt. De jämför kommentarerna med förarbeten varför de är viktiga, men inte avgörande, för tolkningen. Det betyder att om kommentaren framstår som olämplig eller mindre ändamålsenligt än andra argument behöver inte kommentaren vara vägledande. De understryker dock att det bör krävas mycket speciella omständigheter för att ett börsnoterat bolag in casu ska anses ha brutit mot regelverket om bolaget har följt kommentarerna.⁴² Även Aktiemarknadsnämnden har uttalat att kommentarerna utgör en integrerad del av regelverket.⁴³ Kommentarna tillmäts därför stor betydelse vid utredning av gällande rätt. De bedöms dock i ett större sammanhang och att ifrågasättas i den mån de inte framstår som ändamålsenliga.

I uppsatsens aktiemarknadsrättsliga del tolkas TO-reglerna, av ovanstående anledningar, utifrån dess syfte och mot bakgrund av reglernas bakomliggande principer. För att förstå syftet och huruvida resultatet är ändamålsenligt används kommentarerna då kommentarerna kan ses som en förklaring till regeln, skriven av regeltakaren.

Gällande praxis återfinns i förhållande till TO-reglerna och LUA uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. Nämnden själv hänvisar ofta till sina egna avgöranden vilket gör att nämnden tillämpar en sorts prejudikatlära. Nämnden agerar även som att den är prejudikatsbunden. Det betyder dock inte att andra rättsinstanser är bundna av avgörandena. Nämndens avgörande respekteras dock av andra aktörer eftersom avgörandena ses som en god uttolkning av gällande rätt. Nämndens ledamöter är nämligen erfarna jurister och branschföreträdare.⁴⁴ Icke offentliggjorda avgöranden beaktas inte eftersom författaren inte har tillgång till dessa.⁴⁵ Som praxis för den aktiebolagsrättsliga delen används avgörande från Högsta domstolen.

Doktrin har både i aktiemarknadsrättsliga och aktiebolagsrättsliga använts i betydande omfattning. Doktrin har inte tillmätts någon självständig betydelse utan analyseras utifrån argumentationens styrka och dess logiska hållbarhet. Desto mer hållbar och logisk argumentation, desto större vikt läggs vid den uttryckta åsikten.⁴⁶

Sammanfattningsvis består den aktiemarknadsrättsliga delen av LUA, TO-reglerna, principerna i TO-reglernas inledning, kommentarerna till TO-reglerna, avgörande från AMN och doktrin.

⁴² Eklund & Stattin (2016) s. 392 ff.

⁴³ AMN 2004:21.

⁴⁴ Stattin (2009) s. 119 f.

⁴⁵ Notera dock AMN 2009:15 där Aktiemarknadsnämnden hänvisar till ett icke offentliggjort avgörande.

⁴⁶ Korling & Zamboni (2013) s. 26 f.

Frågan återstår då om aktiemarknads- och aktiebolagsrätten samverkar med varandra eller om det finns vattentäta skott rättsområdena emellan. Stattin anser att aktiebolagsrätten ligger till grund för aktiemarknadsrätten. Han anser därför att associationsrättsliga principer har genomslag i aktiemarknadsrätten. Systemargument, det vill säga att om något är accepterat inom den ena subdisciplinen bör den vara tillåten inom den andra subdisciplinen om inte starka skäl talar emot det, är möjligt. Det är därför möjligt att använda aktiebolagsrätten som ledstjärna när det inte finns tydliga svar inom aktiemarknadsrätten och vice versa.⁴⁷ Nyström m.fl. är av samma uppfattning som Stattin.⁴⁸

Stattins verk ”Takeover – offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt” är frekvent förekommande i uppsatsens aktiemarknadsrättsliga del. Detta verk är från 2009 och således lite äldre, speciellt med tanke på aktiemarknadsrättens dynamiska karaktär genom självreglering. Reglerna som berörs i uppsatsen är dock desamma som vid verkets författande. Rättslägets förändring har även bedömts med hjälp av Eklund och Stattins senare verk ”Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt”. Stattins verk används eftersom det är det mest framträdande verket inom aktiemarknadsrätten.

Till den aktiebolagsrättsliga delen återfinns mycket material. Om det finns olika åsikter i doktrin har författare som står för olika åsikter redogjorts för. Aktuellt material har använts i största möjliga mån. Vid vissa tillfällen, exempelvis avsnitt 4.5.3, har dock äldre doktrin använts för att kunna redogöra för gällande rätt i dag. Vidare har Taxells definition av bolagets intresse redogjorts för trots att hans definition är äldre. Detta beror på att Taxells definition fortfarande diskuteras i doktrin.⁴⁹

1.6 Forskningsläge

Då detta arbete utreder gällande rätt utifrån en specifik situation återfinns det inget forskningsmaterial som är helt överlappande med detta examensarbete. Uppsatsen berör dock två rättsområden, aktiemarknadsrätt och aktiebolagsrätt, med omfattande och utförligt material. Relevant forskningsmaterial till den aktiebolagsrättsliga delen är exempelvis Niklas Arvidssons avhandling ”Aktieägaravtal - särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar” som refereras till detta arbete. Ytterligare en

⁴⁷ Stattin (2009) s. 39 f.

⁴⁸ Nyström m.fl. (2015) s. 220

⁴⁹ Se Stattin (2008) s. 215 f.

avhandling som återkommer frekvent är Ola Åhmans ”Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt”.

1.7 Disposition

I uppsatsen återfinns analysen löpande. Vilka delar som är analys respektive deskriptiv utmärks tydligt genom rubriker. Uppsatsens aktiemarknadsrättsliga del återfinns i avsnitt två (2). Där undersöks först om något av styrelsens ageranden utgör en otillåten försvarsåtgärd. Därefter undersöks om styrelsen har brutit mot någon regel i TO-reglerna när styrelsen inte följde Instruktionen. I avsnitt tre (3) återfinns den första delen av uppsatsens aktiebolagsrättsliga del. Där undersöks rättsprincipen att åtgärder uppenbart i strid med bolagets intresse inte får genomföras. I denna del utreds även vad bolagets intresse är.

I avsnitt fyra (4) studeras styrelsens agerande att inte lyda instruktionen gentemot aktiebolagslagens regler. Det innefattar en utredning av likhetsprincipen, generalklausulerna och vinstsyftets innebörd. Därefter analyseras styrelsens agerande i förhållande till dessa rättsregler. I uppsatsens sista del, avsnitt fem (5), återfinns en sammanfattning över uppsatsen och uppsatsen knyts samman.

2 Den aktiemarknadsrättsliga delen

2.1 Introduktion till den aktiemarknadsrättsliga delen

Detta kapitel berör aktiemarknadsrättsliga aspekter av uppköpserbjudandet i Haldex. Agerandena som studeras är styrelsens agerande att ådra bolaget kostnader, styrelsens ställningstagande att inte samarbeta med tillståndsmyndigheter samt agerande att inte i lyda Instruktionen. Alla dessa ageranden undersöks mot bakgrund av förbudet mot otillåtna försvarsåtgärder. I den andra delen, avsnitt 2.4 och framåt, utreds enbart hur styrelsens agerande att inte i lyda Instruktionen förhåller sig till TO-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

2.2 Förbudet mot otillåtna försvarsåtgärder

I LUA återfinns regler som är tillämpliga vid offentliga uppköpserbjudanden.⁵⁰ I 5 kap. 1 § LUA stipuleras en skyldighet för styrelsen och den verkställande direktören att inte företa åtgärder som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets genomförande, s.k. otillåtna försvarsåtgärder. En otillåten försvarsåtgärd kan dock bli en tillåten försvarsåtgärd om bolagsstämman röstar för att försvarsåtgärder får vidtas.

2.2.1 Förarbeten angående otillåtna försvarsåtgärder

LUA har sin grund i rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004, nedan Takeoverdirektivet.⁵¹ I artikel 9 i Takeoverdirektivet stipuleras att målbolagets styrelse i förväg måste erhålla stämmans godkännande innan styrelsen genomför en åtgärd som kan försvåra genomförandet av erbjudandet. I SOU 2005:58, utredningen som låg till grund för LUA, konstaterades att NBK:s regler uppfyllde ovanstående nämnda krav från Takeoverdirektivet. Det ansågs dock nödvändigt att införliva

⁵⁰ Se 1 kap. 1 § LUA.

⁵¹ Se exempelvis prop. 2005/06:140 s. 34 f, 42 ff.

Takeoverdirektivet genom lag. NBK-reglernas materiella innehåll skulle dock i all väsentlighet bevaras.⁵²

I propositionen till LUA exemplifierades försvarsåtgärder som att bolaget förvärvar egna aktier, en riktad emission av aktier, ett förvärv eller en överlåtelse av tillgångar samt att målbolaget erbjuder sig att förvärva aktierna i budgivarbolaget. Det poängterades dock att ovannämnda uppräknade inte var uttömmande. Istället ska en försvarsåtgärd, enligt propositionen, bedömas utifrån om åtgärden är ämnad att försämra förutsättningarna för genomförandet av erbjudandet varvid åtgärden är otillåten om den är ämnad att försämra förutsättningarna för budets genomförande.⁵³

2.2.2 AMN-praxis angående otillåtna försvarsåtgärder

I AMN 2005:47, Old Mutual, fastslogs, mot bakgrund av dåvarande NBK-reglerna, att det står målbolagets styrelse fritt att argumentera för att ett erbjudande inte ska accepteras. Nämnden ansåg även att ledningen inte har någon skyldighet att vidta aktiva åtgärder för att underlätta för budgivaren. Av det följer att målbolaget kan vägra att hjälpa förvärvaren med verksamheter av administrativt slag som är direkt anknutna till erbjudandet utan att agerandet utgör en otillåten försvarsåtgärd. Vidare konstaterade Aktiemarknadsnämnden att målbolaget inte har en skyldighet att medverka i upprättandet av ett prospekt eller i förvärvarens ansträngningar att erhålla erforderliga myndighetstillstånd.

I AMN 2006:55, Scania I, hade regleringen om otillåtna försvarsåtgärder förflyttats från NBK-reglerna till 5 kap. 1 § LUA. Målbolaget ställde i fallet ett antal frågor till Aktiemarknadsnämnden om vidtagna och planerade åtgärder var att betrakta som otillåtna försvarsåtgärder. De vidtagna åtgärderna var bland annat anlitan av finansiella och legala rådgivare; framtagande av underlag för att underbygga styrelsens avvisande av erbjudandet; kontakter med AMN och Stockholmsbörsen i syfte att tillvarata aktieägarnas intresse; annonsering i dagspress där styrelsens rekommendation sammanfattades och sammanställning samt beställande av informationsbroschyrer. Vidare ställde målbolaget frågor om planerade åtgärder var att betrakta som otillåtna försvarsåtgärder. Dessa åtgärder var bland annat att publicera information om budgivaren och offentliggöra analytikerrapporter.

⁵² SOU 2005:58 s. 120 ff. samt 151; se även prop. 2005/06:140 s. 61.

⁵³ Prop. 2005/06:140 s. 34.

Aktiemarknadsnämnden hänvisade även till ovannämnda förarbeten och konstaterade att alla åtgärder kopplade till avgivande och spridning av styrelsens uppfattning om erbjudandet var tillåtna åtgärder, bland annat mot bakgrund av att styrelsen, enligt TO-reglerna, ska redogöra för sin uppfattning om budet. Vidare återupprepade nämnden det som tidigare fastslagits i Old Mutal, nämligen att bolaget inte har en skyldighet att vidta aktiva åtgärder för att underlätta för budgivaren i administrativa frågor eller i upprättande av prospekt. Nämnden ansåg således att uttalandet i Old Mutal-fallet gick att använda även i förhållande till 5 kap. 1 § LUA.

AMN 2007:10, nedan Scania II, är sammankopplat med Scania I då fallet berör huruvida kostnaderna som uppstod i förhållande till åtgärderna i Scania I var oskäligt höga. Den totala kostnaden för åtgärderna uppgick till ca 200 miljoner kronor. Scania argumenterade för att kostnaderna var låga i förhållande till Scanias börsvärde, vilket vid tidpunkten för nämndens sammanträde var ungefär 109 miljarder kronor. Scania argumenterade även att kostnaderna var låga i förhållande till den ökning av börsvärdet som följde av budet, vilket var en ökning med 39 miljarder. Aktiemarknadsnämnden ansåg att kostnaderna, mot bakgrund av erbjudandet, inte var oskäliga. Nämnden konstaterade dock att kostnaderna måste vara marknadsmässiga, sakligt motiverade och i aktieägarnas intresse för att inte utgöra en otillåten försvarsåtgärd.

2.2.3 Doktrin angående otillåtna försvarsåtgärder

Stattin anser att försvarsåtgärder bör beaktas ur ett internationellt perspektiv då litteraturen i stor utsträckning är internationell men även eftersom regleringen baseras på den brittiska takeover-koden. Han återupprepar det som konstateras i propositionen, nämligen att det måste avgöras från fall till fall vad som utgör en otillåten försvarsåtgärd. Viss ledning kan dock erhållas utifrån vad som klassificeras som en otillåten försvarsåtgärd generellt sett.⁵⁴ I doktrin återfinns flera exempel på otillåtna försvarsåtgärder. En av de flitigaste använda försvarsmetoder utomlands är poison pills. Syftet med ett poison pill är att uppköparen måste inleda förhandlingen med målbolagets styrelse.⁵⁵ Ett poison pill utgör typiskt sett ett finansiellt instrument som utfärdas till befintliga aktieägare vid ett offentliggörande av ett uppköpserbjudande. Enligt Eklund och Stattin är ett poison pill inte tillåtet enligt svensk rätt.⁵⁶

⁵⁴ Stattin (2009) s. 356 ff.

⁵⁵ Bergström & Samuelsson (2015)

⁵⁶ Eklund & Stattin (2016) s. 438.

Ytterligare en känd försvarsåtgärd är macaroni defence vilket innebär att målbolaget utfärdar nästintill värdelösa värdepapper, junk bonds, med villkoret att en budgivare måste lösa in värdepapperna vid ett uppköp. Vidare återfinns försvarsåtgärden crown jewel defence som innebär att målbolaget säljer bolagets värdefullaste tillgång vilket vanligtvis är just den tillgången budgivaren vill komma över. Ett ytterligare exempel på en försvarsmetod, som enligt Eklund och Stattin inte är en direkt försvarsåtgärd, är Nancy Reagan defence vilket innebär att målbolaget enbart säger nej och inte vidtar någon åtgärd som inte uttryckligen krävs enligt gällande rätt.⁵⁷ Stattin lyfter även det faktum att enbart för att en åtgärd inte är en otillåten försvarsåtgärd betyder det inte att åtgärden automatiskt är aktiebolagsrättsligt tillåten.⁵⁸

Munck har i samband med Perstorp Intressenter AB:s återkallade erbjudande skrivit ett rättsutlåtande. Bakgrunden till fallet var att aktieägarna i Perstorp AB erhöll ett offentligt uppköpserbjudande. Efter några månader valde dock uppköparen att inte fullfölja uppköpet bland annat beroende på den negativa utvecklingen i en av Perstorp AB:s verksamheter. Styrelsen i Perstorp AB blev därför kritiserad för att styrelsen hade bidragit till att Perstorp Intressenters AB återkallade erbjudandet.⁵⁹

Munck exemplifierar en situation genom följande scenario. Ett aktiemarknadsbolag erhåller ett fientligt bud som bolagets styrelse aktivt motarbetar. Ett sådant motarbetande hade stridit mot dåvarande II.13 i NKB:s regelverk, nuvarande 5 kap. 1 § LUA, men handlandet kan inte föranleda skadeståndsskyldighet enligt ABL då bolaget inte skadats. Vidare återfinns ingen allmänt accepterad norm som informationsöverföringen i Perstorp-fallet kan anses strida emot, snarare är en due diligence tillåten enligt marknadspraxis. Det finns således, enligt Munck, ingen skadeståndssanktionerad plikt för styrelsen, visavi aktieägarna, att aktivt arbeta för ett uppköpserbjudande.⁶⁰

Stattin anser, mot bakgrund av Scania II-fallet, att argumenten om åtgärdernas kostnad i förhållande till ökningen av börsvärdet inte kan rättfärdiga kostnadernas skälighet eftersom det är omöjligt att avgöra åtgärdens effekt på

⁵⁷ Eklund & Stattin (2016) s. 438.

⁵⁸ Stattin (2009) s. 356 ff.; Nyström m.fl. är av samma uppfattning, se Nyström m.fl. (2015) s. 59.

⁵⁹ Munck (2001), Vissa frågor om informationsgivning m m i anslutning till offentligt erbjudande s. 1 ff.

⁶⁰ Munck (2001), Vissa frågor om informationsgivning m m i anslutning till offentligt erbjudande s. 8 f.

börsvärdet⁶¹ innan åtgärden är vidtagen. Det är inte heller en tilltalande lösning att värdera vad som kan utgöra culpösa åtgärder i ljuset av senare kursutveckling, speciellt då det är svårt att isolera åtgärdernas effekter på kursutvecklingen. Stattin anser däremot att deal value⁶² och nettoomsättning är bra grunder att värdera och jämföra kostnaderna med. När kostnadernas skälighet ska bedömas kan då break up-kvoten användas som riktlinje. Enligt god sed på aktiemarknaden får break up-kvoten uppgå till en procent, men inte mer, vilket Stattin anser kan vara vägledande för bedömningen av kostnaderna.⁶³

Av övrig praxis drar Stattin även vissa generella slutsatser och sammanfattar rättsläget. Enligt Stattin är informationskampanjer tillåtna om de är sakliga och korrekta. Informationskampanjer får innehålla både information och argumentation som stödjer styrelsens ställningstagande. Dessa informationskampanjer får inte orsaka oskäligen kostnader. När oskäligheten bedöms är det möjligt att använda målbolagets omsättning för att avgöra vad som utgör skäligt respektive oskäligt.⁶⁴

Stattin anser inte heller att styrelsen är förhindrad att uttala sig i negativa ordalag om budet. Vid uttalanden finns det dock flera faktorer som styrelsen måste beakta, bland annat om bolaget är värt mer på sikt som ett självständigt bolag. Vidare måste styrelsen beakta vilka olika vederlagsalternativ som erbjuds. Formellt sett kan ett aktiebud vara det mest förmånliga erbjudandet samtidigt som ett kontantbud kan vara avsevärt säkrare om det exempelvis inte finns information om utbytesaktierna. Den avgörande faktorn om styrelsens uttalande är tillåtet eller inte är då om styrelsen är tydlig med vilka bevekelsegrunder som styrelsen fattat sitt beslut på.⁶⁵

2.3 Analys om styrelsens agerande utgör en otillåten försvarsåtgärd

Styrelsen i Haldex agerande ska, inom ramen för förbudet mot otillåtna försvarsåtgärder, beaktas ur tre aspekter. Den första agerandet är kostnader som bolaget ådragits i samband med uppköpet. Den andra agerandet är att inte samarbeta med konkurrensmyndigheterna. Den tredje och sista agerandet

⁶¹ Börsvärdet är en funktion av kursutvecklingen genom att börsvärdet är aktiernas marknadsvärde, multiplicerat med antalet aktier.

⁶² Deal value bortses från i detta fall då det beräknas genom att beakta nettoskuldssättningen vilket hade förflyttat fokus från den juridiska frågeställningen. Inom ramen för uppsatsen beaktas istället nettoomsättningen.

⁶³ Stattin (2009) s. 371.

⁶⁴ Stattin (2009) s. 371.

⁶⁵ Stattin (2017) s. 432.

är att styrelsen väljer att inte lyda Instruktionen och således inte samarbeta med KB. Dessa ageranden bedöms och analyseras separat. I samband med att agerandet bedöms måste även gällande rätt, det vill säga vad som är tillåtet respektive otillåtet ur ett LUA-perspektiv, att analyseras.

I Scania II bedömde Aktiemarknadsnämnden att kostnader är tillåtna i den mån kostnaderna är marknadsmässiga, sakligt motiverade och i aktieägarnas intresse. Stattin har analyserat fallet och konstaterat att det finns bedömningskriterier för att avgöra om kostnaderna är godtagbara. Som framgår av avsnitt 1.2 var Haldex omsättning under år 2016 4 374 miljoner kronor och de ökade kostnaderna till konsulter i samband med uppköpet uppgick till minst 45 miljoner. Jag anser att styrelsen inte har samma kontroll över övriga kostnader, exempelvis för att bibehålla personal, varför enbart ersättningen till konsulter m.fl. kommer att beaktas. Det betyder att ersättningen till konsulterna uppgick till 1,03 procent av Haldex nettoomsättning vilket kan jämföras med vad för andel som är accepterat gällande break-up-kvoten. Gränsen för break up-kvoten är en procent men inte mer. Ur denna aspekt kan det alltså ifrågasättas om inte Haldex ökade extraordinära kostnader kan utgöra en otillåten försvarsåtgärd. I detta sammanhang är det dock viktigt att två saker beaktas.

För det första ska en försvarsåtgärd vara ämnad att försämra förutsättningarna för budets genomförande. I detta sammanhang är det ytterst tveksamt om kostnaderna i sig har inverkat på KB:s vilja att förvärva bolaget. Om något har inverkat på KB:s vilja att genomföra budet är det styrelsens ovilja att samarbeta med KB och bistå KB med myndighetsansökningar snarare än kostnaderna för konsulter. Det andra som bör ha i åtanke är att kostnaderna ska bedömas utifrån om de är marknadsmässiga, sakligt motiverade och i aktieägarnas intresse. Jag anser att kostnadernas förhållande till nettoomsättning enbart är ett analysverktyg för att avgöra detta, inte en klar gräns. I detta fall är det svårt att anse att kostnaderna inte är marknadsmässiga och sakligt motiverade eftersom rättsfrågorna som behövde utredas i samband med budet var många likväl som budprocessen pågick en längre tid. Vidare var det flera budgivare som var involverade i budgivningsprocessen vilket även påverkade processens komplexitet. Med ökad komplexitet ökas gränsen för vilka kostnader som kan anses marknadsmässiga och sakligt motiverade.

Vad som kan ifrågasättas är om kostnaderna är i aktieägarnas intresse, vilket är det tredje kriteriet enligt Scania II. Detta kan ifrågasättas eftersom aktieägarna röstade för att styrelsen skulle samarbeta med KB. Vad som utgör aktieägarnas intresse diskuteras dock mer djupgående nedan varför denna aspekt lämnas därhän. Vidare framgår inte av Scania II om alla rekvisit måste vara uppfyllda eller inte. Enligt min uppfattning ska alla tre rekvisit vara

uppfyllda för att kostnaden ska anses utgöra en otillåten försvarsåtgärd. Detta beror på att Aktiemarknadsnämnden använder termen ”och” i sin uppräkningslista vilket jag tolkar som att rekvisiten är kumulativa. Sammanfattningsvis kan kostnaderna Haldex ådragit sig i samband med uppköpserbudandet ifrågasättas utifrån ett LUA-perspektiv men det kan inte med säkerhet fastslås att kostnaderna utgör en otillåten försvarsåtgärd.

Den andra aspekten är att bedöma huruvida det är en otillåten försvarsåtgärd att inte samarbeta och bistå KB med upprättande av ansökan om myndighetstillstånd. Enligt Muncks rättsutlåtande 2001 har styrelsen ingen skyldighet visavi aktieägarna att aktivt arbeta för att främja ett uppköpserbudande. I och med Old Mutual-fallet och Scania I står det även klart att Aktiemarknadsnämnden har en liknande uppfattning. Således har detta agerande från styrelsen inte utgjort en otillåten försvarsåtgärd.

Den tredje och sista aspekten är att inte lyda Instruktionen, det vill säga inte samarbeta med budgivaren i övrigt vilket kan likställas med Nancy Reagan defence. Vid en initial bedömning av detta agerande gentemot rekvisiten i 5 kap. 1 § LUA kan det framstå som att styrelsens agerande utgör en försvarsåtgärd. Det är onekligen ett agerande vilket försvårar budets genomförande. Jag anser dock inte att agerandet utgör en otillåten försvarsåtgärd. Det beror på att agerandet inte är en åtgärd i LUA:s mening. Vad som utgör en åtgärd bör istället beaktas utifrån vilka ageranden som propositionen exemplifierar som otillåtna försvarsåtgärder. I propositionen exemplifieras otillåtna försvarsåtgärder som förvärv av egna aktier, riktade emissioner av aktier och förvärv eller försäljning av tillgångar. Detta är utan tvekan åtgärder som kräver ett aktivt agerande och beslutsfattande. Att enbart inte samarbeta är istället en passiv åtgärd och faller utanför begreppet åtgärd i 5 kap. 1 § LUA. Ett sådant synsätt är även i enlighet med Stattins åsikt som anser att försvarsåtgärder ska beaktas ur ett internationellt perspektiv. I ett internationellt perspektiv är det just mer aktiva åtgärder, likt åtgärderna som exemplifieras i propositionen och doktrin, som nämns i samband med otillåtna försvarsåtgärder. Av ovanstående anledningar har Haldex styrelse inte överträtt 5 kap. 1 § LUA genom att inte samarbeta med budgivaren.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att rättsläget är klart gällande om styrelsens agerande har varit en överträdelse av 5 kap. 1 § LUA. Det agerandet som är närmast ett överträdande, där ett klagande från Aktiemarknadsnämnden är önskvärt, är hur bedömningen av om kostnaderna är marknadsmässiga, sakligt motiverade och i aktieägarnas intresse ska ske i konkreta fall.

2.4 Introduktion till TO-reglerna

TO-reglerna är, som framgår av avsnitt 1.5, ett civilrättsligt avtal. Enligt 2 kap. 1 § LUA ska en budgivare som vill lägga bud på ett svenskt aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, åta sig att följa Börsens regler om offentliga uppköpserbjudanden, det vill säga TO-reglerna. Vidare ska budgivaren underkasta sig alla sanktioner som Börsen kan besluta om, för det fall att reglerna överträds. Dessa krav gäller dock budgivaren. Börsens skyldighet att ha regler för uppköp följer av 13 kap. 8 § lag (2007:528) om värdepappersmarknaden där det stipuleras att börserna ska ha ändamålsriktiga regler för offentliga uppköp av aktier. Dessa regler ska uppfylla kraven som uppställs i Takeoverdirektivet. Målbolaget, i detta fall Haldex, är bundet av reglerna genom att bolaget skriver på ett noteringsavtal i samband med börsintroduktionen varvid bolaget åtar sig att följa TO-reglerna.

2.5 TO-reglernas principer

I TO-reglernas inledning återfinns ett antal allmänna principer vilka ska vara vägledande när reglerna inte ger klara besked eller när reglerna i ett enskilt fall inte visar sig vara ändamålsenliga. I princip (b) stipuleras att innehavare av värdepapper ska ges tillräckligt med tid och information för att ha möjlighet att fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. Princip (c) stipulerar att målbolagets styrelse ska beakta de intressen som bolaget har i sin helhet och att styrelsen inte får förhindra aktieägarna att ta ställning till erbjudandet. Enligt princip (f) får ett erbjudande inte hindra bolaget att bedriva verksamheten under längre tid än vad som är skäligt. Dessa principer ska, som framgår av avsnitt 1.5, genomsyra tolkningen av övriga regler.

2.6 Målbolagsstyrelsens roll

I II.17 TO-reglerna regleras hur styrelsen i målbolaget ska agera. Där stipuleras att styrelsen, i frågor relaterade till erbjudandet, ska agera i aktieägarnas intresse.

I kommentaren till II.17 TO-reglerna konstateras att detta betyder att styrelsen ska agera i aktieägarnas intresse under hela processen. Styrelsen får vidare inte heller agera i sitt eget eller endast en eller vissa aktieägares intresse. Om det finns fler än en budgivare får inte heller styrelsen utan saklig grund främja en viss budgivare. I samband med att styrelsen överväger andra alternativ får styrelsen därför ådra bolaget skäliga kostnader som åtgärderna är förknippade

med.⁶⁶ Att målbolaget ska agera i aktieägarnas intresse har även fastslagits av Aktiemarknadsnämnden. Det fastslogs exempelvis i AMN 2007:25⁶⁷ där Aktiemarknadsnämnden fastslog att styrelsen inte får styras av en viss eller vissa ägare och att styrelsen inte heller får påverkas genom att beakta hur erbjudandet förändrar styrelsens egen position.

Nyström m.fl. menar att II.17 vilar på princip (c) i TO-reglernas inledning. De menar även att aktieägarnas intresse i detta fall ska likställas med bolagets intresse eftersom aktiebolaget är en juridisk konstruktion vilket betyder att bolagets intresse i själva verket är aktieägarnas intresse.⁶⁸

Gällande styrelsens agerande i förhållande till nödvändiga myndighetstillstånd analyserar Nyström m.fl. Old Mutal-fallet och Scania I-fallet, båda redogjorda för ovan. De tolkar fallen såsom att det aktiemarknadsrättsligt inte finns några skyldigheter för målbolagsstyrelsen, förutom att avhålla sig från att vidta otillåtna försvarsåtgärder. De anser således att det inte finns en skyldighet för målbolagsstyrelsen att hjälpa budgivaren vid upprättande av myndighetsansökningar. De noterar dock att alla Aktiemarknadsnämndsuttalanden publicerats innan regel II.17 tillkom i TO-reglerna.⁶⁹

Nyström m.fl. anser att II.17 har betydelse för vilka aktiebolagsrättsliga förpliktelser som åligger styrelsen då en börsnotering möjliggör kapitalanskaffning för bolagen. Kostnaden för denna möjlighet anser Nyström m.fl. är vissa förpliktelser. Styrelsen får således, ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv, företa åtgärder som krävs för att uppfylla aktiemarknadsrättsliga förpliktelser och får av denna anledning exempelvis belasta bolaget med skäliga kostnader. De anser att förpliktelser enligt TO-reglerna kan inverka på en aktiebolagsrättslig bedömning i vad som anses tillåtet.⁷⁰ Munck är av en annan åsikt och anser att NKB-regelverket och aktiebolagslagens förpliktelser inte nödvändigtvis sammanfaller. Han konstaterar dock att frågeställningen, vid tillfället för promemorian, inte hade diskuterats i doktrin.⁷¹

Att styrelsen inte utan saklig grund får särbehandla en viss budgivare anser Nyström m.fl. ytterst är ett utflöde av förpliktelsen för styrelsen att agera i aktieägarnas intresse. I de flesta fall är det i aktieägarnas intresse att budkonkurrensen sker på lika villkor men författarna anser att det kan finnas

⁶⁶ Kommentaren till II.17.

⁶⁷ Uttalandet gjordes dock innan II.17 TO-reglerna tillkom till regelverket.

⁶⁸ Nyström m.fl. (2015) s. 219 f.

⁶⁹ Nyström m.fl. (2015) s. 218 ff.

⁷⁰ Nyström m.fl. (2015) s. 219 ff.

⁷¹ Munck (2001), Vissa frågor om informationsgivning m m i anslutning till offentligt erbjudande s. 8.

fall där särbehandling är motiverad.⁷² Broneus och Stattin anser att II.17 återspeglar ett uppköpserbudandets grundläggande struktur nämligen att uppköpserbudandet är riktat till målbolagets aktieägare och att dessa har rätt att besluta om erbjudandet ska accepteras eller nekas.⁷³

Stattin anser att regeln tillsammans med kommentaren ger uttryck för att styrelsen ska handla i alla aktieägares intresse. Detta betyder att styrelsen ska maximera aktieägarvärdet. Detta baserar Stattin på att regeln stipulerar att styrelsen ska vidta åtgärder som den bedömer ligger i aktieägarnas intresse. Mot bakgrund av regelns syfte och ändamål framgår det att styrelsen har en plikt att maximera aktieägarvärdet. Stöd för denna tolkning återfinns även i art 9(c) Takeoverdirektivet som enligt nordisk doktrin stipulerar en plikt att maximera aktieägarvärdet. Ovanstående förhindrar dock inte att styrelsen har en negativ inställning till bud. Styrelsen kan exempelvis argumentera för att bolaget är värt mer på sikt, vilket gynnar aktieägarvärdet på sikt.⁷⁴

2.7 God sed på aktiemarknaden

Regeln angående god sed på aktiemarknaden återfinns i avsnitt 5 i Börsens regelverk för emittenter. Där fastslås att emittenten ska följa allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden⁷⁵. Om emittenten inte följer god sed på aktiemarknaden kan bolagets aktier antingen bli avnoterade eller kan bolaget åläggas att betala vite. Om åsidosättandet av god sed på aktiemarknaden är mindre allvarligt kan Börsen meddela emittenten en varning.⁷⁶

Innebörden av god sed utvecklas i kommentaren till ovannämnda regel. Där stipuleras att god sed innebär faktiskt förekommande praxis för emittenters uppträdande på aktiemarknaden. Faktiskt förekommande praxis uttrycks bland annat genom Aktiemarknadsnämndens uttalande, rekommendationer från Rådet för finansiell rapportering och genom reglerna i svenska koden för bolagsstyrning.⁷⁷

Stattin har analyserat faktiskt förekommande praxis genom att studera och analysera Aktiemarknadsnämndens uttalanden där god sed på aktiemarknaden berörs. Dessa uttalanden kan delas in i fyra grupper som

⁷² Nyström m.fl. (2015) s. 222.

⁷³ Broneus & Stattin (2010) s. 159 f.

⁷⁴ Stattin (2017) s. 431.

⁷⁵ Genomgående används begreppet god sed på aktiemarknaden inom ramen för denna uppsats.

⁷⁶ Börsens regelverk s. 42.

⁷⁷ Börsens regelverk s. 42.

tillsammans utgör god sed på aktiemarknaden. Grupperna kan delas in enligt vad som följer nedan.

- 1) Ageranden som strider mot gällande rätt, exempelvis ABL, LUA och praxis, är inte förenligt med god sed på aktiemarknaden.
- 2) Kringgående av gällande rätt, så att ändamålen med enskilda regler eller regelsystem inte uppfylls, är inte heller förenligt med god sed på aktiemarknaden.
- 3) God sed på aktiemarknaden fyller vidare ut regelsystemet på oreglerade områden när det behövs för att uppfylla regelsystemets ändamål.
- 4) God sed på aktiemarknaden kan användas i ett normativt sammanhang för att reglera nya företeelser och ageranden.⁷⁸

Stattin problematiserar dock delvis hur god sed på aktiemarknaden används för att motverka kringgående av gällande rätt. Han anser inte att det är kringgåendet i sig som strider mot god sed på aktiemarknaden. Istället är det att regelns ändamål åsidosätts som strider mot god sed på aktiemarknaden. Detta gör att han anser att regeln kan formuleras motsatsvis, han konstaterar då att om regelns ändamål talar för en analog tillämpning av regeln i ett oklart fall, utanför regelns språkliga tillämpningsområde, är det oförenligt med god sed att inte göra en sådan tillämpning.⁷⁹

2.8 Bolagets intresse ur ett aktiemarknadsrättsligt perspektiv

Av ovanstående redogörelse framgår att princip (c) fastslår att målbolagets intressen i sin helhet ska beaktas samtidigt som aktieägarna inte får förvägras att ta ställning till erbjudandet enligt princip (b). Vidare stipulerar II.17 TO-reglerna att styrelsen ska handla i aktieägarnas intresse. Dessa begrepp är inte tydligt definierade. Nedan följer en redogörelse för vilka intressen som kan beaktas och vilket intresse som ska stå sig vid en intressekonflikt.

Stattin anser att en avvägning ska göras mellan shareholder- och stakeholder-intressen⁸⁰ när bolagets intresse definieras inom takeoversammanhang, om inte regelverket tydliggör ett skyddsobjekt. När TO-reglerna ska tolkas är möjligheten att beakta andra intressen nästintill obefintligt eftersom regel II.17 tydligt klargör att styrelsen ska agera i aktieägarnas intresse. I oreglerade fall anser Stattin att allmänna aktiebolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga principer ska vara avgörande. Då ska styrelsen agera i aktieägarnas intresse i

⁷⁸ Stattin (2009) s.130 ff.

⁷⁹ Stattin (2009) s. 140 f.

⁸⁰ Med stakeholder åsyftas andra intressen än aktieägarnas intressen, exempelvis bolagets anställdas intressen.

ett solvent bolag och i borgenärernas intresse i ett insolvent bolag.⁸¹ Bakgrunden och resonemanget till Stattins slutsats är dock för omfattande för att kunna redogöras för i sin helhet, utvalda delar redogörs istället för nedan.

Takeoverdirektivet innehåller inte mycket vägledning gällande hur bolagets intresse i ett aktiemarknadsrättsligt sammanhang ska förstås. Av artikel 3.1 punkt c framgår att målbolagets styrelse ska beakta de intressen bolaget har i sin helhet samtidigt som styrelsen inte får förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.

Stattin ställer sig frågande till lokutionen ”bolaget i sin helhet” samt hur det begreppet samspelar med styrelsens skyldighet att ge värdepappersinnehavarnas möjlighet att ta ställning till budet. Stattin anser av två anledningar att fler intressen än aktieägarnas intressen ska beaktas. Den första anledningen är en tolkningsprincip som stipulerar att om två skyddsobjekt utpekas, bolaget i sin helhet och aktieägarna, bör just två olika skyddsobjekt avses. Den andra anledningen är att artikel 9.5 i takeoverdirektivet tydligt stipulerar att bolagets intressen i sin helhet omfattar sysselsättningen genom att artikel 9.5 stipulerar att: ”[...] bolagets samtliga intressen, särskilt sysselsättningen[...]”⁸² ska beaktas.⁸³

Stattin hänvisar även till förarbeten där han anser att det framgår att bolagets intresse omfattar fler än aktieägarnas intresse. Detta gör att Stattin anser att det är fler intressen än aktieägarnas intresse som utgör bolagets intresse. Detta leder till att en stakeholder-modell ska appliceras vid tillämpning och tolkning av direktivregler eller implementerade regler men det tyngst vägande intresset ska vid tillämpningen av stakeholder-modellen vara aktieägarintresset. Stakeholder-modellen omfattar dock inte ett självständigt bolagsintresse. Den sistnämnda slutsatsen dras mot bakgrund av att det inte finns stöd i någon rättskälla för att ett självständigt bolagsintresse skulle anses vara en stakeholder i direktivets mening. Stattin anser inte heller att det vore lämpligt eftersom avvägningen mellan olika intressen då skulle kompliceras ytterligare.⁸⁴

Med slutsatsen fastslagen, att bolagets intresse i direktivets samt implementerade reglers mening, omfattar en stakeholder-modell återstår frågan hur dessa stakeholders intressen ska vägas gentemot varandras vid en intressekonflikt. Stattins analys av takeoverdirektivet är att en avvägning mellan stakeholder och shareholder-intressen sällan måste göras eftersom

⁸¹ Stattin (2009) s. 75 ff.

⁸² Artikel 9.5 i Takeoverdirektivet.

⁸³ Stattin (2009) s. 71 ff.

⁸⁴ Stattin (2009) s. 72.

båda intressena sällan ska beaktas inom samma rättsregel. Som exempel på en ren aktieägarskyddsregel, och därigenom en regel där bolagets intresse motsvarar aktieägarnas intresse, är förbudet mot otillåtna försvarsåtgärder. En stakeholder-regel är å andra sidan styrelsens skyldighet att uttala sig om budet. Att ett stakeholders-perspektiv tas i detta sammanhang beror på att styrelsen ska uttala sig hur budet påverkar sysselsättningen på orten där bolaget bedriver verksamhet. Hur sysselsättningen påverkas ska dock inte influera rekommendationen, istället ska styrelsen enbart redogöra för detta. Det vanligaste förekommande skyddsobjektet inom aktiemarknadsrätten anser Stattin är aktieägarintresset vilket är varför han anser att aktieägarintresset just är det tyngst vägande intresset i aktiemarknadsrätten.⁸⁵

Nyström och Sjöman är av åsikten att bolagets intresse är samtliga aktieägars intresse eftersom bolaget är en legal fiktion. En legal fiktion kan inte ha något självständigt intresse.⁸⁶ Lindskog diskuterar bolagets intresse i samband med, från styrelsens perspektiv, oönskade uppköpserbudanden. Ett exempel på, från styrelsens perspektiv, oönskade uppköpserbudanden kan vara att köparen ämnar lägga ned bolaget direkt efter uppköpet. Lindskog anser att det inte är förenligt med TO-reglerna respektive 5 kap. 1 § LUA att styrelsen motverkar budet enbart på den grunden att det inte är i bolagets intresse att bolaget läggs ned. Det beror på att bolaget inte har ett eget intresse. Istället motsvarar bolagets intresse aktieägarnas intresse. Om aktieägarna vill acceptera erbjudandet då de anser att det är mer lönsamt att lägga ned bolaget än att fortsätta driva bolaget är det aktieägarnas rätt. Styrelsen har således ingen rätt att sätta sig emot beslutet på grundval av att det inte vore förenligt med bolagets intresse att lägga ned bolaget.⁸⁷

2.9 Analys av styrelsens ageranden i förhållande till TO-reglerna

Situationen som uppstod i Haldex återspeglar flera intressen som nämns i TO-reglernas principer. Situationen påvisar att en avvägning mellan princip (b), (c) och (f) måste företas. Genom att inte lyda Instruktionen förvägras aktieägarna delvis att fatta ett beslut om erbjudandet. Genom att inte lyda Instruktionen uppfyller dock styrelsen det som stipuleras i princip (f), nämligen att bolaget inte får förhindras i sin verksamhet. Till detta tillkommer även princip (c) som stipulerar att målbolagets behov i sin helhet ska beaktas

⁸⁵ Stattin (2009) s. 75 f; vad som ska inkluderas i styrelsens rekommendation återfinns även i TO-reglerna II.19.

⁸⁶ Nyström & Sjöman (2009) s. 14 f.

⁸⁷ Lindskog (2017) s. 69.

men att aktieägarna inte får förvägras att ta ställning till erbjudandet. Frågan återstår då hur dessa principer ska vägas mot varandra.

Enligt Stattin ska aktieägarnas intresse vara det främsta intresset om inte andra skyddsobjekt pekas ut. I detta fall pekas andra intressen ut, nämligen bolaget i sin helhet samt att bolagets verksamhet inte får förhindras. Mot detta argument ställs då argumentet att aktieägarnas intresse pekas ut specifikt i II.17 TO-reglerna. Samtidigt kan enskilda TO-regler sättas ur spel om det är ändamålsenligt. I detta fall anser jag dock att skyddsintresset som pekas ut i II.17 TO-reglerna är tillräckligt tydligt för att anse att detta intresse ska vara det starkast vägande intresset. Vidare är aktieägarnas intresse i Haldex-situationen förenligt med att bolaget i sin helhet utvecklas väl vilket jag återkommer till nedan i avsnitt 3.4.

Frågan uppstår då vad som utgör aktieägarnas intresse. Stattin anser att detta inom aktiemarknadsrätt betyder maximerat aktieägarvärde. Det återfinns ingen annan åsikt i doktrin som är motstridig gentemot denna. Ett maximerat aktieägarvärde måste, enligt min åsikt, i ett uppköpssammanhang vara det värde aktieägaren kan tillgodogöra sig. Har styrelsen då, genom att inte lyda Instruktionen och därigenom fått budet att falla, agerat i aktieägarnas intresse?

Ur ett rättsekoniskt perspektiv finns det två sätt för aktieägarna att tillgodogöra sig budet. Alternativ ett som aktieägare är att sälja aktierna på marknaden efter att det offentliga erbjudandet har publicerats. Detta fungerar eftersom marknaden, i samband med att erbjudandet publiceras, tenderar att prissätta aktien till ungefär den erbjudna ersättningen. Om marknaden tror på en budhöjning brukar kursen handlas med någon procents premie gentemot det initiala erbjudandet medan om marknaden är neutral alternativt inte tror på en budhöjning brukar kursen handlas runt det erbjudna vederlaget. Det andra alternativet är att aktieägarna anmäler till budgivaren att man accepterar erbjudandet varvid budgivaren löser in aktierna mot det erbjudna vederlaget. Om alternativ två väljs blir vederlaget den ersättning som erbjuds i uppköpserbjudande. Som en del av det andra alternativet återfinns att aktieägarna påkallar eller inväntar en tvångsinlösen vilket dock kräver att budgivaren erhåller mer än 90 procent av alla aktier.⁸⁸ Alla aktieägare kan således inte invänta tvångsinlösen eftersom budgivaren då inte uppnår tillräcklig ägarandel för att påkalla tvångsinlösen.

Min uppfattning är att ett maximerat aktieägarvärde torde vara alternativ två eftersom det är det värdet alla aktieägare kan tillgodogöra sig. Anledningen

⁸⁸ Jmf. 22 kap. ABL.

till detta är att det är svårt för alla aktieägare att tillskansa sig ersättningen genom alternativ ett samtidigt som alla aktieägare har möjlighet att använda alternativ två. Om alternativ ett vore ledande skulle det även betyda att aktieägarvärdet inte var tillgängligt för alla aktieägare. Det vore i så fall snarast i strid med kommentaren som stipulerar att styrelsen inte får agera i en eller flera aktieägares intresse. Budet var som nämns i avsnitt 1.2 villkorat av det sedvanliga fullföljandevillkoret om godkännande från behöriga konkurrensmyndigheter. Samtidigt stod det klart att sådana villkor inte skulle erhållas innan budtiden var passerad. Således fanns det ingen reell möjlighet för aktieägarna att erhålla erbjudet vederlag från KB enligt alternativ två. Vidare kan det konstateras att styrelsen har agerat i enlighet med kommentarens uttalande att styrelsen inte får agera i sitt eget, en eller flera aktieägares intresse. Av ovanstående regler har styrelsen maximerat aktieägarvärdet genom att inte lyda Instruktionen. Vidare kan frågan ställas om inte styrelsens agerande snarast är i aktieägarnas intresse eftersom agerandet möjliggjort för bolaget att fortsätta sin verksamhet i enlighet med TO-reglernas princip (f).

Om styrelsen hade lytt Instruktionen och fortsatt förlängt budtiden hade ett beslut från behöriga konkurrensmyndigheter fattats i början av 2018. Vidare är det klart att det var en stor del av Haldex verksamhet som behövde granskas ur ett konkurrensrättsligt perspektiv. KB hade inte heller uttryckt att man hade något intresse att lägga ned verksamheterna vilket kan sättas i kontrast till Lindskogs åsikt att det står en förvärvare fritt att göra det. Hade KB tydligt uttryckt att man var beredd att överta verksamheterna och lägga ned dem och att detta agerande fått godkänt av konkurrensmyndigheter hade situationen varit en annan. Det var dock inte läget i förevarande fall. Det är därför klarlagt att budet skulle ha fallit på grund av konkurrens- och aktiemarknadsrättsliga regler. Om styrelsen då hade samarbetat vidare hade bolaget fortsatt lida skada. Detta hade minskat bolagets värde, vilket är det värde aktieägarna kan tillgodogöra sig när budet fallit⁸⁹. Även detta tyder på att styrelsen har agerat i aktieägarnas intresse.

Styrelsens agerande torde inte heller utgöra ett brott mot god sed på aktiemarknaden. Som Stattin framhåller kan god sed på aktiemarknaden användas till flertalet syften, bland annat för att undvika kringgående av gällande rätt. I förevarande agerande av styrelsen i Haldex finns det inget som tyder på att styrelsen försökt kringgå någon aktiemarknadsrättslig regel. Vidare kan god sed på aktiemarknaden användas ur ett normativt hänseende.

⁸⁹ I samband med ett offentligt uppköpserbjudande brukar aktiekursen handlas runt budkursen. I samband med att budet faller finns det inget som driver upp kursen igen vilket betyder att bolaget hade värderats på sina egna siffror och inte på spekulation om ett uppköp.

Ur detta perspektiv har styrelsen snarast agerat korrekt i och med regelverkets förändring, se avsnitt 1.4.

3 Den första aktiebolagsrättsliga delen

3.1 Introduktion till den aktiebolagsrättsliga delen

Det finns en grundläggande kompetensfördelning i ABL som fördelar kompetensen mellan bolagsstämman och bolagsledningen. Svensk rätt har sedan 1848 haft en hierarkisk organisation inom aktiebolagsrätten varigenom bolagsstämman har en exklusiv kompetens i vissa frågor och möjligheten att lämna bindande instruktioner i alla typer av förvaltningsfrågor. Lydnadsplikten⁹⁰ för bolagsledningen är sanktionerad dels i form av skadeståndsansvaret, dels i form av möjligheten att entlediga styrelsen.⁹¹ Det finns dock ett antal tillfällen, vilka ska undersökas nedan, när bolagsledningen inte är tvungen att följa bolagsstämmans instruktioner.

Nedan följer två kapitel vilka innehåller uppsatsens aktiebolagsrättsliga del. Först, i detta kapitel, redogörs för Instruktionens förhållande till principen att uppenbart bolagsskadliga åtgärder inte får genomföras. I nästkommande kapitel redogörs för andra aktiebolagsrättsliga aspekter i förhållande till Instruktionen.

3.2 Förbudet att genomföra uppenbart bolagsskadliga åtgärder

I 96 § i 1944 års aktiebolagslag återfanns ett uttryckligt förbud för styrelsen att genomföra en rättshandling om rättshandlingen innebar ett uppenbart åsidosättande av bolagets intressen.⁹² Utredningen som låg till grund för 1975 års aktiebolagslag anmärkte att övriga nordiska utredningar inte hade intagit ett förbud för styrelsen att genomföra uppenbart bolagsskadliga beslut varför den svenska utredningen inte heller ansåg det nödvändigt att behålla lagrummet. Departementschefen ansåg istället att generalklausulerna skulle träffa fall som annars hade träffats av förbudet. Departementschefen ansåg således att det inte skedde någon förändring av rättsläget i och med

⁹⁰ Lydnadsplikten framgår indirekt av 8 kap. 41 § ABL, se Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 8 kap. 41 § ABL.

⁹¹ Dotevall (2017) s. 32.

⁹² Se 96 § i lag (1944:705) om aktiebolag; Åhman (1997) s. 745.

borttagandet av 96 § i 1944 års aktiebolagslag.⁹³ Vidare uttrycktes i förarbetena till 1975 års aktiebolagslag att styrelsen skulle åläggas en skyldighet att väcka klandertalan mot uppenbart bolagsskadliga åtgärder. Någon sådan lagregel ansågs däremot inte nödvändig.⁹⁴

Nerep, Adestam och Samuelsson anser fortfarande att det finns en princip som stipulerar att en styrelse inte får följa ett stämmobeslut om beslutet uppenbart strider mot bolagets intresse.⁹⁵ Även Andersson, Johansson och Skog anser att det finns en princip som stipulerar att anvisningar från bolagsstämman inte får följas om anvisningen uppenbart åsidosätter bolagets intresse. Detta gäller oavsett om anvisningen från stämman uppfyller rekvisiten i generalklausulen eller inte.⁹⁶

Åhman är inte enig med departementschefen utan anser att det finns fall när otillbörlighetsrekvisitet inte är uppfyllt i generalklausulen samtidigt som den bolagsskadliga åtgärden träffar alla aktier lika, varför likhetsprincipen inte nödvändigtvis överträds⁹⁷. Åhman exemplifierar en sådan situation genom följande scenario. En bolagsstämma med knapp majoritet beslutar att instruera styrelsen att höja priset på bolagets produkter. Styrelsen motsätter sig detta då marknadsundersökningar visar att priset är optimalt och att ett högre pris kommer att leda till minskad försäljning. Om nu bolaget de facto får lägre vinst till följd av det högre priset anser Åhman inte att instruktionen från stämman är otillbörlig. Däremot anser han att en lagreglering likt den i 1944 års aktiebolagslag hade varit tillämpningsbar i situationen varför anvisningen hade varit ogiltig.⁹⁸

Åhman anser vidare det vore egendomligt om styrelsen, som enligt lag sköter förvaltningen av bolaget, behöver genomföra rättshandlingar som strider mot bolagets intresse. Han anser det rent av vore uppseendeväckande då styrelsen tidigare hade möjligheten att inte lyda en sådan anvisning samtidigt som rättsutvecklingen sedan dess har utökat styrelsen makt i förhållande till bolagsstämman.⁹⁹

Även Nial har kommenterat borttagandet av den uttryckliga regleringen av förbudet för styrelsen att vidta rättshandlingar som är uppenbart i strid med bolagets intresse. Styrelsen får oavsett om förbudet återfinns uttryckligen i lagtext inte agera i strid med associationens författning och det angivna syftet

⁹³ Prop. 1975:103 s. 382.

⁹⁴ Prop. 1975:103 s. 382; SOU 1971:15 s. 216.

⁹⁵ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 8 kap. 41 § ABL.

⁹⁶ Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 8 kap. 41 § ABL.

⁹⁷ Jämför dock diskussionen nedan i kapitel 4 om likhetsprincipens faktiska innebörd.

⁹⁸ Åhman (1997) s. 745 f.

⁹⁹ Åhman (1997) s. 749 f.

med associationens verksamhet. Det vanliga syftet med en association är vinst varför en handling i strid med vinstsyftet inte får företas.¹⁰⁰

Åhman anser att Nial har fog för sin åsikt. Han menar att ett bolags syfte är att bereda vinst åt aktieägarna. Ett beslut i strid med vinstsyftet är klanderbart och då även ogiltigt. Detta kräver dock att instruktionen är uppenbart i strid med bolagets intresse eftersom styrelsen annars skulle kunna vägra verkställa nästintill alla beslut. Uppenbarhetsrekvisitetet ska vidare tolkas objektivt eftersom 1944 års lagreglering innehöll ett uppenbarhetsrekvisit samtidigt som styrelsens uppfattning ska ges särskild betydelse om instruktionen är inom förvaltningsområdet.¹⁰¹

Även Östberg anser att det är klart att anvisningar från bolagsstämman, gällande bolagets förvaltning, inte får verkställas om anvisningen innebär ett uppenbart åsidosättande av bolagets intresse. Hennes åsikt baseras på doktrin varav den största delen av doktrin redogörs för ovan.¹⁰²

Skog är däremot tveksam till att det skulle finnas en självständig princip som ålägger styrelsen en plikt att inte verkställa beslut som uppenbart strider mot bolagets intresse. Han anser att sådana beslut istället i praktiken bör strida mot vinstsyftet eller likhetsprincipen varför en sådan anvisning inte får verkställas på den grunden. Förarbetsuttalandet, att styrelsen har en skyldighet att väcka talan mot bolagsskadliga stämmanvisningar, saknar vidare relevans då en regel som skyddar bolagets blivande aktieägare eller fordringsägare inte måste väckas inom viss tid. Om en instruktion istället strider mot en minoritetsskyddsregel torde det vara varje enskild aktieägares uppgift att angripa beslutet genom talan. Om ingen minoritetsägare väcker en sådan talan anser Skog att det inte är styrelsens plikt att agera som förmyndare för minoriteten genom att väcka talan å minoritetens vägnar. Han anser dock att diskussionen ovan inte har någon praktisk betydelse.¹⁰³

I en tingsrättsdom har principen att åtgärder som uppenbart strider mot bolagets intresse inte får verkställas delvis diskuterats. Omständigheterna i fallet var komplicerade men bestod i stora drag av att ett bolags lager såldes mot icke förfallna fordringar vilket resulterade i att bolaget likviderades på grund av sin dåliga likviditet. I rättsfallet uttalar tingsrätten att skadeståndsskyldighet "[...] kan inträda även om vederbörande verkställer ett beslut fattat på en bolagsstämma, om beslutet skadar bolaget."¹⁰⁴

¹⁰⁰ Nial (1988) s. 111.

¹⁰¹ Åhman (1997) s. 750 ff.

¹⁰² Östberg (2016b) s. 255.

¹⁰³ Skog (2018) s. 245.

¹⁰⁴ Stockholms tingsrätts dom den 8 september 2009 i mål nr T 9377-04, s. 45.

3.3 Mer om bolagets intresse

Om rättsprincipen att en åtgärd som är uppenbart bolagsskadlig inte får vidtas är som ovan framgår omdiskuterad. Om rättsprincipen fortfarande återfinns i svensk rätt analyseras i nästkommande avsnitt. I detta avsnitt redogörs för vilka olika synsätt som finns gällande hur ”bolagets intresse” ska förstås.

I NJA 1981 s. 1117 berördes kortfattat vad som utgör bolagets intresse. Rättsfallet berörde styrelsejäv i ett helägt dotterbolag, omständigheterna i övrigt är irrelevanta för uppsatsen. Domstolen uttalade att jävsreglerna ”[...] syftar till att i dessa situationer skydda bolagets, dvs ytterst aktieägarnas, intressen.” I förarbeten hänvisas fortfarande till fallet som att det motsvarar gällande rätt.¹⁰⁵

I NJA 2013 s. 117 berördes delvis frågan om vad som utgör en associations intresse. A, B och C ägde ett aktiebolag och bildade även en bostadsrättsförening. I bostadsrättsföreningen blev A, B och C medlemmar och styrelseledamöter. Aktiebolaget sålde därefter en fastighet till bostadsrättsföreningen där A, B och C var ensamma medlemmar. Bostadsrättsföreningen och aktiebolaget ingick ett entreprenadavtal gällande uppförandet av byggnader på fastigheten vilket inkluderade ett garage till byggnaden.

Efter viss tid reviderades entreprenadavtalet mellan aktiebolaget och bostadsrättsföreningen. Revideringen av avtalet bestod i att skyldigheten för aktiebolaget att bygga garaget bortföll. Denna förändring motsvarades dock inte av någon prisjustering vilket gjorde att förändringen gynnade aktiebolaget på bostadsrättsföreningens bekostnad eftersom det resulterade i en kostnadsbesparing för aktiebolaget samtidigt som bostadsrättsföreningen inte erhöll garaget vilket man betalat för. Vid denna tidpunkt hade 64 andra personer ingått ett reservationsavtal vilket gav personerna rätt att teckna förhandsavtal för bostadsrätterna i föreningen. Då dessa enbart ingått ett reservationsavtal var personerna inte medlemmar vid bostadsföreningen när entreprenadavtalet reviderades. I samband med att andra medlemmar tillträdde bostadsrättsföreningen valde bostadsrättsföreningen att väcka en skadeståndstalan mot A, B och C med yrkandet att de agerat uppsåtligt eller vårdslöst och därigenom skadat bostadsrättsföreningen. A, B och C gjorde å sin sida gällande att samtliga medlemmar samtyckt till beslutet.

Högsta domstolen inledde avgörandet med att konstatera att samtyckesprincipen betyder att fakultativa normer kan åsidosättas om

¹⁰⁵ Se prop. 1997/98:99 s. 93 s. 214.

samtliga medlemmar samtycker därtill. Beslutet som föreningen tog när den medgav en förändring av byggnaden ansåg domstolen vara ett beslut som omfattas av samtyckesprincipen. Domstolen besvarade därefter frågan om det finns skäl att göra avsteg från principen i följande fall, vilket besvarades nekande. Domstolen nådde därför slutsatsen att ett beslut som fattats inom en bostadsrättsförening med samtliga dåvarande medlemmars samtycke inte kan föranleda skadeståndsskyldighet för styrelseledamöterna oavsett om beslutet är ogynnsamt för föreningen. Domstolen uttalade även att "[...] associationens intresse anses vara detsamma som medlemmarnas gemensamma ekonomiska intresse."¹⁰⁶ Arvidsson har kommenterat NJA 2013 s. 117 och anser att fallet klarlägger synsättet att associationens intresse uttömmande består av samtliga dåvarande associationsmedlemmars intressen.¹⁰⁷

Östberg anser att det finns en enighet i doktrin angående att bolagets intresse utgör aktieägarnas intresse. Hon menar även att aktieägarnas intresse ska förstås som aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse. Att koppla det hypotetiska intresset till vinstsyftet är dock inte lämpligt. Östberg konstaterar, i enlighet med vad som konstaterats nedan i avsnitt 4.3, att vinstsyftet ska beaktas med ett långsiktigt tidsperspektiv. Hon anser dock inte att detta tidsperspektiv är lämpligt för att utvärdera vad aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse är då flera olika åtgärder, i samma situation, kan motiveras utifrån ett långsiktigt vinstsyfte. Istället omfattas det av bolagsledningens kompetens att avgöra vad som är i aktieägarnas gemensamma intresse.¹⁰⁸

Taxell har en annorlunda uppfattning och anser att bolagets intresse ska förstås såsom ekonomisk stabilitet och utveckling eftersom företag som bedrivs framgångsfullt är gynnsamt för alla bolagets intressenter.¹⁰⁹ Stattin är kritisk till Taxells definition av bolagets intresse då intresset blir svårt att fastställa och använda i en specifik situation. Ekonomisk stabilitet och utveckling kan motivera en vägrad verkställighet av nästan alla beslut vilket inte är syftet med rättsprincipen.¹¹⁰

Åhman är av uppfattning att bolagets intresse är kopplat till bolagets vilja vilket motsvarar de uppfattningar som bolagets viljebildningsorgan har, vilket i första hand är bolagsstämman. I avsaknad av bolagsstämmodirektiv får bolagets vilja formuleras av styrelsen, speciellt i frågor som är kopplade till

¹⁰⁶ NJA 2013 s. 117 p. 21 ff.

¹⁰⁷ Arvidsson (2014b) s. 659 f.

¹⁰⁸ Östberg (2016a) s. 464.

¹⁰⁹ Taxell (1988) s. 13.

¹¹⁰ Stattin (2008) s. 215 f.

förvaltningen av bolaget. Det gör att en åtgärd som strider mot vinstsyftet är en åtgärd som strider mot bolagets intresse. Åtgärden måste dock inte faktiskt orsaka bolaget skada utan det är tillräckligt att åtgärden är ägnad att orsaka bolaget skada eller att åtgärden typiskt sett medför skada för att åtgärden ska strida mot bolagets intresse.¹¹¹

Stattin är kritisk till Åhmans definition av bolagets intresse eftersom stämmans manifesterade vilja kommer till uttryck genom stämmodirektiv. Om bolagets intresse är stämmans vilja kommer ett stämmodirektiv aldrig kunna strida mot bolagets intresse eftersom direktivet skulle strida mot sig själv. Åhmans resonemang är således, enligt Stattin, ett cirkelresonemang.¹¹²

Stattin kopplar istället bolagets intresse till skadestandsreglerna i 29 kap. ABL. Enligt 29 kap. 1 § ABL är bolaget, aktieägare och annan skadestandsberättigad under vissa förutsättningar. Stattin anser då att åtgärder och underlåtenheter som resulterar i skadeståndsskyldighet strider mot bolagets intresse och får av den anledningen inte verkställas. Anknytningen till skadestandsreglerna betyder att bolagets intresse primärt skyddar aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse i bolaget och sekundärt, om bolaget skulle gå i konkurs, borgenärernas intressen.¹¹³

Eftersom Stattin definierar bolagets intresse med hjälp av skadestandsregler betyder det att styrelsens prövningsplikt av en stämmanvisning inte gäller avseende aktieägarnas gemensamma intresse om samtliga aktieägare samtycker till beslutet.¹¹⁴

Även Ydén anser att bolagets intresse är synonymt med aktieägarnas gemensamma intresse. Viss vägledning avseende vad som utgör det gemensamma intresset kan även utrönas ur verksamhetssyftet. Ydén uppmärksammar dock att bolag som är noterade har aktieägare vars syften med investeringen skiljer sig markant åt. Av den anledningen anser Ydén att det är olämpligt att tala om ett enhetligt aktieägarintresse.¹¹⁵

Dotevall är av åsikten att bolagets intresse traditionellt innebär aktieägarnas kollektiva intresse då aktieägare, i egenskap av stiftare, bildar bolaget, beslutar om bolagets verksamhet och kan besluta att likvidera bolaget. Aktieägarnas intresse kan vidare kopplas till verksamhetens syfte vilket

¹¹¹ Åhman (1997) s. 808 ff.

¹¹² Stattin (2008) s. 219 f.

¹¹³ Stattin (2008) s. 214.

¹¹⁴ Stattin (2008) s. 215.

¹¹⁵ Ydén (2008) s. 342

vanligtvis är vinstsyftet.¹¹⁶ Aktieägare kan i sin tur delas in i två grupper. Den första gruppen är nuvarande aktieägare och den andra gruppen är framtida aktieägares intressen. De nuvarande aktieägarna i ett börsnoterat bolag har sannolikt ett gemensamt intresse nämligen att aktiernas värde i bolaget ska öka. Hur värdet ska öka kan skilja sig åt genom att vissa aktieägare anser att utdelningar är det viktigaste medan andra anser att värdetillväxt, genom att bolaget växer, är viktigare. Framtida aktieägares intresse menar Dotevall är att aktierna ska vara lätta att sälja vilket betyder att likviditeten i bolagets aktier ska vara högt. Bolagets intresse omfattar dock enbart nuvarande, och inte framtida, aktieägares intresse.¹¹⁷

Nerep, Adestam och Samuelsson anser att bolagets intresse utgör aktieägarnas gemensamma intresse vilket dock inte får förväxlas med varje aktieägares egenintresse. Samverkan i aktiebolag kräver att varje aktieägare accepterar att egenintresset inskränks vilket betyder att bolagets intresse är aktieägarnas inskränkta egenintresse.¹¹⁸

3.4 Analys angående förbudet att genomföra uppenbart bolagsskadliga åtgärder

Följande analys är uppdelad i två delar, i den första delen analyseras huruvida förbudet mot att genomföra uppenbart bolagsskadliga åtgärder återfinns som rättsprincip i svensk rätt. I den andra delen analyseras hur bolagets intresse ska förstås. I nästkommande avsnitt analyseras Instruktionen och om den får genomföras mot bakgrund av förbudet mot att genomföra uppenbart bolagsskadliga åtgärder.

3.4.1 Återfinns rättsprincipen i gällande rätt?

Departementschefens uttalande, att generalklausulen är tillämplig när 96 § tidigare skulle varit tillämplig, är, vilket Åhman påvisar, felaktigt. Klart är i alla fall att någon förändring av rättsläget inte skulle ske i och med borttagandet av 96 § i 1994 års aktiebolagslag. Även uttalandet i förarbeten att styrelsen skulle tvingas klandra bolagsskadliga åtgärder tyder på att lagstiftaren anser att det finns en rättsprincip som stipulerar att uppenbart bolagsskadliga åtgärder inte får genomföras, speciellt eftersom detta uttalande är mer långtgående än uttalandet att uppenbart bolagsskadliga

¹¹⁶ Dotevall (2017) s. 143 f. samt s. 357

¹¹⁷ Dotevall (1989) s. 358

¹¹⁸ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 7 kap. 47 § ABL.

beslut inte får verkställas. Förarbeten tyder då onekligen på att uppenbart bolagsskadliga åtgärder inte får verkställas, men det kan inte fastställas varför doktrin måste analyseras för att klarlägga gällande rätt.

Åhmans argument, att bolagsledningen har fått mer och mer makt visavi stämman i samband med de senaste reformerna av aktiebolagslagen, är ett starkt argument, väl förankrat i aktiebolagslagen och dess utveckling. Vidare framstår det som en självklarhet för andra författare att en sådan rättslig princip existerar. Exempelvis motiverar inte ens Andersson, Johansson och Skog sin ståndpunkt. Ett sådant uttalande kan dock inte ges någon avsevärd tyngd då doktrin ska bedömas utifrån logiken i argumentationen. I detta fall är Åhman och Nials argument starkast.

Om Skogs åsikt analyseras mer noggrant framkommer det att han gör samma bedömning som departementschefen, nämligen att likhetsprincipen och vinstsyftet gör att en anvisning inte får verkställas. I detta fall påvisar Åhmans exempel att författaren har missbedömt rättsläget. Vidare anser Skog att styrelsen definitivt inte har en skyldighet att väcka talan mot en bolagsskadlig stämmoinstruktion. Doktrin är dock underordnad förarbeten varför Skogs uttalande i sin helhet kan bortses ifrån. Vidare förefaller det som att en sådan princip de facto tillämpas av tingsrätter. Tingsrättsdomar har dock inte prejudicerande verkan men det hänvisade tingsrättsfallet visar ändå att en sådan rättsprincip tillämpas.

Sammanfattningsvis talar alltså förarbeten och doktrin för att det finns en rättsprincip som innebär att uppenbart bolagsskadliga åtgärder inte får verkställas. Eftersom ingen omständighet talar emot att en sådan rättsprincip finns kan det fastslås att det enligt gällande rätt är förbjudet att vidta en åtgärd som uppenbart är i strid med bolagets intresse.

3.4.2 Hur ska bolagets intresse förstås?

Av ovan framgår det att HD i NJA 1981 s. 1117 i en bisats uttalat att bolagets intresse är aktieägarnas intresse. Det uttalandet är förenligt med NJA 2013 s. 117 där HD har förtydligat definitionen till att associationens ägare, vid tidpunkten för beslutet, utgör associationens intresse.

Frågan är då vilka intressen som ska beaktas. I NJA 2013 s. 117 ger HD viss vägledning till detta genom att konstatera att det är medlemmarnas gemensamma ekonomiska intresse. Arvidssons analys av NJA 2013 s. 117 är att prejudikatet bekräftar doktrin. Jag anser dock att viss kritik kan riktas mot Arvidsson eftersom han inte problematiserar rättsfallet och om rättsfallet går att använda till alla associationer i alla situationer.

Ett exempel på att NJA 2013 s. 117 inte är tillämpningsbart i alla situationer är att intresset hos medlemmarna i fallet var klarlagt och tydligt. Det är enligt min åsikt inte någonsin fallet i ett börsnoterat bolag. I NJA 2013 s. 117 ges enbart vägledningen att det ska vara medlemmarnas gemensamma ekonomiska intresse som är avgörande. För det fall att det inte går att klargöra aktieägarnas faktiska intresse återfinns då, enligt min åsikt, två alternativ för hur aktieägarnas intresse ska förstås. Antingen utgör aktieägarnas intresse ett hypotetiskt gemensamt intresse eller utgör aktieägarnas intresse det gemensamma inskränkta egenintresset aktieägarna har. Företrädare för den förstnämnda definitionen är främst Östberg och Stattin medan företrädare för det andra definitionen är Nerep, Adestam och Samuelsson. I doktrin förekommer dock andra definitioner av bolagets intresse vilka ska diskuteras först, därefter återkommer diskussionen hur aktieägarnas gemensamma intresse ska fastställas.

Åhmans åsikt, att bolagets viljebildningsorgan ger uttryck för bolagets intresse, anser jag, likt Stattin, vara en mindre lämplig definition av bolagets intresse om inte alla aktieägare är överens. I ett aktiemarknadsbolag skulle det ge styrelsen allt för stor frihet eftersom styrelsen, vid avsaknad av stämmodirektiv, enligt Åhman då bestämmer vad bolagets intresse är. Det skulle även ge en kontrollägare en allt för stor makt eftersom denna då kan diktera bolagets vilja, utan att äga hela bolaget. Om alla aktieägare är överens stipulerar även NJA 2013 s. 117 att aktieägarnas intresse är deras faktiska intresse. Således är Åhmans definition av aktieägarnas intresse enbart korrekt om ett enhälligt stämmodirektiv har fattats.

Även Taxells definition av bolagets intresse är olämplig ur två aspekter. Dels har Stattin fog för sin kritik då en sådan definition kan resultera vägrad verkställighet av nästan alla beslut, dels är Taxells definition inte förenlig med praxis. Taxells definition av bolagets intresse representerar således inte gällande rätt.

Frågan återstår då om aktieägarnas intresse ska bestämmas utifrån det gemensamma hypotetiska intresset eller gemensamma inskränkta egenintresset. Det återfinns ingen högre rättskälla som talar för den ena eller andra tolkningen. I NJA 2013 s. 117 stipuleras att associationens ekonomiska intresse ska utgöra associationens intresse. Det talar för att andra faktorer, som exempelvis om alla medlemmar vill köpa in tulpaner till sitt gemensamma kontor, inte kan beaktas. Samtidigt har ett sådant inköp en ekonomisk dimension vilket nästan alla åtgärder har på något sätt. Således är vägledningen ”ekonomiskt” litet i förhållande till om aktieägarnas inskränkta egenintresse eller hypotetiska gemensamma intresse ska användas. Samtidigt

bör frågan ställas, hur utreds aktieägarnas inskränkta gemensamma intresse i ett aktiemarknadsbolag? Det måste enligt min uppfattning avgöras utifrån hypotetiska antaganden. Således är alternativen närliggande och praktiskt sett bör det inte bli någon skillnad mellan vilket alternativ som väljs. Nedan kommer således alternativen att behandlas som ett alternativ och benämnas som hypotetiska gemensamma aktieägarintresse. Frågan kvarstår dock, vad betyder detta och vad är intresset? Då det saknas rättsdogmatiska argument används ett rättsekonomiskt perspektiv. Ett antagande är då att investerarna söker avkastning på sitt kapital samt att denna avkastning ska vara högsta möjliga. En direkt koppling till vinstsyftet, vilket vissa författare förordar, är dock inte lämpligt med tanke på vinstsyftets oklarhet, se avsnitt 4.3 nedan. Lämpligare är istället att koppla aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse till avkastningen på aktierna, i form av värdetillväxt eller utdelning eftersom det är vad aktieägarna i regel vill och kan tillgodogöra sig, vilket även Dotevall förespråkar.

Värdetillväxt kan åstadkommas dels genom multipelexpansion¹¹⁹, dels genom att bolaget växer utan att bolagets värdering förändras. I detta fall bör värdetillväxt utan multipelförändring vara vägledande eftersom multipelexpansioner vanligtvis inte är permanenta. Multipelexpansioner är även mer hänförligt till det allmänna börs- och konjunkturläget snarare än till bolagets verksamhet och utveckling. Bolagets värdetillväxt, rensat för multipelkontraktion respektive multipelexpansion, följer bolagets utveckling i kassaflödet, resultat- och balansräkningen. Exakt vilken av dessa parametrar som ska användas beror på vilket sorts bolag det är. Ett fastighetsbolag värderas annorlunda jämfört med en bank varför dessa bör beaktas annorlunda.

Ytterligare en anledning att koppla aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse till bolagets utveckling av kassaflödet, resultat- och balansräkningen är att alternativet vore att hänföra bolagets intresse till utvecklingen av bolagets börskurs. En stor nackdel med en anknytning till bolagets börskurs är att det är svårt att utröna vad som orsakat en eventuell nedgång i börskursen. Det är således svårt att isolera enskilda åtgärders effekt på börskursens utveckling. Vidare är det svårt att beakta vilka krav som ska ställas på börskursen i ett enskilt bolag. Ska det relevanta bolagets börskurs gå upp i absoluta tal eller är det tillräckligt att bolagets börskurs går bättre än konkurrerande bolag i samma bransch? Ytterligare en konsekvens av att använda börskursen är att bolagsledningarna skulle bli mer fokuserade på att

¹¹⁹ Multipelexpansion är exempelvis att bolagets P/E-tal växer utan bolagets vinst per aktie växer. Resultatet av detta är att bolaget enbart värderas högre utan att bolaget tjänar mer pengar. P/E-tal är dock inte det enda multipeltalet som går att använda utan det finns även tal såsom EV/EBIT och P/S; se fotnot 32 för hänvisningar.

vårda bolagets aktiekurs. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv kan detta inte anses önskvärt då det ger bolagsledningen incitament att agera kortsiktigt. Detta kan skapa incitament att inte företa långsiktiga investeringar vilket kan skada samhället på lång sikt. Att aldrig använda börskurser kan dock inte heller anses som en lämplig rättsordning.

Om exempelvis ett bolag går ut med ett pressmeddelande att bolaget ska börja fokusera på en helt annan verksamhet och börskursen några minuter efter pressmeddelandet faller talar detta för att åtgärden inte är i bolagets intresse. Samtidigt bör även en sådan ändring av verksamheten få en negativ effekt på bolagets kassaflöde, resultat- eller balansräkning varför även denna metod går att använda i det exemplifierade fallet. Börskursen kan således användas för det fall att börskursen är en direkt funktion av bolagets utveckling. Att det skulle vara fallet vid varje givet tillfälle är jag dock tveksam till.

Av ovanstående anledningar utgör aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse att bolaget ska ha högsta möjliga värdetillväxt. I detta fall ska det bortses från kortare svängningar som beror på multipelförändringar av bolagets aktiekurs. Aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse är således synonymt med att bolaget ska utvecklas positivt över tid.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att vad som utgör bolagets intresse beror på det enskilda fallet. Om aktieägarnas faktiska intresse går att fastställa och att detta är enhetligt utgör det bolagets intresse. För andra fall ska aktieägarnas gemensamma hypotetiska intresse fastställas. Då ska det hypotetiska gemensamma intresset fastställas utifrån att aktieägarna vill ha maximal avkastning på sin investering, genom värdetillväxt eller utdelning.

3.5 Är Instruktionen uppenbart i strid med bolagets intresse?

Det är självklart, mot bakgrund av röstningsresultatet i avsnitt 1.2, att aktieägarna i Haldex inte har ett gemensamt, fastställbart, intresse. Således utgör aktieägarnas intresse det hypotetiska gemensamma intresset vilket är maximal avkastning. Som framgår av avsnitt 2.8 har slutsatsen redan dragits att styrelsen skulle ha orsakat bolaget skada om styrelsen hade följt Instruktionen eftersom bolaget fortsatte lida skada. Således skulle ett agerande att följa Instruktionen inte vara i bolagets intresse.

Ytterligare ett rekvisit för att principen ska vara tillämplig är att Instruktionen uppenbart måste strida mot bolagets intresse. I Haldexsituationen anser jag att även detta rekvisit är uppfyllt. Det står klart att bolaget lider skada av att

samarbeta och fortsätta verka för uppköpserbudandet. Det står även klart att erbjudandet skulle falla i och med budtidens utlöpande. Rekvisitet ”uppenbart” är således uppfyllt. Av ovanstående anledningar har styrelsen agerat korrekt när denna beslutat sig för att inte följa Instruktionen.

4 Den andra aktiebolagsrättsliga delen

4.1 Introduktion

Styrelsen ska, som framgår av 3.1, följa Instruktionen om det inte finns grund att inte följa den. I detta kapitel redogörs för två grunder vilka resulterar i att styrelsen inte måste följa Instruktionen. Antingen kan instruktionen vara ogiltig på grund av generalklausulerna eller på grund av 8 kap. 41 § 2 st. ABL. I 8 kap. 42 § 2 st. fastslås att en ställföreträdare inte får följa en anvisning av bolagstämman eller något annat bolagsorgan om anvisningen inte gäller därför att den strider mot ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.¹²⁰ För att avgöra om Instruktionen från Haldexstämman är ogiltig på denna grund måste därför först andra aktiebolagsrättsliga reglers innebörd utredas. Likhetsprincipen i 4 kap. 1 § ABL är just en regel som Instruktionen kan bryta emot. Likhetsprincipen och generalklausulerna har dock snarlika tillämpningsområden och det återfinns en oenighet i doktrin gällande dessa två rättsreglers tillämpningsområde och innebörd. Först utreds därför förhållandet mellan dessa två rättsregler.

4.2 Generalklausulen och likhetsprincipen

I 7 kap. 47 § ABL återfinns vad som vanligtvis kallas generalklausulen.¹²¹ Vissa författare benämner dock det nämnda lagrummet likhetsprincipen.¹²² Nedan kommer uttrycket generalklausulen att användas när 7 kap. 47 § ABL åsyftas. Generalklausulen fastslår att:

”[b]olagsstämman får inte fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.”

I 8 kap. 41 § 1 st. återfinns en motsvarande regel men detta lagrum riktar sig gentemot styrelsen eller någon annan ställföreträdare. Dessa får inte:

¹²⁰ Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 8 kap. 41 § ABL.

¹²¹ Se Arvidsson (2014a) s. 263 ff. samt 272 ff.

¹²² Se Skog (2018) s. 242; Personligen tolkar jag Skog såsom att likhetsprincipen återfinns i flertalet lagrum i ABL och att 7 kap. 47 § ABL är ett av lagrummen och att 4 kap. 1 § ABL likväl ger uttryck för likhetsprincipen.

”[...]företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.”

Dessa två lagrum har samma rekvisit, nämligen att en åtgärd ska vara ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan, till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Skillnaden mellan lagrummen är därför enbart vem som företar rättshandlingen eller fattar beslutet. 7 kap. 47 § ABL riktar sig gentemot bolagsstämman medan 8 kap. 41 § 1 st. ABL riktar sig gentemot styrelsen eller någon annan ställföreträdare. Av förenklingshänseende benämns båda dessa lagrum generalklausulen framöver¹²³.

Båda generalklausulerna benämns även generalklausulen mot bakgrund av att lagrummen, enligt doktrin, har samma innebörd och krav på otillbörlighet. Det beror på att det annars vore frestande för bolagsledningen att använda sig av ”organ shopping” vilket betyder att ägaren låter det bolagsorgan med minst kompetensbegränsningar fatta ett visst beslut. Om det inte vore fallet skulle exempelvis en majoritetsägare, i ett bolag ägt av två personer, kunna påkalla en bolagsstämma för att fatta ett otillbörligt beslut samtidigt som styrelsen inte hade haft denna möjlighet.¹²⁴

Vidare återfinns en bestämmelse i 4 kap. 1 § ABL som benämns likhetsprincipen.¹²⁵ I lagrummet stipuleras att ”[a]lla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av 2-5 §§.” Hur generalklausulen och 4 kap. 1 § ABL förhåller sig till varandra utreds nedan.

4.2.1 Praxis och doktrin om förhållandet mellan generalklausulen och likhetsprincipen

Enligt Johansson har de flesta författare uppfattat skillnaden mellan likhetsprincipen och generalklausulen som framgår av lagtexten. Betydelsen av detta är att likhetsprincipen reglerar förhållandet mellan aktierna medan generalklausulen reglerar förhållandet mellan aktieägare.¹²⁶ Pehrson har tidigare förklarat förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulen som två cirklar som till största del överlappar varandra. Likhetsprincipen omfattar åtgärder som ger aktieägare i samma bolag fördelar och nackdelar medan generalklausulen även omfattar fördelar som bereds andra än aktieägare.¹²⁷

¹²³ I den mån någon av dessa lagrum speciellt vill benämnas förtydligas detta genom skrivningarna ”bolagsstämmogeneralklausulen” eller ”styrelsegeneralklausulen”.

¹²⁴ Dotevall (2017) s. 155.

¹²⁵ Se exempelvis Bergström & Samuelsson (2015) s. 40.

¹²⁶ Johansson (2016) s. 168.

¹²⁷ Pehrson (1987) s. 500.

Andersson och Pehrson anser dock att likhetsprincipen måste beaktas mot bakgrund av EU:s bolagsdirektiv¹²⁸ och vad som numera fastslås i artikel 85 i EU:s bolagsdirektiv. I artikel 85 stipuleras att medlemsstaternas lagstiftning måste behandla aktieägare som befinner sig i samma ställning lika.

Johansson uppmärksammar att artikel 85 berör likheten mellan aktieägare samtidigt som artikeln inte innehåller något otillbörlighetsrekvisit. Detta betyder att varken likhetsprincipen eller generalklausulen, i dess traditionella tolkning att likhetsprincipen berör aktier och generalklausulen berör aktieägare, korrekt implementerar artikel 85. Detta gör att Johansson anser att likhetsprincipen numera behöver tolkas såsom att den innebär att:

”aktier med samma rättigheter skall behandlas lika och att aktieägare som befinner sig i samma rättsställning skall behandlas lika, proportionellt med sitt respektive innehav.”¹²⁹

Samtidigt bör det uppmärksammas att bolagsdirektivet berör publika aktiebolag.¹³⁰ Johansson anser dock, mot bakgrund av ABL:s struktur och med anledning av att motsatsen skulle orsaka tillämpningssvårigheter, att hans tolkning av likhetsprincipen bör tillämpas på samma sätt i både privata och publika aktiebolag.¹³¹

Östberg är av en uppfattning liknande Johanssons uppfattning. Hon anser dock att det inte spelar någon roll om likhetsprincipen tolkas extensivt i ljuset av EU:s bolagsdirektiv eller om principen härleds ur allmänna associationsrättsliga principer. Likhetsprincipen tar oavsett sikte på aktieägarnas likväl som aktiernas rätt i bolaget.¹³² Även Andersson och Pehrson är av uppfattningen att likhetsprincipen omfattar både aktieägare och aktiernas ställning.¹³³

Bergström och Samuelsson har en annorlunda uppfattning. De anser att likhetsprincipen tar sikte på aktierna i bolaget eftersom aktiebolaget är en kapitalassociation och inte en personassociation. Detta betyder att varje tolkning av likhetsprincipen behöver starta från denna utgångspunkt. Likhetsprincipen slår fast att förhållandet mellan aktieägarnas andelsinnehav

¹²⁸ Sedan publicering har ett nytt direktiv tillkommit som ersätter bolagsdirektivet som författarna hänvisar till, motsvarande artikel som författarna hänvisar till återfinns i artikel 85 i Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/1132 av den 14 juni 2017 om vissa aspekter av bolagsrätt; nedan benämns direktivet som EU:s bolagsdirektiv.

¹²⁹ Johansson (2016) s. 170.

¹³⁰ Jmf. exempelvis artikel 2 och motivering fyra i preambeln i EU:s bolagsdirektiv.

¹³¹ Johansson (2016) s. 170.

¹³² Östberg (2018) s. 14.

¹³³ Andersson & Pehrson (2008) s. 124.

är oförändrat eller att förhållandet förändras enbart på ett sätt som är tillåtet enligt aktiebolagslagen eller enligt bolagsordningen. Varje avvikelser från likhetsprincipen kräver således stöd i lag eller bolagsordning.¹³⁴

Eklund och Stattin anser att likhetsprincipen är en allmän associationsrättslig princip. Grundprincipen är att alla associationsmedlemmar ska behandlas lika vilket för aktiebolag betyder att likhetsprincipen omfattar aktier och aktieägares ställning. Som uttryck för likhetsprincipen återfinns 4 kap. 1 § ABL vilket inte får betraktas vara en uttömmande reglering. Principen gäller dock både aktieägare och deras aktier. Eklund och Stattin påpekar även generalklausulen och likhetsprincipen har behandlats tillsammans i förarbeten vilket talar för att principerna är tätt förknippade. Dessa två principer bör ha överlappande, men inte ett identiskt tillämpningsområde. Författarna anser således att likhetsprincipen omfattar både aktierna och aktieägarnas lika rätt.¹³⁵

Även Dotevall anser att likhetsprincipen omfattar aktieägares rätt i bolaget. Han anser dock att likhetsprincipen måste beaktas tillsammans med generalklausulen då även generalklausulen ger uttryck för principen om alla aktieägares lika rätt.¹³⁶

Arvidsson, Nerep, Adestam och Samuelsson analyserar likhetsprincipen, generalklausulen och en princip som benämns likbehandlingsprincipen mot bakgrund av NJA 2013 s. 1250. I rättsfallet ägde ett antal personer aktier, däribland A, och arbetade i ett bolag. Aktieägarna hade sinsemellan ingått i ett aktieägaravtal. Efter viss tid uppstod starka meningsmotsättningar mellan A och alla andra aktieägare. A erbjöds köpa allas aktier till ett visst pris eller att överlåta sina aktier för samma pris till övriga aktieägare men någon sådan överlåtelse kom aldrig tillstånd. Därefter beslutade styrelsen att föreslå till stämman att bolaget skulle likvideras. Alla närvarande aktieägare utom A röstade för likvidationsbeslutet på bolagsstämman. Bolaget likviderades således och såldes på offentlig auktion. Köpare av bolaget var ett bolag där alla tidigare aktieägare, utom A, återfanns i ägarkretsen. A väckte genom ett aktiebolag talan mot forna aktieägare och ledningsaktörer. Högsta domstolen uttalade att:

”[g]eneralklausulerna ska ses tillsammans med likhetsprincipen, som är en grundläggande princip inom aktiebolagsrätten och som kommer till uttryck i

¹³⁴ Bergström & Samuelsson (2015) s. 40 f.

¹³⁵ Eklund & Stattin (2016) s. 186 ff.

¹³⁶ Dotevall (1989) s. 282.

4 kap. 1 § aktiebolagslagen. Den innebär att alla aktieägare är likställda och att alla aktier har lika rätt i bolaget.”¹³⁷

Vidare uttalade domstolen att generalklausulens syfte är att upprätthålla likhetsprincipen och skydda aktieägare från majoritetsägares maktmissbruk. Det betyder att generalklausulerna kan användas för att motverka åtgärder som formellt sett inte berör aktiernas lika rätt i bolaget men som de facto gynnar en annan aktieägare, på någon annans bekostnad. Samtidigt uttalade domstolen att likvidationsbeslutet formellt var desamma för samtliga aktieägare varför likhetsprincipen inte hade satts åt sidan.¹³⁸

Nerep, Adestam och Samuelsson anser att domstolen tar vara på distinktionen som görs mellan formell och reell likabehandling. I den mån domstolen menar att generalklausulerna kan upprätthålla likhetsprincipen är det likabehandlingsprincipen som domstolen diskuterar och inte likhetsprincipen vilken domstolen senare konstaterar tar sikte på åtgärder som formellt missgynnar en annan aktieägare.¹³⁹

Även Arvidsson har analyserat NJA 2013 s. 1250 och han anser att domen ger stöd för synsättet att generalklausulen och likhetsprincipen måste skiljas åt. Han anser då att likhetsprincipen behandlar medlemmarnas rättigheter i associationen. För aktiebolag betyder det att likhetsprincipen hänförs till kapitalassociationen vilken knyter an till och varierar med medlemmarnas andel i bolaget. Det betyder att aktieägare med samma antal aktier, av samma slag, har samma rättigheter i bolaget. Likhetsprincipen tillåter då bara olikheter som baseras på kvantitativa eller kvalitativa olikheter i aktieägarnas aktieinnehav. Detta ger dock ingen vägledning om vilken rätt det är. Det är till och med möjligt att det inte är någon rätt.¹⁴⁰

Likhetsprincipen måste även skiljas mot likabehandlingsprincipen. Den innebär en rätt för den enskilde medlemmen att associationen inte företar åtgärder eller fattar ett beslut som är ägnat att ge någon annan medlem en otillbörlig fördel, till nackdel för denne. Denna rättighet är emellertid begränsad till frågor där medlemmarna har samma rätt. Rättigheten är en negativ rättighet vilket betyder att medlemmar kan kräva att associationen inte fattar ett visst beslut. En medlem kan således inte påtvinga associationen att fatta ett visst beslut. Likabehandlingsprincipen förbjuder inte heller positiv särbehandling, det vill säga om en särbehandling leder till en fördel utan att

¹³⁷ NJA 2013 s. 1250 p. 9.

¹³⁸ NJA 2013 s. 1250 p.9 och 15.

¹³⁹ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 4 kap. 1 § ABL

¹⁴⁰ Arvidsson (2014a) s. 270 ff.

den motsvaras av en nackdel för någon annan då en sådan transaktion är paretosanktionerad.¹⁴¹

Arvidsson anser att likabehandlingsprincipen är begränsad ur två aspekter. För det första är principen enbart relevant om särbehandlingen är relevant för medlemskapet i associationen. För det andra är principen enbart tillämplig om medlemmarna har samma rätt. Om en aktieägare har fler aktier än en annan aktieägare har den förstnämnda aktieägaren rätt till mer utdelning, pro rata. Gällande aktiebolag anser Arvidsson att likabehandlingsprincipen har kodifierats genom generalklausulen. Arvidsson anser dock att generalklausulen ger skenet av att kunna tillämpas vidare än likabehandlingsprincipen medger genom att förmånen inte måste vara ägnad att ge någon medlem en förmån. Han anser dock att syftet med generalklausulens formulering, att inkludera utomstående, är att omfatta situationer där någon medlem använder associationen för att ge förmåner till en utomstående. Ett exempel på när Arvidsson inte anser att generalklausulen är tillämplig är om styrelsen väljer att ge bort avsevärda summor till någon som samtliga aktieägare avskyr. För sådana fall torde dock vinstmaximeringsprincipen vara tillämplig.¹⁴²

4.2.2 Analys om förhållandet mellan generalklausulen och likhetprincipen

Nedanstående analys klargör för läsaren hur generalklausulen och likhetsprincipen förhåller sig till varandra. I doktrin utkristalliseras två alternativ på frågan. Dels återfinns Arvidsson, Nerep, Bergström och Samuelsson¹⁴³ som anser att likhetsprincipen tar sikte på aktierna i bolaget på grundval av att aktiebolag är en kapitalassociation, dels återfinns Johansson, Andersson, Pehrson, Östberg, Eklund, Stattin och Dotevall¹⁴⁴ vilka anser att likhetsprinciperna tar hänsyn till aktieägarnas rätt i bolaget. Doktrin ska dock inte bedömas utifrån antalet personer som har en viss åsikt utan utifrån argumentationens logiska hållbarhet.¹⁴⁵

Starkast stöd för den senare åsikten har, enligt min uppfattning Johansson, Andersson och Pehrson vars argumentation tar utgång i artikel 85 i EU:s bolagsdirektiv vilket dock är begränsat till publika bolag. Johanssons främsta

¹⁴¹ Arvidsson (2014a) s. 272 ff.

¹⁴² Arvidsson (2014a) s. 273 ff.

¹⁴³ Deras ståndpunkt benämns nedan ”Den traditionella tolkningen” i enlighet med Johanssons terminologi.

¹⁴⁴ Ståndpunkten att likhetsprinciper omfattar aktieägares rätt i bolaget benämns nedan ”aktieägartolkningen”

¹⁴⁵ Se avsnitt 1.4

argument är att artikel 85 ställer krav på att aktieägare som befinner sig i samma ställning måste behandlas lika, vilket likhetsprincipen i dess traditionella tolkning inte uppfyller eftersom likhetsprincipen då enbart berör aktiernas ställning.

För den traditionella tolkningen av likhetsprincipen återfinns det två stycken huvudargument. Det första argumentet är att den tolkningen är mer i förenlig aktiebolagets funktion som kapitalassociation. Arvidsson finner vidare stöd för sin tolkning i NJA 2013 s. 1250 vari domstolen gjorde ett uttalande som Arvidsson anser stödjer den traditionella tolkningen av likhetsprincipen. Jag anser dock att domstolens citerade uttalande kan analyseras mer. I den första meningen uttrycker domstolen att generalklausulen och likhetsprincipen ska beaktas tillsammans och att likhetsprincipen kommer till uttryck i 4 kap. 1 § ABL. I direkt anslutning till detta konstaterar domstolen att "[d]en innebär att alla aktieägare är likställda och att alla aktier har lika rätt i bolaget"¹⁴⁶. I citatet använder domstolen uttrycksättet "den" vilket betyder att domstolen åsyftar en, och inte flera, rättsliga principer eller lagrum. Hade domstolen istället åsyftat både generalklausulen och likhetsprincipen hade domstolen troligen inlett meningen med exempelvis "dessa".

Frågan uppstår då vilken av generalklausulen och likhetsprincipen som domstolen åsyftar. Min uppfattning är att domstolen åsyftar likhetsprincipen eftersom det är den som diskuteras sist i meningen innan. Detta talar för att likhetsprincipen, enligt HD:s uppfattning, omfattar aktieägares rätt i bolaget. Samtidigt konstaterar domstolen att likvidationsbeslutet formellt var desamma för samtliga aktieägare varför likhetsprincipen inte satts åt sidan. Även i detta sammanhang diskuterar domstolen aktieägarnas rätt i bolaget i samband med likhetsprincipen. Vad som dock ska noteras är att domstolen genomgående i domen diskuterar formellt och reellt gynnande, något som snarast är i linje med den traditionella tolkningen av likhetsprincipen.

Frågan uppstår då vilken slutsats som kan dras av domen, talar domen för en traditionell- eller aktieägartolkning? Min slutsats är att domen inte kan tolkas åt endera hållet. Domstolen har, som ovan påvisats, en otydlighet i sin formulering och bristande distinktion i sin begreppsbildning. Domstolen använder å den ena sidan generellt en metod som talar för den traditionella tolkningen, å den andra sidan uttrycker domstolen det som att likhetsprincipen berör aktieägares rätt i bolaget. Det går således inte att dra en slutsats mot bakgrund av NJA 2013 s. 1250.

Kvar återstår då att bedöma övrig argumentation som förs i doktrin. Den traditionella tolkningen baseras främst på argumentet att det är i enlighet med

¹⁴⁶ NJA 2013 s. 1250 p.9; citatet är även återgett i avsnittet ovan.

aktiebolagets funktion som kapitalassociation. Detta argument måste då ställas gentemot argumenten som talar för en aktieägartolkning.

De två främsta argumenten som talar för en aktieägartolkning är tolkningen mot bakgrund av EU:s bolagsdirektiv och tolkningen mot bakgrund av allmänna associationsrättsliga principer. Att EU:s bolagsdirektiv uppställer krav på att alla aktieägare som befinner sig i samma ställning ska behandlas lika framgår klart och tydligt. Johanssons analys att varken generalklausulen eller likhetsprincipen ensamt uppfyller detta är korrekt. Frågan uppstår då, vilken vikt ska läggas vid EU:s bolagsdirektiv i tolkningen av nationell rätt? Av avsnitt 1.5 framgår att domstolar ska tillämpa nationell rätt i ljuset av fördragsbestämmelser genom en så kallad direktivkonform tolkning. Johanssons argumentation är således väl underbyggt.

Det andra argumentet är som ett principiellt argument, nämligen att aktieägartolkningen går att hänföra till likhetsprincipen som allmän associationsrättslig princip. Skog anser till exempel att likhetsprincipen kommer till uttryck i flera lagrum varav 4 kap. 1 § ABL enbart är ett av dem vilket Eklund och Stattin är ense med. Detta argument är enligt min uppfattning inte starkare än argumentet som förs av förespråkare av den traditionella tolkningen, nämligen att aktiebolaget är en kapitalassociation och att likhetsprincipen berör kapitalandelar. Båda argumenten baseras på ett större perspektiv där en enskild regel placeras i ett större sammanhang. Vidare framstår inte något av argumenten mer eller mindre bättre lämpat i situationen. Enligt min uppfattning ändras inte heller situationen av att Arvidsson benämner generalklausulen som likabehandlingsprincipen eftersom det bara en är generalisering av generalklausulen för att kunna använda den till andra associationer. Av ovanstående skäl kan således följande slutsats dras. Rättsläget är delvis oklart men likhetsprincipen omfattar, enligt min aktieägarnas rätt i bolaget på grund av EU:s bolagsdirektiv.

Med likhetsprincipens innebörd fastställd ska aktiebolagslagens vinstsyfte utredas. Därefter analyseras vinstsyftets innebörd och om Instruktionen strider mot antingen vinstsyftet eller mot likhetsprincipen. Efter det återkommer en utredning av generalklausulens innebörd och om Instruktionen strider mot generalklausulen.

4.3 Aktiebolagslagens vinstsyfte

Ett lagrum som Instruktionen kan bryta emot är vinstsyftet. Vinstsyftet återfinns i 3 kap. 3 § ABL och stipulerar att bolagets syfte är att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna om inte annat anges i bolagsordningen. Det

återfinns således en beslutsnorm och en fördelningsnorm. Beslutsnormen bidrar till bolagsstyrningen genom att varje beslut ska prövas mot vinstkriteriet¹⁴⁷ medan fördelningsnormen stipulerar att den vinst som genereras ska fördelas ut till aktieägarna.¹⁴⁸ Det är således vinstkriteriet som ska utredas nedan.

4.3.1 Vinstsyftet i förarbeten

Vinstsyftet berördes redan i motiven till 1895 års aktiebolagslag. Där konstaterades att aktieägare som regel förvärvar aktier i syfte att få högsta möjliga avkastning på sitt kapital. Det betyder att aktieägare saknar andra intressen gällande bolaget.¹⁴⁹ I propositionen till nuvarande aktiebolagslag berördes vinstsyftet i detta fall kortfattat. Det konstaterades att vinstsyftet är ägnat att skydda aktieägarna mot att ledningen i företaget använder bolagets resurser till verksamheter som inte är till förmån för aktieägarna.¹⁵⁰ Det kommenterades även att 3 kap. 3 § ABL motsvarar den tidigare regleringen varför gamla förarbeten även är applicerbara på nuvarande reglering av vinstsyftet.¹⁵¹

4.3.2 Vinstsyftet i doktrin

Innebörden av vinstsyftet är desto mer omdiskuterat i doktrin. Rodhe betraktar vinstsyftet som att det stipulerar att aktiebolagets syfte är att generera vinst. Alla aktieägare har därför ett anspråk på att bolagsstämman respekterar denna regel och bolaget har ett anspråk gentemot styrelsen att styrelsen respekterar denna regel.¹⁵²

Rodhes tolkning ger dock inte ledning i hur vinst-begreppet ska förstås i vinstsyftet. Vinstbegreppet kan diskuteras ur två aspekter, dels hur vinst-begreppet i vinstsyftet ska förstås, dels med vilket tidsperspektiv vinstsyftet ska förstås. Båda dessa aspekter berörs nedan.

Bergström och Samuelsson menar att varje beslut i bolaget ska prövas gentemot vinstkriteriet. De anser att vinstkriteriets främsta funktion är att agera som besluts Kriterium vilket medger aktieägarna möjligheten att bedöma och kontrollera hur företagets ledning har skött sig. De anser dock att

¹⁴⁷ Nedan används vinstkriteriet och vinstsyftet synonymt då fördelningsnormen inte är relevant för frågeställningarna samtidigt som vinstsyftet och vinstkriteriet även i förarbeten och doktrin inte alltid åtskiljs.

¹⁴⁸ Bergström & Samuelsson (2015) s. 34.

¹⁴⁹ Prop. 1895:6 s. 117.

¹⁵⁰ Prop. 2004/05:85 s. 219

¹⁵¹ Prop. 2004/05:85 s. 539 f.

¹⁵² Rodhe (1977) s. 297

vinstsyftet har vissa oklarheter, exempelvis hur en riskfylld verksamhet ska bedömas. Risk kan i sin tur delas upp i finansiell och operativ risk. De menar därför att en korrekt beskrivning av vinstsyftet är att maximera aktiernas värde vilket är värdet på det egna kapitalet i bolaget. Detta värde beror på framtida kassaflöden vilka måste diskonteras dels med en tidsfaktor, dels med en riskfaktor. De anser således att ledningen ska sträva att maximera värdet på det egna kapitalet. För marknadsnoterade bolag anser de att värdet är aktiekursen återspeglar värdet på det egna kapitalet.¹⁵³

Ohlson är delvis kritisk gentemot Bergström och Samuelsson eftersom deras syn på vinstsyftet kräver att värderingsparametrarna de facto kan appliceras på ett beslut vid en bestämd tidpunkt. Han anser även att de inte ger klarhet i vilket tidsperspektiv som ska appliceras.¹⁵⁴

Även Nerep och Samuelsson menar att vinst i vinstsyftet ska förstås som andelsägarnas kompensation för risktagande. Detta antagande kan kompletteras med att kompensationen ska vara största möjliga. De anser därför att aktievärdet kan användas då det motsvarar nuvärdet av framtida vinster. De konstaterar även att aktiekursen för noterade bolag i huvudsak uppfyller dessa krav eftersom aktiekursen i sin tur representerar resultatet av åtgärderna som är vidtagna vilket gör att aktiekursen kan användas för att bedöma en om en åtgärd är förenlig med vinstsyftet.¹⁵⁵

Arvidsson har en åsikt liknande Bergström och Samuelsson gällande hur vinstsyftet ska förstås. Han menar att deras definition är väl förankrad i idén att aktieägares nyttofunktioner är kapitalvinstpreferenser. Arvidsson utvecklar även en trestegsmetod vilken förtydligar och utvecklar Bergström och Samuelssons resonemang. I det första steget ska det potentiella positiva utfallet på det fria kassaflödet för respektive åtgärd bedömas och kvantifieras. I det andra steget ska respektive åtgärds sannolikhet för ett positivt utfall kvantifieras. I det tredje och sista steget ska effekterna på det fria kassaflödet vid ett ogynnsamt utfall, samt risken för ett sådant utfall, kvantifieras. När alla tre bedömningar har företagits och resultatet fastslagits ska den gynnsammaste åtgärden anses vara i enlighet med vinstsyftet. Även Arvidsson anser således att vinstsyftet innebär att värdet på bolagets egna kapital ska maximeras. Detta bör dock inte förväxlas med att alla åtgärder som ex post är mest lönsamma måste företas eftersom utfallet av alla beslut inte alltid är självklart. Vidare måste en överträdelse av vinstsyftet vara uppenbar för att vara skadeståndsgrundande.¹⁵⁶

¹⁵³ Bergström & Samuelsson (2015) s. 34 ff.

¹⁵⁴ Ohlson (2012) s. 50.

¹⁵⁵ Nerep & Samuelsson (2009) s. 200 ff.

¹⁵⁶ Arvidsson (2010) s. 84 f.

Lindskog anser att Arvidssons formel har undantag vilka måste beaktas. Exempelvis bör ett beslut som äventyrar bolagets existens anses oförsvarligt även om det matematiskt är att föredra framför ett annat beslut. Arvidsson bemötte dock denna kritik under sin disputation och menade att den risken redan beaktas i formeln. Lindskog är dock fortfarande ifrågasättande om formeln verkligen beaktar att bolag med mindre eget kapital måste göra andra bedömningar än bolag med större eget kapital. För det fallet att formeln de facto tar hänsyn till storleken på bolagets egna kapital har Lindskog ingen avvikande mening.¹⁵⁷

Vidare är Lindskog kritisk till Arvidssons uppfattning att avvikelser från vinstintresset behöver vara uppenbart. Lindskogs uppfattning är att affärsbeslut innefattar värderingar vilka olika personer kan ha olika uppfattningar om. Dessa värderingar kan inte angripas om det i efterhand visar sig att värderingarna var felaktiga. Aktieägare får helt enkelt godta de affärsmässiga bedömningar som bolaget gör. Däremot kan aktieägare ställa krav på att affärsbesluten föregås av ett adekvat och omsorgsfullt utfört förarbete, något Lindskog kallar metodansvar. Aktieägarna kan således ställa krav på metoden för att fatta affärsbeslutet, inte affärsbeslutet i sig.¹⁵⁸

Skog förefaller vara av en liknande åsikt som Lindskog genom att Skog anser att vinstsyftet agerar som skydd för en minoritet om en majoritet förmår bolaget att exempelvis åta sig förpliktelser som är främmande för vinstsyftet. Sådana beslut måste dock skiljas mot beslut som minoriteten anser vara affärsmässigt olämpliga. Det måste således röra sig om en klar överträdelse av vinstsyftet för att regeln ska tillämpas.¹⁵⁹ Ur en företagsekonomisk synvinkel anser han att det är svårt att tolka vinstsyftet annorlunda än att värdet på bolaget ska maximeras. Det betyder att alla investeringar med ett positivt nuvärde ska genomföras medan alla andra investeringar inte får genomföras.¹⁶⁰ Persson Österman och Svernlöv är kritiska till detta. De menar att långt ifrån alla beslut kan operationaliseras och att detta betyder att Skogs syn på vinstsyftet inte är lämplig. Istället ska mer allmänna riktlinjer användas varvid den avgörande faktorn blir om åtgärden är värdeskapande på sikt.¹⁶¹

Även Dotevall har diskuterat och problematiserat vinstsyftet. Om bolaget är noterat anser han att vinstsyftet innebär en maximering av aktiekursen. Han konstaterar dock att börskursen i vissa fall är slumpartad men att det finns ett

¹⁵⁷ Lindskog (2011) s. 272 f.

¹⁵⁸ Lindskog (2011) s. 273.

¹⁵⁹ Skog (2018) s. 240 f.

¹⁶⁰ Skog (2015) s. 12 ff.

¹⁶¹ Persson Österman & Svernlöv (2017) s. 105 f.

visst samband mellan ett växande värde på bolagets förmögenhet och en stigande börskurs. Därför anser han att det behövs en tidsram för att kunna företa en bedömning. Om tidsramen blir för lång anser han att syftet inte kan användas som måttstock. Hans slutsats är således att det är svårt att använda vinstsyftet som rättslig måttstock vid ansvarsbedömning utom vid uppenbara avvikelser från intresset men om vinstsyftet används ska ett långsiktigt tidsperspektiv anläggas.¹⁶² Ohlson är enig med Dotevall och anser att ett långsiktigt tidsperspektiv ska användas då aktiebolagets livslängd är obegränsat.¹⁶³ Även Persson Österman, Svernlöv och Arvidsson är eniga med detta.¹⁶⁴

4.3.3 Analys om vinstsyftets betydelse

Förarbetena talar för vinstsyftet ska säkerställa att aktieägare får högsta möjliga avkastning på sitt kapital, vilket även doktrin talar för. Skillnaderna mellan författarna i doktrin är hur högsta möjliga avkastning avgörs och definieras.

Bergström, Samuelsson, Arvidsson och Nerep anser att värdet på det egna kapitalet ska maximeras vilket görs genom en diskontering av kassaflöden. För noterade bolag anser de att aktiekursen symboliserar värdet på det egna kapitalet. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv anser jag detta inte vara en lämplig lösning då börskurser fluktuerar, ibland nästintill oförklarligt. Även Dotevall noterar detta i samband med sin slutsats att vinstsyftet innebär ett maximerande av börskursen. Dotevalls lösning på problemet förefaller vara att anlägga ett långt tidsperspektiv.

Jag anser inte att Dotevalls lösning är en ändamålsenlig metod för att lösa problematiken kring volatila och fluktuerande aktiekurser. Vidare ger inte Dotevall någon vägledning gällande hur långsiktigt tidsperspektivet ska vara. Ska aktiekursen beaktas med en månads, ett kvartals eller ett års perspektiv? Illikvida aktier kan ha en aktiekurs som uppenbart inte representerar värdet på det egna kapitalet under en lång tid. Vidare, ska aktiekursen bedömas i absolut tal eller relativt börsens utveckling? Vilka index ska användas för det fall att en relativ-värdering ska användas? Ska framåtblickande eller bakåtblickande perspektiv för bolagets vinster användas och ska multipelförändringar beaktas? Ovanstående frågor är bara några av frågorna som kan uppstå vid en anknytning av börskursen till en åtgärds förenlighet med vinstsyftet.

¹⁶² Dotevall (2017) s. 141 f.

¹⁶³ Ohlson (2012) s. 54.

¹⁶⁴ Se Arvidsson (2010) s. 80 f; Persson Österman & Svernlöv (2017) s. 105 f.

Om författarnas koppling till börskursen bortses ifrån är deras metod, det vill säga att en diskonteringsmodell av kassaflöden ska göras, lämplig. Deras synsätt kan då kopplas samman till Skogs synsätt.¹⁶⁵ Då nås slutsatsen att en diskontering ska göras samt att investeringar med positivt nuvärde får genomföras, alternativt att den lönsammaste investeringen ska genomföras.

En klar nackdel med diskonteringsmodellen är att den inte alltid går att tillämpa eller att tillämpningen blir extremt godtycklig, speciellt för beslut som är svåra att kvantifiera. Ett exempel på detta är hur intäkterna av en sponsringsåtgärd ska bedömas. Avgörande torde då bli hur mycket marknadsföringen ökar försäljningen, vilket dock ger bolagsledningen en stor frihet. Gällande exempelvis en förflyttning av en fabrik är det dock enklare att bedöma kostnader och intäkter. Diskonteringsmodellen är då klart bättre att använda för sådana fall. Svårigheten då torde endast vara att bedöma vilka goodwill-kostnader som uppstår i samband med en förflyttning av fabriken, exempelvis kan företaget bli kritiserat i media i och med förflyttningen vilket i sin tur kan minska försäljningen.

I övrigt återfinns då tre författare vars åsikter delvis är möjliga att kombinera, delvis skiljer sig åt. Lindskogs kritik mot Arvidssons formel, att formeln inte tar hänsyn till storleken på det egna kapitalet, anser jag är felaktigt eftersom formeln tar hänsyn till det egna kapitalet i riskbedömningen. Kvar återstår då Persson Österman och Svernlöv och deras åsikt att det avgörande ska vara om åtgärden är värdeskapande på sikt. Denna tolkning av vinstsyftet anser jag inte vara ändamålsenlig eftersom det hade ökat godtyckligheten i bolagsledningens bolagsstyrning. Med denna metod torde nästintill alla beslut kunna motiveras. Således bör denna metod bara användas för det fall att en diskontering inte kan göras. Om ingen diskonteringsberäkning över huvudet taget kan göras bör dock metoden kunna tillämpas, i brist på andra metoder.

Arvidsson och Lindskog är vidare oeniga om överträdelsen av vinstsyftet ska vara uppenbart. Lindskog menar att det inte är fallet utan att aktieägare enbart kan kräva att bolagsledningen gör ett adekvat och omsorgsfullt förarbete innan affärsbeslutet tas. Arvidsson verkar dock vara enig med detta eftersom han anser att beslutet, ex post, inte måste vara det rätta. Frågan är då vad Arvidsson åsyftar med att ett överträdande av vinstsyftet måste vara uppenbart? Enligt min uppfattning är det inte omöjligt att han åsyftar något likt det Lindskog menar eftersom deras argumentation är likartad. Vidare finns det ingen högre rättsskälla som talar för eller emot att ett beslut måste vara uppenbart i strid med vinstsyftet. I brist på övriga rättsdogmatiska argument tillämpas ett rättsekonomiskt perspektiv. Ur ett rättsekonomiskt

¹⁶⁵ Skillnaden mellan metoderna är av allt för ekonomisk karaktär och diskuteras inte vidare.

perspektiv anser jag att Lindskogs åsikt, att minoriteten får acceptera ledningens affärsmässiga bedömningar, är lämplig eftersom aktieägarna har gett bolagsledningen en viss frihet. Jag anser det inte vara lämpligt om denna frihet skulle kunna angripas bara för att beslutet visar sig olämpligt i efterhand eftersom det skulle minska företagsledningars riskvilja. Vidare förenas denna metod bäst med diskonteringsmodellen eftersom det ställer krav på att inga orimliga antaganden kan göras. Lindskogs krav på metodansvar är därför, ur ett rättsekoniskt perspektiv, väl fungerande. Om bolagsledningen har företagit ett adekvat och omsorgsfullt förarbete innan beslutet tas bör vinstsyftet inte anses överträtt, så till vida att diskonteringskalkylen går ihop.

Gällande tidsperspektivet återfinns en enighet i doktrin att ett långsiktigt tidsperspektiv ska användas. Det betyder att om det går att göra en diskonteringsberäkning av en åtgärd ska detta göras. Vid den beräkningen ställs det krav på att styrelsen ska företa bedömningar som är adekvata och omsorgsfulla. Om åtgärderna inte är beräkningsbara ska den avgörande faktorn istället vara om åtgärden är värdeskapande på sikt. I dessa bedömningar ska ett långsiktigt tidsperspektiv anläggas.

4.4 Analys om Instruktionens förhållande till vinstsyftet och likhetsprincipen

Som framgår av ovanstående ska en diskonteringsberäkning främst användas när en åtgärds förenlighet med vinstsyftet bedöms. Detta är omöjligt att företa inom ramen för denna uppsats eftersom tillräckligt med information inte finns tillgängligt. Således återstår att bedöma om Instruktionen är värdeskapande på sikt.

Jag anser att Instruktionen inte är värdeskapande på sikt för Haldex. Det stod vid stämman klart att bolaget led skada av ett fortsatt uppköpserbjudande samtidigt som det var ytterst osannolikt att ett erbjudande skulle kunna genomföras. Instruktionen är därför inte en åtgärd som är värdeskapande på sikt varför den är i strid med vinstsyftet.

Vidare ska bedömas om Instruktionen strider mot likhetsprincipen vilken stipulerar att aktieägare med samma rättigheter ska behandlas lika, i proportion till sina innehav. I viss mån behandlas KB annorlunda gentemot andra aktieägare genom att bolagsledningen ska stödja och samarbeta med KB fullt ut. Det bör dock anmärkas att övriga aktieägare förmodligen inte har ett intresse av att Haldex stödjer och samarbetar med dessa övriga aktieägare. Det beror på att placeringen för dessa aktieägare utgör en finansiell placering. Vad som dock ska anmärkas är att om en annan aktieägare hade haft ett sådant

intresse omöjliggör Instruktionen detta eftersom Instruktionen pekar ut en specifik aktieägare, nämligen KB. Således strider Instruktionen mot likhetsprincipen. Instruktionen är av ovanstående anledningar ogiltig mot bakgrund av vinstsyftet, likhetsprincipen och 8 kap. 41 § 2 st. ABL.

4.5 Generalklausulens innebörd

Nedan utreds generalklausulens innebörd och om generalklausulen ska tillämpas på Instruktionen vilket betyder att styrelsen inte får följa Instruktionen.

I prop. 1973:93 kommenterades otillbörlighetsrekvisitet i generalklausulen. Enligt propositionen är en avvikelse med stöd av lag eller bolagsordning inte otillbörlig. Det konstaterades även att generalklausulen är ett uttryck för principen att aktieägare har lika rätt i bolaget. Generalklausulen är även ämnad att skydda en aktieägarminoritet mot maktmissbruk från en aktieägarmajoritet. Generalklausulen kan således användas mot handlingar som inte berör aktieägarnas lika rätt i bolaget på ett formellt plan men som reellt gynnar en annan aktieägare på den förstnämndas bekostnad. Detta uttrycktes även som att ”bolagsorganen är skyldiga att handla lojalt mot en aktieägarminoritet”.¹⁶⁶

Generalklausulen ska också tillämpas mot bakgrund av förhållandena i aktiebolagsrätten vilket betyder att tillämpningsområdet för generalklausulen ska vara mer begränsat än tillämpningsområdet för generalklausuler inom andra rättsområden.¹⁶⁷

4.5.1 Praxis angående generalklausulen

Generalklausulen har berörts och diskuterats i nedanstående rättsfall. I NJA 2000 s. 404 bedrev S.C. och en majoritetsägare verksamhet i bolaget SWAB. Genom ett styrelsebeslut bestämdes att SWAB:s verksamhet skulle överlåtas till ScanAB som var helägt av majoritetsägaren. Överlåtelsen skedde genom att ScanAB tog över SWAB:s tillgångar enligt balansräkningen och åtog sig betalningsansvar för SWAB:s skulder. Bland tillgångarna fanns flyglinjerättigheter utan bokfört värde. Flyglinjerättigheter således ett år senare av ScanAB till ett pris av 2 miljoner kronor.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Prop. 1973:93 s. 83 f.

¹⁶⁷ Prop. 1973:93 s. 137.

¹⁶⁸ NJA 2000 s. 404, s. 414.

HD ansåg att beslutet utgjorde en otillbörlig fördel åt majoritetsägaren och beslutet var till nackdel för S.C eftersom aktierna i SWAB blev utan värde då ingen verksamhet längre bedrevs i bolaget. Förfarandet stred således mot generalklausulen.¹⁶⁹

Generalklausulen har även berörts i NJA 2013 s. 1250. Omständigheterna i fallet var att ett antal personer, däribland A, ägde aktier och arbetade i ett bolag. Efter viss tid uppstod interna stridigheter varvid A erbjöds köpa alla aktier till ett visst pris eller överlåta sina egna aktier till samma pris. Någon sådan överlåtelse kom aldrig till stånd. Därför beslutade bolagets styrelse att föreslå till stämman att bolaget skulle likvideras. Alla närvarande aktieägare utom A röstade för likvidationsbeslutet och bolagets likviderades därefter. På en offentlig auktion såldes bolaget och det köpande bolaget var ett bolag där alla tidigare aktieägare, utom A, återfanns som ägare. A väckte genom ett bolag talan mot forna aktieägare och ledningsaktörer då han menade att agerandet dels stred mot bolagsstämmogeneralklausulen, dels mot styrelsegeneralklausulen i och med styrelsens beslut att föreslå till stämman att bolaget skulle likvideras.

HD hänvisade till sitt tidigare fall, NJA 2000 s. 404, och konstaterade att NJA 2013 s. 1250 inte innehöll någon överföring av ekonomiska värden till aktieägarmajoriteten till nackdel för A. Majoritetsägarna hade även ett berättigat intresse av att inte tvingas fortsätta verksamheten efter stridigheterna. Varken styrelsens förslag till stämman att rösta för likvidation eller stämmans faktiska beslut att likvidera bolaget uppfyllde således inte otillbörlighetsrekvisitet.

4.5.2 Doktrin angående generalklausulen

Arvidsson har analyserat både NJA 2000 s. 404 och NJA 2013 s. 1250. Skillnaden mellan fallen anser han är att försäljningsbeslutet i NJA 2000 s. 404 var det beslut som direkt ledde till en ekonomisk överföring medan likvidationsbeslutet i NJA 2013 s. 1250 som sådant inte resulterade i någon överföring av ekonomiska värden. Detta gör att han tolkar generalklausulerna som ett förbud mot positiv särbehandling.¹⁷⁰

Även Nerep, Adestam och Samuelsson har kommenterat NJA 2000 s. 404 och NJA 2013 s. 1250. De anser att förfarandet i NJA 2000 s. 404 är ett paradigmiskt exempel av beslut som är utgör en otillbörlig fördel. De anser att skillnaden mellan rättsfallen är att beslutet resulterar i en direkt överföring

¹⁶⁹ NJA 2000 s. 404, s. 414 f.

¹⁷⁰ Arvidsson (2014a) s. 266 ff.

av förmögenhet från majoritetsägaren till minoritetsägaren i NJA 2000 s. 404. Det leder till slutsatsen att överföringarna som sådana ska anses vara otillbörliga medan beslutet som sådant inte nödvändigtvis är otillbörligt. Detta beror på att HD i NJA 2013 s. 1250 uttrycker att majoritetsägaren hade ett berättigat intresse av likvidation, vilket resulterar i att intresset inte kan anses otillbörligt eftersom det var berättigat. Varje överföring av värde är således inte otillbörlig.¹⁷¹

Skog diskuterar generalklausulens förhållande till aktiebolagslagens majoritetsregler som exempelvis majoritetskravet för att ändra bolagsordningen. Han anser att ett beslut kan vara otillbörligt, åtminstone i grova fall, även om beslutet respekterar majoritetkravsreglerna.¹⁷² Andersson, Johansson och Skog anser å sin sida att en minoritet bör få tåla en begränsad nackdel till följd av att ett bolagsstämmebeslut fattats med kvalificerad majoritet. De anser vidare, mot bakgrund av förarbetena, att bestämmelsen främst tar sikte på beslut som har drag av maktmissbruk.¹⁷³

Det återfinns vidare en samstämmighet i doktrin angående att otillbörlighetsrekvisitet hänför sig till fördelen av beslutet.¹⁷⁴ Andersson, Johansson och Skog anser dock att det i praktiska sammanhang kan antas att en domstol lättare skulle acceptera ett påstående att en fördel är otillbörlig om den motsvaras av en nackdel än om ingen nackdel har uppstått.¹⁷⁵

4.5.3 Om företagsekonomiskt riktiga eller försvarliga åtgärder i bolagets intresse är otillbörliga

Det har i decennier funnits en diskussion angående om en åtgärd som är i bolagets intresse och företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt kan betecknas som otillbörlig. För att kunna förstå och fastställa gällande rätt krävs en tillbakablick där diskussionen började. I prop. 1973:93 uttalades att en:

”[...] åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt kan inte betecknas som otillbörlig.”¹⁷⁶

¹⁷¹ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 7 kap. 47 § ABL.

¹⁷² Skog (2018) s. 242.

¹⁷³ Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 7 kap. 47 § ABL.

¹⁷⁴ Se exempelvis Johansson (2016) s. 166 samt Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 7 kap. 47 § ABL

¹⁷⁵ Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 7 kap. 47 § ABL.

¹⁷⁶ Prop. 1973:93 s. 137.

Detta uttalandet bekräftades även av den så kallade Leokommissionen.¹⁷⁷ Pehrson anser att uttalandena är en naturlig utgångspunkt när ett handlande ska bedömas utifrån generalklausulen varför en åtgärd som är i bolagets intresse och som framstår som företagsekonomiskt riktigt, eller försvarligt, inte är otillbörligt.¹⁷⁸

Rodhe kommenterade detta år 1995 genom att konstatera att företagsekonomiskt riktigt och försvarligt saknar mening eftersom företagsekonomi inte kan resultera i några normer. Även om enbart bolagets intresse skulle användas skulle oklarheten dock kvarstå. Detta eftersom bolagets intresse är synonymt med aktieägarnas intresse vilket inte går att använda för att lösa en konflikt mellan aktieägare.¹⁷⁹

Rodhes kritik kommenterades i SOU 1995:44. Där konstaterades att ”[k]ommittén vill ge kritikerna rätt på denna punkt.”¹⁸⁰ Nerep, Adestam och Samuelsson har kommenterat detta uttalande. Initialt anser de att bolagets intresse är aktieägarnas gemensamma intresse. Detta är dock inte att förväxla med varje aktieägares egenintresse. Anledningen till detta är att samverkan i aktiebolagsform kräver att varje individ accepteras att egenintresset inskränks för att konstituera ett gemensamt bolagsintresse. Det går därför att använda bolagets intresse för att lösa en konflikt mellan aktieägarna.¹⁸¹

Nerep, Adestam och Samuelsson menar även att kritiken från Rodhe kan anses riktad mot likhetsprincipen då författaren inte är tydlig i sin terminologi.¹⁸² Detta gör att de anser uttalandet i SOU 1995:44 grundlöst eftersom Rodhe använt fel terminologi. Vidare anser Nerep, Adestam och Samuelsson att uttalandet inte ger någon vägledning om hur otillbörlighetsrekvisitet ska tolkas. Dessa två anledningar gör att Nerep, Adestam och Samuelsson avfärdar uttalandet. De anser även att begreppet ”företagsekonomi” inte är mindre oklart än andra öppna rekvisit i ABL såsom ”vederlagsfri utbetalning” och ”affärsmässigt betingat”.¹⁸³ Den kvarvarande frågan är då hur otillbörlighetsrekvisitet förhåller sig till det grundläggande beslutskriteriet hos aktiebolag, nämligen att bereda vinst till aktieägarna. Författarna anser då, med stöd av förarbeten¹⁸⁴, att likhetsprincipen ska ge

¹⁷⁷ Ds Fi 1986:21 s. 31.

¹⁷⁸ Pehrson (1987) s. 491.

¹⁷⁹ Rodhe (1995) s. 267; Nial (1991) s. 142 ff.

¹⁸⁰ SOU 1995:44 s. 193

¹⁸¹ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 7 kap. 47 § ABL.

¹⁸² Att det råder en begreppsförvirring mellan likhetsprincipen och generalklausulen framgår klart av avsnitt 4.2

¹⁸³ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 7 kap. 47 § ABL.

¹⁸⁴ Författarna hänvisar till prop. 1973:93 s. 137.

vika för kravet på vinst. Företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt ska vidare fastställas utifrån hur rättshandlingen inverkar på aktievärdet. För noterade bolag anser författarna att aktiekursen kan användas. Detta gör att slutsatsen nås att en åtgärd som är till fördel för bolaget ur ekonomisk synvinkel kan inte strida mot otillbörlighetsrekvisitet.¹⁸⁵ Även Andersson och Pehrson är av samma åsikt.¹⁸⁶

Även Johansson kritiserar Rodhes åsikt att företagsekonomi inte kan resultera i några normer. Han anser att företagsekonomi kan användas i juridiken för att tolka juridiska normer. Vidare ska, som ovan framgår, handlandet åtminstone vara företagsekonomiskt försvarligt. Johansson anser inte att det är tillräckligt att ett handlande är företagsekonomiskt försvarligt eftersom det är svårt att bedöma vad som är försvarligt. Därför bör slutsatsen omformuleras till att generalklausulen inte kan tillämpas när handlandet ur aktieägarnas gemensamma perspektiv är bättre än det andra alternativet.¹⁸⁷

I den mån Rodhes nuvarande åsikt går att utröna ur Skogs fortsättning av Rodhes aktiebolagsrätt förefaller det som att Rodhe inte har förändrat sin åsikt angående att en åtgärd som företas i bolagets intresse och är företagsekonomiskt riktigt och försvarlig kan anses vara otillbörlig.¹⁸⁸

4.6 Analys av generalklausulens innerbörd och dess förhållande till Instruktionen

Denna analys klargör generalklausulens innebörd och huruvida Instruktionen strider mot generalklausulen och därmed är ogiltig. För resterande delar av analysen är det viktigt att ha i åtanke att generalklausulen ska tillämpas restriktivt samtidigt som den är ämnad att skydda en aktieägarminoritet mot majoritetens maktmissbruk. Av rättsfallen framgår att beslutet i fråga måste leda till en ekonomisk överföring samt att aktieägares berättigade intressen kan få betydelse vid bedömningen av otillbörlighetsrekvisitet. I doktrin återfinns även en samstämmighet angående att ett beslut fattat med viss majoritet kan vara otillbörligt. Ett beslut som respekterar reglerna om majoritet respektive kvalificerad majoritet ”läker” således inte beslutet om det är otillbörligt.

Frågan kvarstår dock om en åtgärd som är i bolagets intresse och företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt är otillbörlig. Åsikterna är skilda i

¹⁸⁵ Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 7 kap. 47 § ABL.

¹⁸⁶ Andersson & Pehrson (2008) s. 139 f.; Pehrson (1987) s. 491 ff.

¹⁸⁷ Johansson (2016) s. 178 ff.

¹⁸⁸ Skog (2018) s. 242 f.

doktrin där Nerep, Adestam, Samuelsson och Johannsons åsikter ställs gentemot Rodhes åsikt. Utifrån det senaste förarbetsuttalandet, uttalandet i SOU 1995:44, framgår det som att Rodhe har givits rätt. Samtidigt måste Nerep, Adestam, Samuelsson och Johannsons kritik analyseras.

Författarna har en poäng i att bolagets intresse innehåller vissa inskränkningar, så till vida det inte går att fastställa ett enhetligt aktieägarintresse, se avsnitt 3.4. Författarna har även rätt i att det finns andra öppna rekvisit i aktiebolagslagen såsom ”vederlagsfri utbetalning” och ”affärsmässigt betingat”. Att då kunna använda företagsekonomiska normer för att avgöra om en åtgärd är företagsekonomiskt riktigt eller åtminstone försvarlig är en helt naturlig utgångspunkt. Jag är dock fortsatt tveksam till att använda aktiekursen för att avgöra om åtgärden är företagsekonomiskt riktigt eller försvarlig. Ur ett rättsekonomiskt perspektiv anser jag att det inte är särskilt ändamålsenligt att bestämma om en åtgärd är tillåten eller ej mot bakgrund av aktiekursen. Pondera följande situation:

Ett bolag vidtar en åtgärd som är uppenbart bra för bolaget, exempelvis ett förvärv som är mycket prisvärt¹⁸⁹, samtidigt faller börsen i sin helhet på grund av ett lands krigsförklaring gentemot ett annat land. Om bolagets aktie faller mindre än börsen samtidigt som utvecklingen ändå är negativ, är åtgärden företagsekonomiskt missgynnsam? Om bolagets aktie faller mer än börsen på grund av att ett fondbolag måste sälja aktien av likviditetsskäl, är åtgärden då företagsekonomiskt missgynnsam? Frågorna ovan har således att göra med om kursutvecklingen ska beaktas ur ett relativt eller ett absolut perspektiv. Mer ändamålsenligt är att beakta hur bolaget i sig påverkas, vilket även förespråkas ovan, se avsnitt 3.4 samt 4.3.

Nerep, Adestam och Samuelssons kritik att Rodhe och Nial använt fel terminologi, vilket i sin tur gör uttalandet i det senare förarbetet grundlöst, är även det korrekt. Detta gör att deras tolkning av rättsläget, att en åtgärd som är i aktieägarnas intresse och företagsekonomiskt försvarlig eller riktigt inte otillbörlig, är korrekt. Johannsons kritik, att det är svårt att avgöra om en åtgärd är försvarlig eller inte, är även den välgrundad när generalklausulen diskuteras i generella termer. I ett specifikt fall bör det dock vara möjligt att avgöra om en åtgärd är företagsekonomiskt försvarlig.

Med generalklausulens innebörd utredd återstår frågan om Instruktionen är otillbörlig. Gällande otillbörlighetsrekvisitet återfinns enbart NJA 2000 s. 404 och NJA 2013 s. 1250 som vägledning. En fråga i relation till dessa två

¹⁸⁹ Med prisvärt åsyftas att bolaget förvärvar det andra bolaget till ett pris som är under marknadsvärde. Hur detta avgörs beaktas inte i denna uppsats.

rättsfall är om Instruktionen, eller beslutet om Instruktionen, har bidragit till en ekonomisk överföring vilket Arvidsson påpekar är skillnaden mellan fallen och således skillnaden mellan om generalklausulen kan tillämpas eller ej. I Haldexsituationen anser jag inte att det har skett någon ekonomisk värdeöverföring från bolaget till KB. Att det inte har skett en ekonomisk överföring kan dock inte uteslutas eftersom Haldex har lidit skada och KB är en konkurrent. Någon annan aktör måste ta kundkontrakten som Haldex gått miste om. Vidare skulle KB fått insyn i Haldex verksamhet om Haldex hade samarbetat fullt ut med KB. Det kan dock inte med säkerhet fastslås att det har skett någon ekonomisk överföring varför Instruktionen på denna grund inte kan anses bryta mot generalklausulen.

Av förarbeten framgår dock inte att det måste vara en ekonomisk överföring utan generalklausulen är ämnad att skydda en minoritet från majoritetens maktmissbruk. Om denna bakgrund används vid en bedömning av rekvisiten i generalklausulen, att åtgärden eller beslutet ska vara ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare, anser jag att Instruktionen uppfyller dessa rekvisit. Instruktionen ger onekligen KB en fördel eftersom det är en åtgärd i deras intresse, nämligen att få igenom affären. Med ett mer cyniskt perspektiv anser jag även att fördelen uppstår genom att Haldex hindras från sin verksamhet samtidigt som KB kan fortsätta med sin. Således är det någon sorts fördel uppstått, men är den otillbörlig?

Enligt min åsikt har Instruktionen drag av maktmissbruk eftersom den ålägger styrelsen att samarbeta med en specifik aktieägare. Det ger vidare inte styrelsen möjligheten att göra någon bedömning gällande vilken information som ska delas med KB och tillståndsmyndigheter. Instruktionen är således extrem i sin utformning och ger inte styrelsen någon möjlighet till avvägning. Vidare måste enligt lagtext och doktrin en otillbörlig fördel inte faktiskt uppstå utan det är tillräckligt att åtgärden, Instruktionen, är ämnad att skapa fördelen. Instruktionen bär således drag av maktmissbruk.

Det som talar emot att generalklausulen ska tillämpas är uttalandet i förarbeten om en restriktiv tillämpning. Instruktioner likt den utfärdad är dock, till min vetskap, ovanliga. Att tillämpa generalklausulen i sådana fall kan således inte anses strida mot uttalandena i förarbetena. Vidare kan det bedömas om Instruktionen är företagsekonomiskt riktig eller försvarlig och i aktieägarnas intresse då en sådan åtgärd inte är otillbörlig. Av avsnitt 3.5 framgår att Instruktionen inte är i bolagets intresse, vilket är aktieägarnas intresse. Diskussionen om åtgärden är företagsekonomiskt riktigt eller försvarlig behöver således inte företas. Av ovanstående anledningar är Instruktionen ägnad att ge KB en otillbörlig fördel, till nackdel för bolaget.

Generalklausulen är därför tillämplig i förhållande till Instruktionen och Instruktionen är således ogiltig.

5 Avslutande reflektioner

Mot bakgrund av aktiebolagets hierarkiska ordning kan styrelsen i Haldex agerande framstå som häpnadsväckande. Stämman gav klara anvisningar genom Instruktionen och stämman är hierarkiskt överordnad styrelsen. Styrelsen ska således som utgångspunkt lyda ägarnas direktiv. Vid en närmare juridisk analys av situationen anser jag dock, som ovan framgår, att styrelsen hade fog för sitt agerande. Stöd för styrelsen att inte lyda Instruktionen återfinns även inte i ett utan i flera lagrum.

Med en återkoppling till frågeställningarna i avsnitt 1.3 kan följande konstateras. Styrelsens ageranden utgör inte en otillåten försvarsåtgärd. Det som kan ifrågasättas är främst om kostnaderna som uppstod i samband med uppköpserbudandet utgör en otillåten försvarsåtgärd. Styrelsen har inte heller överträtt någon TO-regel eller regleringen om god sed på aktiemarknaden. Styrelsen har följt den allmänna aktiebolagsrättsliga principen om att åtgärder uppenbart i strid med bolagets intresse inte får företas. Styrelsen har vidare stöd i aktiebolagslagen för att inte följa Instruktionen. Sammanfattningsvis är det därför min bedömning att styrelsen har agerat korrekt.

Käll- och litteraturförteckning

Otryckta källor

Munck, J., Vissa frågor om informationsgivning m m i anslutning till offentligt erbjudande, 27 maj 2001 (promemoria över granskning utförd på uppdrag av styrelsen för Perstorp AB), (cit. Munck (2001), Vissa frågor om informationsgivning m m i anslutning till offentligt erbjudande).

Tryckta källor

Offentligt tryck

Propositioner

Prop. 1895:6 Kongl. Maj:ts nådiga proposition till Riksdagen bl.a. med förslag till ny aktiebolagslag.

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

Prop. 1975:103 Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m. m.

Prop. 1997/98:99 Aktiebolagets organisation

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

Prop. 2005/06:140 Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Statliga offentliga utredningar

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.

SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation

SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden

Departementsserier

Ds Fi 1986:21 Riktade emissioner av aktier m.m.

EU-direktiv

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

Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/1132 av den 14 juni 2017 om vissa aspekter av bolagsrätt

Litteratur

Andersson, Jan & Pehrson, Lars (2008) 'Likhetsprincipen och generalklausulerna.' i Svernlöv, Carl (red.) *Tidsskrift från Stockholm Centre for Commercial Law*. Nr. 7 2008 s. 109-143.

Arvidsson, Niklas (2010), *Aktieägaravtal: särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar*. Lund universitet.

Arvidsson, Niklas (2014a), 'Associationsrättens likhets- och likabehandlingsprinciper. En analys i ljuset av NJA 2013 s. 1250.' *Juridisk tidskrift vid Stockholms Universitet* s. 263-275.

Arvidsson, Niklas (2014b), 'Associationsrättsligt samtycke och skadestånd – särskilt om förhållandet mellan samtyckesprincipen och associationsintresset.' *Svensk Juristtidning* s. 653-660.

Bergström, Claes & Samuelsson, Per (2015), *Aktiebolagets grundproblem. 5. [uppdaterade och reviderade]* uppl., Nordstedts Juridik

Broneus, Sandra & Stattin, Daniel (2010), *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden: en kommentar och referenser*. Thomson Reuters.

Dahlman, Christian, Glader, Marcus & Reidhav, David (2010), *Rättsekonomi: en introduktion. 2 uppl.*, Studentlitteratur.

Dotevall, Rolf (1989), *Skadeståndsansvar för styrelseledamot*. Stockholms Universitet.

Dotevall, Rolf (2017), *Bolagsledningens skadeståndsansvar. 3 uppl.*, Wolters Kluwer.

Eklund, Karin & Stattin, Daniel (2016), *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt. 2. [reviderade]* uppl., Iustus.

Hettne, Jörgen, Otken Eriksson, Ida (red.) (2011), *EU-rättslig metod: teori och genomslag i svensk rättstillämpning. 2. [omarbetade]* uppl., Nordstedts Juridik.

Johansson, Svante (2016), 'Aktiebolagslagens generalklausuler. Insjöar eller torra land?' i: Bernitz, Ulf m.fl. (red.), *Festskrift till Lars Pehrson*. Jure s. 163-179.

Korling, Fredric & Zamboni, Mauro (red.) (2013), *Juridisk metodlära*. Studentlitteratur.

Lindskog, Stefan (2011), 'Aktieägaravtal – en kommentar med anledning av en avhandling.' *Svensk Juristtidning* s. 265-289.

Lindskog, Stefan (2017), 'I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt' i: Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.) *Börsrätt*. Studentlitteratur s. 53-71.

Nerep, Erik & Samuelsson, Per (2009), *Aktiebolagslagen: en lagkommentar. D 1, Kapitel 1-10*. 2 uppl., Thomson Reuters Professional.

Nial, Håkan (1988), *Svensk associationsrätt i huvuddrag*. 4. [omarbetade och utvidgade] uppl., Nordstedt.

Nial, Håkan (1991), *Svensk associationsrätt i huvuddrag*. 5. [omarbetade och utvidgade] uppl., Nordstedt.

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik & Rolf, Skog (2015), *Takeover-reglerna - en kommentar*. 4. uppl., Nordstedts Juridik (cit. Nyström m.fl. (2015)).

Nyström, Göran & Sjöman, Erik (2009) 'Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?' i Svernlöv, Carl (red.) *Tidsskrift från Stockholm Centre for Commercial Law*. Nr 10 2009 s. 11-26 (cit. Nyström & Sjöman (2009)).

Ohlson, Göran (2012), *Vikten av vinst: en studie om syftets betydelse i bolagsstyrning*. Lunds universitet.

Pehrson, Lars (1987), 'Generalklausuler i aktiebolagslagen' i: Müller, Mats, Lindskog, Stefan & Unger, Sven (red.), *Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887-1987*. Nordstedt s. 483-502.

Persson Österman, Roger & Svernlöv, Carl (2017), 'CSR i företagsbeskattning – ett associationsrättsligt perspektiv.' *Skattenytt* s. 95-110.

Rodhe, Knut (1977), 'Medbestämmandelagen och aktiebolagslagen.' *Svenskt Juristtidning* s. 295-298.

Rodhe, Knut (1995), *Inledning till associationsrätten*. 6 [reviderade] uppl., Fritze.

Sandgren, Claes (2005), 'Är rättsdogmatiken dogmatisk?' *Tidsskrift for Rettsvitenskap* s. 648–656.

Sandström, Torsten (2017), *Svensk aktiebolagsrätt*. 6 uppl., Wolters Kluwer.

Skog, Rolf (2015), 'Om betydelse av vinstsyftet i aktiebolagslagen.' *Svensk Juristtidning* s. 11-19.

Skog, Rolf (2018), *Rodhes aktiebolagsrätt*. 25, Nordstedts Juridik.

Stattin, Daniel (2008), *Företagsstyrning: en studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*. 2 uppl., Uppsala universitet.

Stattin, Daniel (2009), *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*. 2. [utökade] uppl., Thomson Reuters.

Stattin, Daniel (2017), 'Bolagsledningens plikter i aktiemarknadsbolag', i: Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten (red.) *Börsrätt*. Studentlitteratur s. 413-439.

Taxell, Lars Erik (1988), *Aktiebolagets organisation*. [ny utg.], Åbo Akademis förlag.

Ydén, Karin (2008), 'Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbjudanden – med fokus på due diligence-frågor.' *Juridisk tidskrift vid Stockholms Universitet* s. 340-355.

Åhman, Ola (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*. Uppsala Universitet.

Östberg, Jessica (2016a), 'Något om skyldigheten att iaktta bolagets intresse vid insolvens', i: *Festskrift till Lars Pehrson*. Jure s. 455-476.

Östberg, Jessica (2016b), *Styrelseledamöters lojalitetsplikt – särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter*. Jure.

Östberg, Jessica (2018), 'Om aktieägares lojalitetsplikt.' *svensk Juristtidning* s. 265-303.

Elektroniska källor

Andersson, Johansson och Skog, Aktiebolagslag, (2017-06-12), kommentaren till 7 kap. 47 § Aktiebolagslagen (cit. Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 7 kap. 47 § ABL).

Andersson, Johansson och Skog, Aktiebolagslag, (2017-06-12), kommentaren till 8 kap. 41 § Aktiebolagslagen (cit. Andersson, Johansson & Skog Zeteokommentar 8 kap. 41 § ABL).

Kollegiet för bolagsstyrning, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, 2017-11-01, <www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/447/Takeoverregler_2017.pdf>, besökt 2018-05-10 (cit. TO-reglerna).

Kollegiet för bolagsstyrning, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm Nordic Growth Market NGM, <bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/657/Takeoverregler_2018_andringsmarkerad.pdf>, besökt 2018-04-18 (cit. Nya TO-reglerna 2018).

Kollegiet för bolagsstyrning, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM – förslag till reviderade regler, <www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/645/Takeoverregler_2017_andringsmarkerad.pdf>, besökt 2018-04-18 (cit. TO-reglerna ändringsmarkerade)

Nasdaq Stockholm, Regelverk för emittenter, 3 januari 2018, <business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Stockholms-regelverk-för-emittenter-3-januari-2018_tcm5044-53544.pdf>, besökt 2018-05-10 (cit. Börsens regelverk)

Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:441) 4 kap. 1 §, Lexino 2017-10-24 (cit. Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 4 kap. 1 § ABL).

Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:441) 7 kap. 47 §, Lexino 2017-10-27 (cit. Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 7 kap. 47 § ABL).

Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:441) 8 kap. 41 § Lexino 2007-10-28 (cit. Nerep, Adestam & Samuelsson Lexino 8 kap. 41 § ABL).

Pressmeddelanden

Haldex Aktiebolag, Uttalande från styrelsen med anledning av Knorr-Bremse höjda offentliga kontanterbudande, 2016-08-19, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2016/uttalande-fraan-styrelsen-foer-haldex-med-anledning-av-knorr-bremse-hoejda-offentliga-kontanterbudande>, besökt 2018-01-23 (cit. Haldex - Uttalande från styrelsen med anledning av Knorr-Bremse höjda offentliga kontanterbudande).

ZF Friedrichshafen AG, ZF withdraws all-cash offer for Haldex, 2016-10-05, <press.zf.com/site/press/en_de/microsites/press/list/release/release_26496.html>, besökt 2018-01-30 (cit. ZF – ZF withdraws all-cash offer for Haldex).

Haldex Aktiebolag, Uttalande från styrelsen med anledning av Knorr-Bremse offentliga kontanterbudande, 2016-11-08, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2016/uttalande-fraan-styrelsen-foer-haldex-med-anledning-av-knorr-bremse-offentliga-kontanterbudande-1>, besökt 2018-01-23 (cit. Haldex – uttalande från styrelsen för Haldex med anledning av Knorr-Bremse offentliga kontanterbudande).

Knorr-Bremse, Knorr-Bremse AG:s erbjudande till aktieägarna i Haldex AB, 2016-12-05, <www.fi.se/en/our-registers/prospektregistret/GetFile/?id=d5bcd866-b652-4975-b77f-543b0aa815cc&format=application/pdf&name=E:%5CProspektPublicering%5CKnorr%20Bremse%20%20980000-0105.pdf>, besökt 2018-04-15 (cit. Knorr-Bremse – Knorr Bremse AG:s erbjudande till aktieägarna i Haldex AB).

Haldex Aktiebolag, Haldex får begäran om ytterligare information relaterad till amerikansk konkurrensrättslig prövning av Knorr-Bremse offentliga uppköpserbudande, 2016-12-14, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2016/haldex-faar-begaeran-om-ytterligare-information-relaterad-till-amerikansk-konkurrensraettslig-proevningen-av-knorr-bremse-offentliga-uppkoeperbudande>, besökt 2018-01-23 (cit. Haldex – Haldex får begäran om ytterligare information relaterad till amerikansk konkurrensrättslig prövning av Knorr-Bremse offentliga uppköpserbudande).

Haldex Aktiebolag, Ökade extraordinära kostnader för Haldex, 2016-12-20, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2016/oekade-extraordinaera-kostnader-foer-haldex>, besökt 2018-01-23 (Cit. Haldex-Ökade extraordinära kostnader för Haldex).

Haldex Aktiebolag, Haldex bokslutskommuniké januari – december 2016, 2017-02-10, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2017/haldex-bokslutskommuniké-januari-december-2016-ett-aar-med-foersaemrat-marknadslaege-och-en-utdragen-budprocess>, besökt 2018-04-09 (cit. Haldex – bokslutskommuniké 2016).

Haldex Aktiebolag, Extra bolagsstämma i Haldex, 2017-07-11, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2017/extra-bolagsstaemma-i-haldex-aktiebolag>, besökt 2018-01-25 (cit. Haldex - Extra bolagsstämma i Haldex).

Haldex Aktiebolag, Den europeiska konkurrensmyndigheten bekräftar allvarliga tvivel rörande Knorr-Bremse bud på Haldex, 2017-07-24, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2017/den-europeiska-konkurrensmyndigheten-bekraeftar-allvarliga-tvivel-roerande-knorr-bremse-bud-paa-haldex>, besökt 2018-01-25 (cit. Haldex - Den europeiska konkurrensmyndigheten bekräftar allvarliga tvivel rörande Knorr-Bremse bud på Haldex).

Haldex Aktiebolag, Haldex styrelse drar tillbaka sitt stöd för Knorr-Bremse bud, 2017-07-29, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2017/haldex-styrelse-drar-tillbaka-sitt-stoed-foer-knorr-bremse-bud>, besökt 2018-01-23 (cit. Haldex – Haldex styrelse drar tillbaka sitt stöd för Knorr-Bremse bud).

Haldex Aktiebolag, Haldex styrelse står fast vid beslut att inte stödja Knorr-Bremse oavsett utfallet på extra bolagsstämman, 2017-08-02, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2017/haldex-styrelse-staar-fast-vid-beslut-att-inte-stoedja-knorr-bremse-oavsett-utfallet-paa-extra-bolagsstaemma>, besökt 2018-01-26 (cit. Haldex - Haldex styrelse står fast vid beslut att inte stödja Knorr-Bremse oavsett utfallet på extra bolagsstämman).

Haldex Aktiebolag, Röstningsresultat från Haldex extra bolagsstämma, 2017-08-17, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelande/2017/roestningsresultat-

fraan-haldex-extra-bolagstaemma>, besökt 2018-01-23 (cit. Haldex - Röstningsresultat från Haldex extra bolagsstämma).

Haldex Aktiebolag, Knorr-Bremser bud på Haldex återkallas, 2017-09-19, <corporate.haldex.com/sv/media/pressmeddelanden/2017/knorr-bremser-bud-paa-haldex-aaterkallas>, besökt 2018-01-26 (cit. Haldex – Knorr-Bremser bud på Haldex återkallas).

Haldex Aktiebolag, Aktiedata, <corporate.haldex.com/sv/investerare/haldex-aktie/aktiedata>, besökt 2018-04-09 (cit. Haldex – Aktiedata).

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1981 s. 1117.

NJA 1985 s. 343.

NJA 2000 s. 404.

NJA 2013 s. 117.

NJA 2013 s. 1250.

Tingsrätter

Stockholms tingsrätts dom den 8 september 2009 i mål nr T 9377-04.

Lunds tingsrätts dom den 1 december 2017 i mål nr T 5538-17

Aktiemarknadsnämnden

AMN 2004:21.

AMN 2005:47 Old Mutal.

AMN 2006:23

AMN 2006:55 Scania I.

AMN 2007:10 Scania II.

AMN 2007:25.

AMN 2009:15.

AMN 2014:16.

AMN 2017:15.

AMN 2017:27.