



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Fredrik Eriksson Oppliger

Management buyouts

En utredning av aktieägarskyddet vid management buyouts

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 VT2021

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Syfte och frågeställningar	9
1.3 Avgränsning	9
1.4 Metod och material	10
1.5 Disposition	14
2 UPPKÖSPROCESSEN	15
2.1 Motiv till att genomföra en management buyout	15
2.2 Allmänt om uppköpsprocessen	16
2.3 Värdering av målbolaget	18
3 MANAGEMENT BUYOUTS ENLIGT TAKEOVER-REGELVERKEN	21
3.1 Management buyouts	21
3.2 Målbolagsstyrelsens roll vid uppköpserbudanden	23
4 FÖRHÅLLET MELLAN BOLAGETS LEDANDE BEFATTNINGSHAVARE OCH UTOMSTÅENDE BUDGIVARE	25
4.1 Allmänt	25
4.2 Några skillnader mellan bolagets ledande befattningshavare som budgivare och utomstående budgivare	26
4.2.1 Informationsasymmetrier	26
4.2.2 Värdet av bolagsledningen	30
4.2.3 De ledande befattningshavarnas ägandeandel	31
4.3 Utvärdering av regleringen	32

5	FÖRHÅLLET MELLAN BOLAGETS LEDANDE BEFATTNINGSHAVARE OCH AKTIEÄGARNA	38
5.1	Principal-agent-problemet	38
5.1.1	Allmänt	38
5.1.2	Principal-agent-problemet vid management buyouts	39
5.2	Aktieägarskyddsregler	43
5.2.1	Lojalitetsplikten	43
5.2.2	Jäv enligt aktiebolagsrätten m.m.	46
5.2.2.1	Aktiebolagslagens jävsregler	46
5.2.2.2	Analog tillämpning av aktiebolagslagens jävsregler	49
5.2.3	Styrelseledamots och verkställade direktörs skyldighet att undvika intressekonflikter	56
5.2.4	Intressekonflikter och aktiemarknadsrätten	59
5.2.5	Köparens upplysningsplikt	65
5.3	Utvärdering av regleringen	67
6	FÖRBÄTTRINGSFÖRSLAG OCH SAMMANFATTANDE SLUTSATSER	71
6.1	Förbättringsförslag	71
6.1.1	Informationsförpliktelser	71
6.1.2	Åtaganden om samarbete	73
6.2	Sammanfattande slutsatser	74
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	78
	PRESSMEDDELANDEN	84
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	86

Summary

It is common that takeover bids trigger various legal issues, but there are few types of takeover bids that raise as extensive legal issues as management buyouts. A management buyout is a type of acquisition in which board members or senior executives purchase the shares of their employer or principal.

The problem with management buyouts is that on the one hand, the board members and senior executives have an obligation to place the interest of their firm's shareholders above their personal interests, while on the other hand, the board members and executives are acquiring the business from those very shareholders and stand to benefit from doing so on as favourable terms as possible. Thus, there is a conflict of interest between the parties of the transaction.

What distinguishes management buyouts compared to ordinary takeover transactions is that board members and senior executives, due to the fact they work in the target company, have an information advantage compared with the shareholders. Depending on how extensive the information advantage is, it can be used to influence the value of the company. This can be done, for example, by postponing investments until after the acquisition has been completed or by using earnings management techniques such as increased write-downs and changed accruals. Thus, in the light of the prevailing conflict of interest, board members and senior executives may transfer value from the shareholders to themselves by utilizing the information advantage.

The primary purpose of this paper is to investigate whether the current regulation ensures that board members and senior executives are prevented from acting opportunistically towards the shareholders. In addition, this paper provides suggestions on how the regulations could be improved to better deal with opportunistic behaviour.

This paper concludes that third-party bidders will not compete away board members' and senior executives' ability to behave opportunistically. Therefore, there is a need to regulate management buyouts. The main regulation aimed to

solve the conflict of interest is that board members and senior executives are banned from participating in the decision-making process within the target company. Removing the tainted individual partially sanitizes the acquisition from the conflict of interest, but the ban does not take effect until the announcement of the offer, which means that the individual can act opportunistically until the offer is announced. The information advantage is primarily addressed by imposing an obligation on the target company to obtain and publish a fairness opinion. This paper concludes that the fairness opinion can be suitable for addressing the information advantage. However, its weakness is that the accuracy of the fairness opinion depends on the fact that the information on which it is based is both comprehensive and accurate. With regard to the conflict of interest, it is not in the interest of board members and senior executives to be transparent towards the person responsible for drafting the fairness opinion, which means that the fairness opinion may not reflect the company's true potential.

In summary, this paper concludes that there is a need to strengthen the regulations in order to address the board members' and senior executives' ability to behave opportunistically. This applies in particular to the information advantage as it is primarily used to achieve a transfer of value from the shareholders to the board members and senior executives. One of the suggested solutions is to increase the disclosure obligations e.g., board members and senior executives must explain why the takeover bid is being undertaken at the given time and present their data for the valuation.

Sammanfattning

Det är vanligt att uppköp aktualiserar olika rättsliga problem, men det är få uppköp som aktualiserar lika omfattande rättslig problematik som management buyouts. En management buyout är en form av uppköp där styrelseledamot eller ledande befattningshavare är med och köper aktierna i sin arbets- respektive uppdragsgivare.

Styrelseledamot och ledande befattningshavare har en skyldighet att främja bolagets intresse, vilket i förlängningen jämföras med aktieägarnas intresse. Ett av problemen som uppstår vid management buyouts är att samtidigt som styrelseledamot och ledande befattningshavare ska främja aktieägarnas intresse, så har dessa egna intressen av att genomföra uppköpet till så förmånliga villkor som möjligt. Således finns det en tydlig intressekonflikt mellan parterna i uppköpet.

Det som skiljer management buyouts från vanliga uppköp är att styrelseledamot och ledande befattningshavare har, på grund av att dessa är verksamma i målbolaget, ett informationsövertag gentemot aktieägarna. Beroende på hur stort informationsövertaget är kan det användas för att påverka bolagsvärdet. Detta kan exempelvis ske genom att skjuta upp investeringar till efter uppköpet är genomfört eller genom att använda redovisningsmässiga tekniker såsom ökade nedskrivningar och ändrade periodiseringar. Alltså kan styrelseledamot och ledande befattningshavare, mot bakgrund av intressekonflikten som råder, överföra värden från aktieägarna till sig själva genom att utnyttja informationsövertaget.

Med utgångspunkt i bolags- och aktiemarknadsrätten utreds det i uppsatsen hur ovanstående problem hanteras i den svenska regleringen. Den primära frågeställningen i uppsatsen är om den nuvarande regleringen säkerställer att styrelseledamot och ledande befattningshavare inte kan agera opportunistiskt gentemot aktieägarna. Därutöver ges också förslag på hur regleringen skulle kunna förbättras.

I uppsatsen konstateras det att marknaden på egen hand inte klarar av att avhjälpa problematiken vid management buyouts, utan det finns behov av en reglering. Den huvudsakliga regleringen som syftar till att åtgärda intressekonflikten är att styrelseledamot och ledande befattningshavare inte får delta i handläggningen av uppköpserbudandet för målbolagets räkning. Regleringen reducerar delvis styrelseledamots och ledande befattningshavares möjlighet att agera opportunistiskt, men handläggningsförbudet inträder först i samband med att erbjudandet offentliggörs. Detta medför att individerna kan agera opportunistiskt fram tills offentliggörandet. Informationsövertaget hanteras primärt genom att målbolaget åläggs en skyldighet att inhämta och offentliggöra ett värderingsutlåtande. I uppsatsen konstateras det att värderingsutlåtandet i grunden är en bra lösning för att utjämna informationsövertaget, men svagheten är att det är beroende av att informationen som det baseras på både är heltäckande och korrekt. Med hänsyn till intressekonflikten är det inte i styrelseledamots och ledande befattningshavares intresse att vara transparent mot värderingsmannen, vilket medför att värderingsintyget riskerar att inte återspegla bolagets potential.

Sammanfattningsvis konstateras det i uppsatsen att det finns ett behov av att stärka regleringen för att stävja den särskilda problematik som uppkommer vid denna typ av uppköp. I synnerhet gäller det informationsövertaget eftersom det främst utnyttjas för att åstadkomma en överföring av värde från aktieägarna till styrelseledamot och ledande befattningshavare. En av lösningarna som föreslås är utökade informationsförpliktelser. Till exempel inkluderar dessa att styrelseledamot och ledande befattningshavare måste förklara varför uppköpserbudandet företas vid den aktuella tidpunkten och redovisa sina värderingsunderlag.

Förord

Då var det min tur att säga farväl till Juridicum. Även om jag fortfarande har ett år kvar vid Lunds universitet, kommer jag att sakna min studietid vid Juridicum.

Jag vill börja med att tacka Katarina Olsson för mycket god handledning, även trots att jag mejlat och stört dig på kvällar och helger. Utan dina värdefulla synpunkter och kloka råd hade uppsatsen varit betydligt tråkigare att läsa. Tack till Advokatfirman Delphi för hjälp med uppsatsens praktiska delar. Stort tack till pappa för att du tog dig igenom ännu en uppsats utan att klaga och för dina synpunkter om styrelsearbete. Tack till mamma för att du alltid ställer upp.

Och till sist. Tack till mina fina vänner som har förgyllt min studietid.

Lund, maj 2021

Fredrik Eriksson Oppliger

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område
Emittentregelverk	Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares: Harmonized part effective 1 February 2021
EU	Europeiska unionen
HB	Handelsbalken (1736:1232)
IFRS	International Financial Reporting Standards
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning
KomML	Kommissionslag (2009:865)
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbud
Nasdaq Stockholms takeover-regler	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM
Spotlights takeover-regler	Takeover-regler för vissa handelsplattformar
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

1 Inledning

1.1 Bakgrund

En starkt bidragande faktor till ett samhälles förmåga att bygga välstånd är en väl fungerande kapitalmarknad. En grundläggande förutsättning för att kapitalmarknaden ska allokera resurser på ett effektivt sätt är att det råder förtroende mellan investerare och noterade bolag (Härefter ”bolag”).¹ Publika uppköpserbudanden är ofta omvälvande händelser för aktiemarknadens parter, och rör vanligtvis stora belopp, vilket medfört att uppköpserbudanden blivit föremål för rättsligt intresse.² För att investerarna ska behålla förtroendet för bolagen vid uppköpserbudanden, har det utformats ett förfarande som sätter upp regler för hur budgivare, målbolag och aktieägare får agera.

Management buyouts är en form av uppköpserbudande där styrelseledamot, verkställande direktör eller andra ledande befattningshavare är med och köper aktierna eller inkråmet i sin arbets- respektive uppdragsgivare. Problemet som uppstår vid management buyouts är att samtidigt som bolagets ledande befattningshavare³ har en skyldighet att sätta bolagets intresse framför sitt eget, vill dessa naturligtvis genomföra uppköpet till så bra villkor som möjligt.⁴ Således uppstår en situation där det föreligger en risk för att bolagets ledande befattningshavare inte agerar i bolagets intresse i första hand.

Inom både området för bolagsstyrning och den ekonomiska forskningen har det diskuterats flitigt om management buyouts bör förbjudas med hänsyn till intressekonflikten. Argument för ett förbud handlar om att ett sådant minskar de ledande befattningshavarnas utrymme att agera opportunistiskt gentemot aktieägarna och att det inte krävs något kostsamt förfarande för att säkerhetsställa att förhållandena vid transaktionstypen i huvudsak motsvarar

¹ Eklund & Stattin (2021), s. 31f.

² Stattin (2020), s. 37.

³ Används som samlingsbegrepp för styrelseledamot, verkställande direktör och annan ledande befattningshavare.

⁴ III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; IV.1 Spotlights takeover-regler.; Subramanian (2016), s. 591f.; Stattin (2020), s. 656.

förhållandena som gäller vid vanliga uppköp.⁵ I kontrast till nämnda argument finns det även goda skäl för att tillåta management buyouts. Ett av dessa skäl har sin utgångspunkt i det så kallade principal-agent-problemet⁶, vilket uppstår när ägande och kontroll separeras. Innebörden av principal-agent-problemet är att principalen inte i detalj kan avgöra om agenten fattar ändamålsenliga beslut eller om agenten agerar till förmån för sig själv. Detta medför att så kallade *agentkostnader* uppstår, med vilket menas kostnader för exempelvis övervakning av agenten och förlorad nytta till följd av dåliga beslut. Genom att bolagets ledande befattningshavare blir ägare i bolaget minskas agentkostnaderna och dessa får incitament till att öka lönsamheten. Därför kan det i vissa lägen vara samhällsekonomiskt effektivt att tillåta management buyouts.⁷

Ett argument som ibland används mot att införa en omfattande reglering för management buyouts är att marknaden på egen hand har förmågan att åtgärda bud från bolagets ledande befattningshavare som inte svarar mot bolagets värde. En förutsättning för att detta ska ske är att utomstående budgivare i huvudsak deltar på lika villkor som de ledande befattningshavarna. Dock är detta inte alltid fallet vid management buyouts.⁸ Lagstiftaren och Kollegiet för svensk bolagsstyrning har både tagit hänsyn till fördelarna och nackdelarna med management buyouts, och utformat ett förfarande som tillåter denna typ av uppköp, men samtidigt innehåller skyddsmekanismer som syftar till att upprätthålla förtroendet för kapitalmarknaden. Ett vanligt problem vid transaktionstypen är att det kan råda en informationsasymmetri⁹ mellan bolagets ledande befattningshavare och aktieägarna eftersom de förstnämnda är aktiva i bolaget. Denna informationsasymmetri kan exempelvis utnyttjas av bolagets ledande befattningshavare för att hålla nere priset på aktierna.¹⁰

⁵ Målet vid en transaktion då en intressekonflikt gör sig gällande är att neutralisera intressekonflikten så att transaktionen i huvudsak motsvarar en transaktion som görs mellan utomstående parter. Se Anabtawi (2016), s. 1290f.

⁶ I den bolagsrättsliga kontexten är bolagsledningen att betrakta som agent, medan aktieägaren är principal. Se Bergström & Samuelsson (2021), s. 59.

⁷ Grundfest (1988), s. 5ff.; Anabtawi (2016), s. 1326.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 59.

⁸ Anabtawi (2016), s. 1319f.; Subramanian (2016), s. 611.

⁹ När en part har tillgång till mer och/eller bättre information än en annan part. Se Subramanian (2016), s. 613f.; Stattin (2020), s. 660f.

¹⁰ Anabtawi (2016), s. 1290f.

Ovanstående utgör endast några exempel på problem som kan uppkomma vid denna transaktionstyp. Anmärkningsvärt är att transaktionstypen rönt lite diskussion inom doktrinen, vilket gör det motiverat att underkasta transaktionstypen en närmare undersökning. Särskilda områden av intresse i uppsatsen är intressekonflikten mellan de ledande befattningshavarna och aktieägarna, de ledande befattningshavarnas informationsövertag gentemot aktieägarna och frågan om utomstående budgivare deltar på samma villkor som de ledande befattningshavarna.

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är att utreda de problem som kan uppstå i samband med management buyouts med hänsyn till de grundläggande principer som återfinns inom bolags- och aktiemarknadsrätten. Vidare kommer det nuvarande regelverket som omgärdar management buyouts att utvärderas i ljuset av den särskilda problematiken som uppkommer.

För att uppnå uppsatsens syfte kommer följande frågor att besvaras:

- Har bolagets ledande befattningshavare ett övertag gentemot utomstående budgivare vid denna typ av uppköp?
- Säkerhetsställer regleringen i dess nuvarande form att bolagets ledande befattningshavare inte kan agera opportunistiskt gentemot aktieägarna?
- Hur kan regleringen förbättras för att avhjälpa den särskilda problematiken som uppkommer vid management buyouts?

1.3 Avgränsning

Uppsatsen tar främst sikte på förhållandet mellan bolagets ledande befattningshavare och aktieägare, ur ett aktiebolagsrättsligt respektive aktiemarknadsrättsligt perspektiv. Nedanstående framställning är ingen uttömmande redogörelse för alla problem som uppkommer vid management buyouts, utan problemen nedan har valts med hänsyn till att dessa är några av de mest påtagliga som uppkommer vid denna typ av förvärv. Vissa problemområden knyter an till aktiebolagslagens skadeståndsregler, men dessa behandlas endast översiktligt eftersom skadeståndsrätten inte är uppsatsens huvudsakliga fokus.

Uppsatsen behandlar endast management buyouts för publika bolag som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm och Spotlight Stock Market. Detta medför att regelverket för MTF-plattformar inte berörs.

Management buyouts kan avse både publika och privata bolag. I uppsatsen berörs endast management buyouts för publika bolag. Inte heller management buyouts i formen av att ett moderbolag deltar i ett offentligt erbjudande avseende aktierna i ett dotterbolag berörs.

1.4 Metod och material

För att kunna utreda och dra slutsatser kring befintlig lagreglering och problematiken som uppkommer vid management buyouts, krävs det kunskap om gällande rätt. En vanlig metod som används för att fastställa gällande rätt är den rättsdogmatiska metoden. Vid användandet av den rättsdogmatiska metoden fastställs gällande rätt utifrån de allmänt vedertagna rättskällorna. Med allmänt vedertagna rättskällor avses lagstiftning, rättspraxis, lagförarbeten och doktrin. Dessa betraktas utifrån den hierarkiska ordning som framgår här.¹¹ Därmed lämpar sig användandet av den rättsdogmatiska metoden för uppsatsens aktiebolagsrättsliga respektive avtalsrättsliga delar.

Inom doktrinen finns det olika uppfattningar om hur strikt rättskällelära som bör tillämpas vid användandet av den rättsdogmatiska metoden.¹² För denna uppsats vållar en strikt rättskällelära problem eftersom endast de formella rättskällorna får användas, vilket är problematiskt då den aktiemarknadsrättsliga regleringen delvis utgörs av en självreglering. Med självreglering menas ett regelverk som till stor del liknar rättsregler, men har tillkommit utanför normerna för den traditionella rättsbildningen.¹³ Visserligen har innehållet i självregleringen till viss del sitt ursprung i EU:s takeover-direktiv¹⁴, men Sverige har valt att till övervägande del implementera direktivet genom att delegera kompetens till privaträttsliga organ. Organen som åsyftas är Aktiemarknadsnämnden och

¹¹ Kleineman (2018), s. 21.

¹² Kleineman (2018), s. 28f.

¹³ Beyer (2011), s. 23ff.

¹⁴ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Alltså uppkommer frågan om uttalanden från Aktiemarknadsnämnden och takeover-regelverken från Kollegiet för svensk bolagsstyrning kan inordnas inom rättsdogmatiska ramen.

Om en strikt rättskälälära tillämpas kan varken uttalanden från Aktiemarknadsnämnden eller takeover-regelverken från Kollegiet för svensk bolagsstyrning betraktas såtillvida dessa inte grundas på direkt eller indirekt delegation med stöd av direktivet.¹⁵ Detta beror på att Nasdaq Stockholms takeover-regler och Aktiemarknadsnämndens uttalanden främst är bindande på kontraktuell grund.¹⁶ Att rättsdogmatiken skulle vara ett slutet system där endast en strikt rättskälälära får tillämpas kan ifrågasättas med hänsyn till att det tycks ha skett en uppluckring.¹⁷ Högsta domstolen har dessutom uttalat att emittentregelverket och Nasdaq Stockholms takeover-regler inte endast är en avtalsrättslig reglering mellan parterna, utan har karaktären av en semioffentlig normgivning.¹⁸ Med hänsyn till att den strikta rättsdogmatiska ramen blivit ifrågasatt och att regleringen har karaktären av en semioffentlig normgivning, är min uppfattning att Aktiemarknadsnämndens uttalanden och Nasdaq Stockholms takeover-regler kan betraktas inom den rättsdogmatiska ramen. Samma uppfattning har jag angående Spotlights takeover-regler. Dock är kommentaren till de takeover-rättsliga regelverken inte att karakterisera som semioffentliga normgivningar. Detta medför att om kommentarerna framstår som mindre lämpliga eller ändamålsenliga än andra argument så behöver dessa inte användas.¹⁹

Skälet till att inkludera relativt omfattande framställningar av ekonomisk teori är att bolagsrätten i allmänhet, och aktiebolags- och aktiemarknadsrätten i synnerhet, är nära förknippade med ekonomiska överväganden. En vanlig metod som används för att beakta ekonomiska överväganden är den rättseconomiska metoden. Med rättseconomisk metod avses tillämpningen av nationalekonomiska teorier för att förklara eller utvärdera rättsförhållanden. Det

¹⁵ Beyer (2011), s. 25.

¹⁶ 2 kap. 1 § LUA.; P. 2.3.1 & 10.33 emittentregelverket.; P. 1.1 Spotlights regelverk.

¹⁷ NJA 2009 s. 672.; Hellner (2001), s. 25f.; Svernlöv (2016/17), s. 232f.; Kleineman (2018), s. 32f.

¹⁸ NJA 1985 s. 343.; Eklund & Stattin (2021), s. 419. Avgörandet gällde dåvarande NBK-reglerna (Näringslivets Börskommitté). Dessa regler har ersatts av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

¹⁹ AMN 2004:21.; Eklund & Stattin (2021), s. 420.

ska påtalas att rättsekonomi är en relativt spretig metod eftersom det finns flera inriktningar, men ett gemensamt drag för samtliga inriktningar är att rätten inte ses som ett autonomt system, utan rätten är ett öppet system vars ändamål är att uppnå en högre nivå av ekonomisk välfärd.²⁰

I doktrinen har det diskuterats om det inom aktiebolags- och aktiemarknadsrätten behöver anläggas ett rättsekonomiskt perspektiv för att få beakta ekonomiska överväganden, eller om ämnesområdena i sig själva är integrerade med ekonomiska överväganden att det inte är nödvändigt. Inom doktrinen är uppfattningen att aktiebolagsrättens övergripande ändamål är att underlätta näringsverksamhet, främja omsättning av varor och tjänster och bistå med enkla regler för att attrahera kapital.²¹ Vidare anförs det att dessa övergripande syften inte är ändamål i sig själva, utan det högre målet är att öka samhällets totala välbefinnande.²² Aktiemarknadens ändamål korresponderar i stort med aktiebolagsrättens ändamål, men det finns två tillkommande ändamål. Dessa två är att möjliggöra handel med aktieposter och bygga förtroende för aktiemarknaden.²³ Även dessa tillkommande ändamål syftar till att främja det totala välbefinnandet i samhället genom att fler transaktioner genomförs. Mot bakgrund av att både aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrättens ändamål är utpräglat ekonomiska, är min uppfattning att det inte behöver appliceras ett rättsekonomiskt perspektiv för att få beakta ekonomiska överväganden, utan detta perspektiv kan betraktas inom den rättsdogmatiska ramen.

Uppsatsen utreder primärt hur det befintliga rättsläget är, vilket medför att uppsatsen använder ett *de lege lata-perspektiv*. I kapitel sex sker dock en avvikelse eftersom det diskuteras bland annat hur regleringen kan förbättras. Alltså förekommer det ett *de lege-feranda-perspektiv*.²⁴

Utgångspunkten för materialvalet har varit att använda sig av normerna inom aktiebolags- respektive aktiemarknadsrätten eftersom dessa är primärkällor. Den särskilda regleringen för management buyouts är inte särskilt omfattande, vilket har medfört att uppsatsen ibland faller tillbaka på aktiebolagsrätten och

²⁰ Venegas (2018), s. 177.

²¹ Andersson (1995), s. 126ff.; Stattin (2020), s. 65ff.; Eklund & Stattin (2021), s. 30.

²² Andersson (1995), s. 127ff.; Östberg (2016), s. 48.; Stattin (2020), s. 65f.

²³ Stattin (2020), s. 66f.

²⁴ Kleineman (2018), s. 36f.

allmänna associationsrättsliga principer. De allmänna associationsrättsliga principerna framgår av både förarbeten och doktrin.

Management buyouts är starkt förknippade med ekonomiska aspekter, vilket är anledningen till att uppsatsen innehåller framställningar av olika ekonomiska teorier. Den huvudsakliga teorin som är i fokus är principal-agent-teorin, men även hypotesen om effektiva marknader, auktions- och värderingsteori förekommer. Vid redogörelsen för teorierna används främst primärkällorna, men det förekommer även vissa sekundärkällor eftersom dessa applicerar teorierna specifikt på management buyouts.

I kapitel fyra behandlas frågan om utomstående budgivare deltar på samma villkor som bolagets ledande befattningshavare. Mig veterligen har ingen diskussionen om detta skett i den svenska doktrinen, vilket medfört att amerikansk doktrin har fått användas. Den amerikanska doktrinen har främst använts för att utreda den bakomliggande problematiken. Alltså gör uppsatsen inget anspråk på att vara en komparativ studie. Inom den amerikanska doktrinen har primärt Iman Anabtawis *Predatory Management Buyouts* och Guhan Subramanians *Deal Process Design in Management Buyouts* använts. Dessa har kompletterats med pressmeddelanden som avser management buyouts företagna på den svenska marknaden. Syftet med pressmeddelandena är att fånga upp olika beteenden som förekommer för bolag noterade på den svenska marknaden. Dock ska det framhållas att antalet publika management buyouts som genomförts i Sverige är få till antalet, vilket gör det svårt att dra några statistiska slutsatser utifrån underlaget. Detta medför att beteenden och problem som framkommer i pressmeddelandena inte ska ses som en uttömmande uppräknig.

I kapitel fem behandlas förhållandet mellan bolagets ledande befattningshavare och aktieägarna i målbolaget. Alltså är aktieägarskyddsregler i fokus. Lagrummen och skyldigheter som är av intresse för uppsatsen härleds ur allmänna associationsrättsliga principer, vilket gör att en betydande del av framställningen är baserad på ställningstaganden i doktrin. Främst är dessa ställningstaganden hämtade ur Jessica Östbergs *Styrelseledamöters lojalitetsplikt - Särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter* och Daniel Stattins *Takeover – Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*

enligt svensk rätt. Stattins monografi är det enda verket inom den svenska doktrinen som behandlar management buyouts mer än ytligt.

I uppsatsen har det strävats efter att använda ett brett urval av källor där det är möjligt. Vidare har det också i diskussionen strävats efter att nämna både fördelar och nackdelar med olika förfaranden och tolkningsalternativ. Detta medför att läsaren själv får bilda sig en uppfattning angående vilket alternativ som är rimligast.

1.5 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i sex kapitel. I andra kapitlet redogörs det för uppköpsprocessen och vissa ekonomiska teorier. I kapitel tre redogörs det för hur takeover-regelverken hanterar management buyouts och vilken roll som målbolagsstyrelsen har i samband med uppköpserbjudanden. I kapitel fyra behandlas frågan om marknaden på egen hand kan hindra de ledande befattningshavarna från att agera opportunistiskt. En förutsättning för att så ska ske är att budgivarna i huvudsak deltar på lika villkor, varför framställningen inleds med att undersöka skillnader mellan utomstående budgivare och bolagets ledande befattningshavare. Därefter undersöks skillnaderna i ljuset av lagstiftningen på området. I kapitel fem berörs intressekonflikten mellan bolagets ledande befattningshavare och aktieägare. Kapitlet inleds med en genomgång av principal-agent-problematiken. Därefter undersöks det hur aktiebolagslagen, lojalitetsplikten, och aktiemarknadsrätten hanterar intressekonflikten. I anslutning till detta undersöks även vissa avtalsrättsliga regler. Kapitlet avslutas med att regleringen utvärderas. Avslutningsvis i det sjätte kapitlet ges förslag på hur regleringen kan förbättras.

2 Uppköpsprocessen

2.1 Motiv till att genomföra en management buyout

Det finns ett antal motiv till varför en bolagsledning²⁵ väljer att försöka genomföra en management buyout. Från bolagsledningens sida är det vanligt att vilja genomföra en management buyout när de anser att det finns potential i bolaget, men med nuvarande ägarkonstellation kan inte åtgärder vidtas för att realisera denna potential. Vanliga anledningar till att potentialen inte fullt kan realiseras är att befintliga aktieägare inte vill tillföra kapital, agentkostnader och kostnader för att följa börsregelverket.²⁶

En anledning till att genomföra en management buyout handlar om att minska agentkostnaderna i målbolaget.²⁷ Utgångspunkten är att bolagsledningen har fått i uppgift att sörja för aktieägarnas intresse.²⁸ Problemet som uppstår i agentförhållandet är att aktieägaren inte i detalj kan avgöra huruvida uppdragstagaren fattar de mest ändamålsenliga besluten, eller om denne agerar till förmån för sig själv.²⁹ Detta kan sammanfattas som att aktieägaren har ett intresse av att maximera vinsten i bolaget, medan bolagsledningen kan ha andra intressen såsom att maximera sin egen ersättning eller framtida karriärmöjligheter. I syfte att motverka denna intressekonflikt vidtar aktieägarna olika övervakningsåtgärder och incitamentsprogram, vars syfte är att få aktieägarnas och bolagsledningens intressen att sammanfalla.³⁰ Särskilt stora är agentkostnaderna i noterade bolag med spritt ägande.³¹ Genom management buyouten får bolagets ledande befattningshavare ett betydande aktieinnehav i bolaget, vilket leder till att de får ett starkt incitament till att maximera aktieägarvärdet.

²⁵ Med bolagsledning avses styrelseledamöter, verkställande direktör och andra ledande befattningshavare. Skillnaden mellan bolagsledningen och de ledande befattningshavarna är att det senare begreppet endast syftar på personerna som deltar i uppköpserbjudandet på köparsidan.

²⁶ Berk & DeMarzo (2020), s. 878f.; Stattin (2020), s. 657.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 64f.

²⁷ Anabtawi (2016), s. 1326.

²⁸ Jensen & Meckling (1976), s. 308.

²⁹ Bergström & Samuelsson (2021), s. 59.

³⁰ Jensen & Meckling (1976), s. 308.

³¹ Berk & DeMarzo (2020), s. 878.

Det är vanligt att noterade bolag förväntas bedriva verksamheten på ett sådant sätt att aktiemarknadens kortsiktiga förväntningar uppnås i samband med den kvartalsvisa resultatrapporteringen. Detta medför en risk för att beslutsfattandet i verksamheten präglas av kortsiktighet, vilket riskerar att resultera i att projekt som på lång sikt hade varit mer lönsamma inte genomförs, eftersom dessa på kort sikt negativt påverkar resultat och kassaflöde. Vidare kan bolagsledningen också vilja genomföra projekt som aktieägarna har svårt att förstå och värdera nyttan av, vilket medför att aktiemarknaden endast ser projekten som en kostnad.³² Om bolaget avnoteras kan mer resurser allokeras till den långsiktiga utvecklingen av bolaget och bolagsledningen behöver endast övertyga ett fåtal aktieägare vid investeringar.³³

2.2 Allmänt om uppköpsprocessen

Eftersom många uppköpsprocesser är unika, kan det tyckas vanskligt att dela in ett företagsförvärv i olika urskiljbara faser och fasta moment, som antas inträffa i en linjär och kronologisk ordning, men det tjänar ett pedagogiskt syfte inför den fortsatta framställningen.

Utgångspunkten är att uppköpserbjudanden vanligtvis avser betydande belopp, vilket gör att affären ofta kräver någon form av extern finansiering då de ledande befattningshavarna sällan är finansiellt starka nog för att genomföra affären med egna medel. Vanliga finansiärer är PE-bolag³⁴ och finansiella institut.³⁵ Detta medför att processen oftast börjar med att kontakt tas med dessa finansiärer. Inför en management buyout brukar bolagets ledande befattningshavare tillsammans med sin partner³⁶ skapa ett budgivarbolag. Förhållandet mellan aktieägarna i budgivarbolaget regleras vanligen genom ett aktieägaravtal.³⁷ Det är vanligt att de ledande befattningshavarnas partner tar en majoritetspost i budgivarbolaget, men partnern vill fortfarande att bolagets ledande

³² Morgenstern & Nealis (2004), s. 5f.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 65.

³³ Nyman, Lundgren & Rösiö (2012), s. 53f.

³⁴ Riskkapitalbolag vars affärsidé är att antingen köpa onoterade bolag eller köpa ut noterade bolag från börsen. Se Berk & DeMarzo (2020), s. 871.

³⁵ Deloitte, s. 2f.

³⁶ Exempelvis PE-bolag.

³⁷ Nyman, Lundgren & Rösiö (2012), s. 111.

befattningshavare ska ha incitament till att maximera aktieägarvärdet, vilket medför att dessa får dela på en tilltagen minoritetspost.³⁸

Det är inte ovanligt att bolagets ledande befattningshavare har aktieinnehav i målbolaget sedan tidigare, vilket gör att dessa aktier måste överlåtas till budgivarbolaget.³⁹ Överlåtelsen av aktier till budgivarbolaget kompliceras emellertid av att bolagets ledande befattningshavare både kan agera köpare och säljare i samma transaktion. Att låta de ledande befattningshavarna vara nettosäljare i transaktionen är sällan önskvärt för deras partner med hänsyn till att dessa får incitament till att kräva ett så högt pris som möjligt för sina aktier.⁴⁰ Hur de ledande befattningshavarnas finansiella incitament varierar beroende på om dessa är nettoköpare respektive nettosäljare i transaktionen ska illustreras med två exempel.

Värdet på målbolaget är 1000 kr på skuldfri basis och det finns totalt 100 aktier. Tillsammans äger de ledande befattningshavarna 20 aktier, vilka är värda 200 kr. Transaktionen är strukturerad så att bolagets ledande befattningshavare överlåter 10 aktier till budgivarbolaget, samtidigt som deras partner också överlåter 10 aktier till budgivarbolaget. Därefter tar budgivarbolaget ett lån som möjliggör köpet av resterande 80 aktier. Kapitalstrukturen i budgivarbolaget blir alltså 20 procent eget kapital och 80 procent skulder. På säljsidan äger bolagets ledande befattningshavare 20 procent av det egna kapitalet, medan på köparsidan äger de 50 procent av det egna kapitalet. Med hänsyn till att de ledande befattningshavarna ägde 20 aktier innan transaktionen, och överlät 10 aktier till budgivarbolaget, kan det konstateras att dessa är nettosäljare i transaktionen. Anta att budnivån höjs med 20 procent, då kommer de ledande befattningshavarna att erhålla 120 kr för sina 10 aktier istället för 100 kr. Detta medför att om de ledande befattningshavarna är nettosäljare i transaktionen, då kommer dessa att föredra en högre budnivå eftersom det är deras partner som får betala för prishöjningen.⁴¹

³⁸ Stattin (2020), s. 656

³⁹ PWC (2020), s. 3.

⁴⁰ Subramanian (2016), s. 624f.

⁴¹ Prisökningen medför att ett större lån behövs i budgivarbolaget. I syfte att förenkla utgås det från att merkostnaden är försumbar. Dock ska det tilläggas att skuldinstrument generellt har ett lägre avkastningskrav än eget kapital. Se Berk & DeMarzo (2020), s. 463ff.

Om exemplet ändras och affären endast finansieras med eget kapital istället för skuldinstrument, då ändras de ledandebefattningshavarnas incitament. I den situationen måste bolagets ledande befattningshavare köpa ytterligare 30 aktier, medan deras partner måste köpa 50 aktier. Om budnivån höjs med 20 procent så medför detta att bolagets ledande befattningshavare måste erlagga 360 kr istället för 300 kr för att anskaffa 30 aktier. Alltså uppstår det en merkostnad på 60 kr. Av exemplet kan slutsatsen dras att i situationer då de ledande befattningshavarna är nettoköpare ligger det i deras intresse att genomföra management buyouten till så förmånliga villkor som möjligt.⁴²

Efter att aktierna överlåtits till budgivarbolaget, finansiering ordnats och eventuella förhandlingar med målbolaget skett, så offentliggörs uppköpserbjudandet tillsammans med ett prospekt. I prospektet framgår detaljer för affären.⁴³ Det är vanligt att fullföljdvillkor avseende minsta anslutningsgrad uppställs i prospektet. Anledningen till detta är att det krävs 90 procent av aktierna för att kunna påkalla tvångsinlösen av resterande 10 procent av aktierna.⁴⁴ Efter offentliggörandet har målbolagsstyrelsen flera arbetsuppgifter, men en av de viktigaste är att ta ställning till det lämnade erbjudandet.⁴⁵ Budprocessen avslutas med att aktieägarnas acceptfrist löper ut. Därefter påbörjas utbetalning av vederlaget, tvångsinlösenprocessen och avnoteringsprocessen.⁴⁶

2.3 Värdering av målbolaget

Värdet på ett bolag är i huvudsak en produkt av dess förmåga att generera kassaflöde i framtiden. Den vanligaste metoden för att värdera bolag är den så kallade DCF-metoden⁴⁷, vilken innebär att ett bolags framtida kassaflöden nuvärdesberäknas till dagens tidpunkt. Nuvärdesberäkningen sker genom att de framtida kassaflödena divideras med en kalkylränta. Framtida kassaflöden och kalkylräntan bestäms utifrån prognoser.⁴⁸ På grund av att prognoserna bygger

⁴² Främst är detta ett problem för målbolagets aktieägare. Se avsnitt 5.1.2.

⁴³ I.4 & II.3 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; I.4 & II.3 Spotlight takeover-regler.

⁴⁴ 22 kap. 1 § ABL.; II.5 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; II.5 Spotlights takeover-regler.; Stattin (2020), s. 489.

⁴⁵ II.19 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; II.19 Spotlights takeover-regler.

⁴⁶ P. 10.28 emittentregelverket.; P. 6.3 Spotlights regelverk.; II.23 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; II.23 Spotlights takeover-regler.; Stattin (2020), s. 707.

⁴⁷ Discounted cash flow.

⁴⁸ Sevenius (2011), s. 229f.; Berk & DeMarzo (2020), s. 313ff.

på antaganden om intäkter, kostnader, investeringar och risker kan två parter erhålla olika värden på bolaget. Prognoserna brukar bestämmas med ledning av lönsamhets-⁴⁹ respektive tillväxtmått⁵⁰ justerat för vissa verksamhetsfrämmande poster såsom nedskrivningskostnader⁵¹ av engångskaraktär och förändrade redovisningsprinciper.⁵²

För börsbolag är det något mer komplicerat att genomföra en värdering då det finns två värden att förhålla sig till. Det ena är värdet som fås genom metoden ovan och det andra är börsvärdet. Börsvärdet fås genom att aktiekursen multipliceras med samtliga utestående aktier. Hur stark kopplingen är mellan värdena har varit föremål för omfattande diskussion inom den ekonomiska vetenskapen, och styrkan i kopplingen beror på hur stor betydelse som den effektiva marknadshypotesen tillmäts.

Kärnan i den effektiva marknadshypotesen handlar om att en tillgångs pris på en finansiell marknad reflekterar all tillgänglig information som existerar avseende tillgången. Inom teorin finns det olika uppfattningar om marknaden karakteriseras av svag, medel eller stark effektivitet. Med svag menas att aktiepriset återspeglar all historisk information. Kännetecknande för den medelstarka effektiviteten är att aktiekursen återspeglar all publikt tillgänglig information. Med stark effektivitet menas att all information, oavsett vilken information det är, återspeglas i aktiens pris.⁵³ Flertalet studier har gjorts, och i huvudsak har det konstaterats att aktiemarknaden karakteriseras av en medelstark effektivitet på längre sikt.⁵⁴

Det bör noteras att den effektiva marknadshypotesen har blivit flitigt kritiserad då många anser att den utgår från orealistiska antaganden. Dessa är bland annat att investerare har samma uppfattning om en tillgångs risk och avkastning. Därutöver utgår teorin också från att det är förknippat med små kostnader att erhålla och bearbeta information. Innebörden av att marknaden inte alltid är

⁴⁹ Exempelvis avkastning på totalt kapital.

⁵⁰ Exempelvis vinsttillväxt.

⁵¹ Nedskrivningar görs när värdet av en tillgång inte längre stämmer överens med värdet som den är upptagen till på balansräkningen. Se Marton, Pettersson & Lundqvist (2018), s. 372.

⁵² Sevenius (2011), s. 223.

⁵³ Fama (1970), s. 388ff.; Berk & DeMarzo (2020), s. 338f.

⁵⁴ Fama (1991), s. 1607f.

effektiv är att ett bolags aktiekurs tillfälligt kan avvika från värdet av dess framtida kassaflöde.⁵⁵

Med beaktande av ovanstående kommer jag, i den fortsatta framställningen, att utgå från att börsvärdet och värdet av ett bolags framtida förväntade kassaflöden på sikt motsvarar varandra. Faktorer som gör att dessa två värden skiljer sig åt beror bland annat på ovan nämnda faktorer och psykologiska effekter såsom att investerare inte alltid tar rationella beslut.⁵⁶

Avslutningsvis ska något sägas om budpremier. För att en aktieägare ska överlåta sina aktier till en budgivare krävs det ofta att budgivaren, utöver att betala ett belopp som baseras på aktuell aktiekurs, också betalar en budpremie. Anledningen till att en budpremie betalas är att det kostar mer att få fullständig kontroll över ett bolag, det vill säga att aktieägaren kan diktera alla beslut, än att endast äga en del. Budpremien sätts vanligtvis utifrån en genomsnittlig aktiekurs som beräknas över en tidsperiod. Hur mycket budpremien uppgår till varierar beroende på faktorer såsom bransch, konjunkturläge och risker, men det är inte ovanligt att den uppgår till 25–35 procent av aktiekursen dagen innan offentliggörandet.⁵⁷

⁵⁵ Stout (2003), s. 639ff.; Judge (2019), s. 918ff.

⁵⁶ Sevenius (2011), s. 226.

⁵⁷ Sevenius (2011), s. 241.; Berk & DeMarzo (2020), s. 1002ff.; Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidcos offentliga uppköpserbjudande.

3 Management buyouts enligt takeover-regelverken

3.1 Management buyouts

För management buyouts har lagstiftaren valt att i huvudsak förlita sig på de traditionella aktiebolagsrättsliga- respektive aktiemarknadsrättsliga-reglerna, vilket medför att endast några få specialregler existerar. I Nasdaq Stockholms takeover-regler återfinns dessa bestämmelser i tredje kapitlet, medan för Spotlights takeover-regler återfinns dessa i fjärde kapitlet. Vid tillämpning har dessa företrädare framför reglerna som återfinns i respektive reglerings andra kapitel.⁵⁸ Nedan följer en redogörelse för specialreglerna.⁵⁹

Av III.1 i Nasdaq Stockholms takeover-regler framgår det att de särskilda reglerna för management buyouts aktualiseras när styrelseledamot eller styrelsesuppleant i målbolaget eller dess dotterföretag lämnar eller deltar i ett offentligt uppköpserbjudande. Dessa gäller också om ledande befattningshavare lämnar eller deltar i ett offentligt uppköpserbjudande. Av regleringen framgår det att med ledande befattningshavare avses exempelvis verkställande direktör eller annan ledande befattningshavare i målbolaget eller dess dotterföretag.⁶⁰ I syfte att förhindra kringgående av reglerna räknas även närstående till ovanstående in i kretsen. Dessa är make, sambo och barn under vårdnad. Därtill tillkommer även personer som nyligen haft någon av ställningarna ovan och juridisk person som någon av personerna ovan har bestämmande inflytande i.⁶¹ Bestämmelsen innehåller inte någon definition av termen *nyligen*, utan bedömningen får göras utifrån omständigheterna i det enskilda fallet med beaktande av att bestämmelsens syfte är att motverka ett informationsövertag.⁶²

⁵⁸ III.1–5 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; IV.1–5 Spotlights takeover-regler.; Stättin (2020), s. 658.

⁵⁹ Tredje kapitlet i Nasdaq Stockholms takeover-regler är identiskt med fjärde kapitlet i Spotlights takeover-regler. Även de refererade bestämmelserna i respektive reglerings andra kapitel är identiska. Med hänsyn till ovanstående kommer det endast att refereras till Nasdaq Stockholms takeover-regler i den fortsatta framställningen.

⁶⁰ Notera att med ledande befattningshavare i uppsatsen avses styrelseledamot, verkställande direktör och annan ledande befattningshavare. Alltså avser regleringens begrepp färre personer.

⁶¹ Kommentaren till III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁶² Kommentaren till III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

I doktrinen synes uppfattningen vara att personen anses omfattad av regelverket till dess denne inte längre innehar kurspåverkande information om målbolaget.⁶³

För att ovanstående personer ska omfattas av reglerna krävs det att dessa antingen lämnar eller deltar i det offentliga uppköpserbjudandet.⁶⁴ Uttrycket *lämnar* definieras inte närmare i regleringstexten, utan i kommentaren framgår det att uttrycket avser situationer då en styrelseledamot eller ledande befattningshavare, ensam eller tillsammans med andra, är huvudagerande på budgivarsidan. Inte heller uttrycket *deltar* förklaras närmare i regleringstexten. Av kommentaren framgår det att uttrycket tar sikte på situationer då någon av de uppräknade individerna i bestämmelsen, utan att vara huvudagerande, har inflytande att påverka vilka villkor budgivaren tar med i erbjudandet. Inflytandet kan exempelvis uppstå genom ekonomiskt engagemang i budgivarbolaget eller att individen har en framträdande ställning i budgivarbolaget.⁶⁵

Acceptfristen vid management buyouts får inte understiga fyra veckor och som huvudregel inte överstiga tio veckor.⁶⁶ Anledningen till att acceptperioden är något längre vid management buyouts än vid vanliga uppköp beror förmodligen på att det är förenat med en viss tidsåtgång att inhämta ett värderingsutlåtande.⁶⁷

En av de viktigaste skyldigheterna för ett målbolag vid en management buyout är att senast två veckor före acceptfristens utgång inhämta och offentliggöra ett värderingsutlåtande från en oberoende finansiell rådgivare.⁶⁸ Syftet med värderingsutlåtandet är att utjämna informationsövertaget som de ledande befattningshavarna kan ha gentemot aktieägarna i målbolaget.⁶⁹ Något krav på att inhämta flera värderingsutlåtanden finns inte, men det kan vara motiverat om exempelvis vederlagsstrukturen är komplex.⁷⁰ I fråga om oberoende finns det inget uttryckligt förbud mot att målbolaget använder sin ordinarie bank vid inhämtandet av värderingsutlåtandet, men banken måste ha rutiner för att

⁶³ Stattin (2020), s. 659.

⁶⁴ III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁶⁵ Kommentaren till III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁶⁶ II.7 & III.2 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁶⁷ Kommentaren till III.2 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁶⁸ III.3 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Jfr dock AMN 2008:12 & AMN 2008:42.

⁶⁹ Kommentaren till III.3 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁷⁰ Stattin (2020), s. 398.

säkerhetsställa sitt oberoende och ha tillräcklig kompetens för att analysera uppköpets kommersiella, finansiella och legala aspekter.⁷¹ Om en utomstående budgivare offentliggör ett uppköpserbjudande avseende aktierna i målbolaget, bortfaller skyldigheten för målbolaget att inhämta ett värderingsutlåtande.⁷²

Sista bestämmelsen i regelverket som särskilt berör management buyouts är att viss tilläggsinformation ska presenteras i budgivarens pressmeddelande. I pressmeddelandet ska det dels framgå vilka styrelseledamöter och ledande befattningshavare som deltar i affären på köparsidan, dels att målbolaget är skyldigt att inhämta och offentliggöra ett värderingsutlåtande avseende erbjudandets skälighet.⁷³

3.2 Målbolagsstyrelsens roll vid uppköpserbjudanden

För att kunna förklara varför intressekonflikten och informationsasymmetrin är problematiska vid management buyouts måste något sägas om målbolagsstyrelsens roll i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Trots att målbolagsstyrelsen i civilrättslig mening inte är part i uppköpserbjudandet eftersom aktieöverlåtelsen ingås mellan budgivaren och aktieägaren, har målbolagsstyrelsen tilldelats flera viktiga arbetsuppgifter som ska utföras i samband med uppköpserbjudandet.⁷⁴ Den vägledande principen för målbolagsstyrelsen under hela uppköpsprocessen är att denne ska agera i samtliga aktieägares intresse.⁷⁵ Med detta menas att målbolagsstyrelsen varken får låta sig styras av sina egna eller några få aktieägares intressen.⁷⁶ Vidare får inte heller målbolagsstyrelsen, utan aktieägarnas godkännande, vidta åtgärder som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.⁷⁷ Dock hindrar inte detta att målbolagsstyrelsen för diskussioner med andra potentiella budgivare.⁷⁸

⁷¹ AMN 2002:13.

⁷² III.3 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁷³ III.5 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Kommentaren till III.5 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁷⁴ Kommentaren till II.17 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁷⁵ II.17 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁷⁶ Kommentaren till II.17 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁷⁷ 5 kap. 1 § LUA.

⁷⁸ Kommentaren till II.17 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

En av de viktigaste arbetsuppgifterna som har tilldelats målbolagsstyrelsen är att utvärdera uppköpserbudandets och offentliggöra sin uppfattning om aktieägarna bör acceptera uppköpserbudandets. Målbolagsstyrelsen är skyldig att offentliggöra sin uppfattning senast två veckor innan acceptfristen löper ut.⁷⁹ Anledningen till att målbolagsstyrelsen ålagts att ta ställning till det presenterade erbjudandet beror förmodligen på att den har god insikt i målbolagets verksamhet, vilket innebär att den är kvalificerad att bedöma om uppköpserbudandets svarar mot målbolagets värde.

Andra arbetsuppgifter som ålagts målbolagsstyrelsen är att den ska handlägga uppköpserbudandets och fatta beslut om en due diligence-undersökning ska beviljas.⁸⁰ Därutöver är det inte ovanligt, trots att målbolagsstyrelsen i civilrättslig mening inte är part i uppköpserbudandets, att målbolagsstyrelsen förhandlar med budgivaren innan erbjudandets offentliggörande. Dessa förhandlingar kan exempelvis röra budnivån. Till exempel i Recipharm-uppköpet lämnades ett indikativt bud till målbolagsstyrelsen på 198 kronor, vilket sedermera höjdes till 220 kronor vid offentliggörandet.⁸¹

⁷⁹ II.19 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁸⁰ II.20 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Stattin (2020), s. 396ff.

⁸¹ Stattin (2020), s. 165 & 266.; Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidcos offentliga uppköpserbudande.

4 Förhållandet mellan bolagets ledande befattningshavare och utomstående budgivare

4.1 Allmänt

Kännetecknande för publika bolag är, tillskillnad från privata bolag, att ägarkretsen är spridd, vilket medför att uppköpsförfarandet skiljer sig från privata företagsförvärv. Budgivaren har ingen reell möjlighet att förhandla med samtliga aktieägare innan villkoren för uppköpet fastställs, vilket innebär att budgivaren avger bud till målbolagets aktieägare. Därefter är det upp till aktieägarna att antingen förkasta eller acceptera budet. Publika uppköp kan alltså liknas vid ett auktionsförfarande där köpare får avge bud till målbolagets aktieägare, och aktieägarna får välja det bud som dessa finner mest attraktivt.⁸²

Fördelen med ett transparent auktionsförfarande kontra exempelvis ett förfarande med förhandlade bud, är att auktionsförfarandet förlitar sig på marknadsmekanismerna för att uppnå ett högt pris. Den teoretiska utgångspunkten är att det vid offentliga uppköpserbjudanden inte är ovanligt att det finns flera potentiella budgivare, vilket innebär att om en budgivare avger ett bud som inte är finansiellt riktigt⁸³, bör en annan budgivare avge ett högre bud eftersom denne inser att det finns ett värde att tillgodogöra sig. Vid händelse av att det andra budet inte heller är finansiellt riktigt, kommer det resultera i antingen att den första budgivaren höjer sitt bud eller att en tredje budgivare avger ett högre bud. Alltså kommer konkurrensen mellan budgivarna att medföra att budet blir finansiellt riktigt.⁸⁴

Ett argument som ofta görs gällande, med utgångspunkt i ovanstående resonemang, är att hotet om att en utomstående budgivare kan delta i uppköpsprocessen bör få till effekt att bolagets ledade befattningshavare avger ett bud från början som är finansiellt riktigt. Detta på grund av att dessa inte vill få sitt bud övertrumpat. Kontentan av detta är att det inte behövs någon

⁸² II.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

⁸³ Med att ett bud inte är finansiellt riktigt menas att det inte svarar mot bolagets framtida kassaflöde och/eller att budpremien avviker från vad som förekommer för bolag med liknande verksamhet. Se avsnitt 2.3.

⁸⁴ Sevenius (2011), s. 136f.; Subramanian (2016), s. 611.

omfattande reglering som hindrar bolagets ledande befattningshavare från att agera opportunistiskt.⁸⁵ Även lagstiftaren och Kollegiet för svensk bolagsstyrning torde vara av uppfattningen att konkurrens vid budgivning är en positiv företeelse eftersom det ökar det totala välbefindandet i samhället, vilket också är det övergripande ändamålet med aktiemarknadsrätten. Bland annat framgår uppfattningen av att det är förbjudet för målbolagsstyrelsen att favorisera en budgivare och att styrelseneutralitetsregeln⁸⁶ inte omfattar sökandet efter alternativa budgivare.⁸⁷ Därutöver är utgångspunkten att budgivare så långt som möjligt ska likabehandlas vid due diligence-förfarandet.⁸⁸

En grundläggande förutsättning för att det ovanstående resonemanget ska fungera är att budgivarna i huvudsak deltar på lika villkor.⁸⁹ Detta medför att frågan uppkommer om utomstående budgivare deltar på samma villkor som bolagets ledande befattningshavare. Den fortsatta framställningen tar sin utgångspunkt i att undersöka skillnader mellan bolagets ledande befattningshavare som budgivare och utomstående budgivare. Därefter undersöks det om regleringen i tillräckligt hög grad utjämnar dessa skillnader mellan budgivarna.

4.2 Några skillnader mellan bolagets ledande befattningshavare som budgivare och utomstående budgivare

4.2.1 Informationsasymmetrier

En förutsättning för att kunna göra en tillförlitlig värdering av ett bolag är att prognosen över bolagets framtida kassaflöden baseras på tillförlitlig och heltäckande information. Vid ett uppköp kan det inträffa att en part har tillgång till mer och/eller bättre information om målbolaget än den andra parten. Vid management buyouts torde det vara så att bolagets ledande befattningshavare har tillgång till mer information om målbolaget än vad en utomstående

⁸⁵ Anabtawi (2016), s. 1319f.; Subramanian (2016), s. 611.

⁸⁶ Styrelseneutralitetsregeln innebär att som huvudregel får styrelsen endast vidta försvarsåtgärder efter godkännande från bolagsstämman. Se 5 kap. 1 § LUA.

⁸⁷ 5 kap. 1 § LUA.; Winter m.fl. (2002), s. 20 & 27f.; Se avsnitt 1.4.

⁸⁸ Kommentaren till II.20 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Stattin (2020), s. 284ff.

⁸⁹ Bulow & Klempere (2009), s. 1567.; Subramanian (2016), s. 611f.

budgivare har. Detta beror på att de ledande befattningshavarna är verksamma i bolaget. Att en part har tillgång till mer och/eller bättre information än en annan part brukar benämnas som att det råder en informationsasymmetri mellan parterna.⁹⁰ I det följande kommer det att redogöras för några aspekter som påverkar hur stor informationsasymmetrin blir.

Utgångspunkten vid offentliga uppköpserbjudanden är, förutsatt att det är i aktieägarnas intresse, att konkurrerande budgivare ska behandlas lika av målbolaget. Detta innebär bland annat att budgivarna ska beredas tillgång till samma information i samband med en eventuell due diligence-undersökning. I due diligence-undersökningen är det inte ovanligt att köparen, utöver att ta del av skriftlig dokumentation rörande målbolaget, även ställer frågor till bolagsledningen.⁹¹ Vilken information som bolagsledningen kan dela med sig av begränsas av deras anställnings- respektive uppdragsavtal, yppandeförbudet i marknadsmissbruksförordningen⁹² och tystnadsplikten gentemot målbolaget.⁹³ Om insiderinformation lämnas ut vid due diligence-undersökning eller under uppköpsprocessen ska denna offentliggöras.⁹⁴

Utgångspunkten ovan kan tyckas rimlig, men det kan ifrågasättas om det alltid ligger i de ledande befattningshavarnas intresse att vara transparenta med vilken information som delas. Till exempel om de ledande befattningshavarna ska göra en värdering tillsammans med sin partner av målbolaget, då borde de ledande befattningshavarna vara angelägna om att dela så mycket information som möjligt för att värderingen ska bli så korrekt som möjligt. Med hänsyn till att värderingen riskerar att bli bristfällig om för lite information delas, är det mindre troligt att bolagets ledande befattningshavare i en sådan situation frivilligt skulle inskränka sin egen möjlighet att dela information. På grund av att det varken ligger i de ledande befattningshavarnas eller deras partners intresse att ge målbolaget insyn i vilken information som delas, är det svårt att sanktionera

⁹⁰ Subramanian (2016), s. 613f.; Stattin (2020), s. 660f

⁹¹ Kommentaren till II.20 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Stattin (2020), s. 284ff. & 400f.

⁹² Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (Härefter ”marknadsmissbruksförordningen”).

⁹³ Art. 14(c) marknadsmissbruksförordningen.; Östberg (2016), s. 274.; Dotevall (2017), s. 187f.; Källström & Malmberg (2019), s. 259.

⁹⁴ II.20 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; AMN 2004:31.

brott mot ovanstående förpliktelser. Därutöver ska det även framhållas att om en utomstående budgivare exempelvis under due diligence-undersökningen ställer frågor till de ledande befattningshavarna, då är det inte säkert att de ledande befattningshavarna ger den utomstående budgivaren en lika nyanserad bild av bolaget som denne ger sin partner. Till exempel kan de ledande befattningshavarna vägra att svara på frågor med hänsyn till att det inte ligger i aktieägarnas intresse eller att informationen kan skada bolaget. Således finns det en risk för att det uppstår en informationsasymmetri mellan budgivarna.

Utöver ovanstående har bolagets ledande befattningshavare och deras partner även en tidsfördel då dessa kan undersöka information om målbolaget innan målbolagsstyrelsen informeras om det potentiella budet. För en utomstående budgivare riskerar situationen istället vara den att först i samband med att de ledande befattningshavarna offentliggör sitt bud så kontaktas den utomstående budgivaren av målbolagsstyrelsen. Acceptfristen vid management buyouts är åtminstone fyra veckor, men det kan vara svårt för en utomstående budgivare att hinna med en due diligence-undersökning, analysera förvärvets kommersiella karaktär och säkra finansiering.⁹⁵

Med hänsyn till ovanstående borde det i princip vara oundvikligt att någon form av informationsasymmetri uppstår vid management buyouts. Beroende både på hur bolagets ledande befattningshavare och målbolagsstyrelsen agerar kan informationsasymmetrin antingen vara av mindre eller större betydelse. I den fortsatta framställningen i avsnittet kommer det redogöras för varför en stor informationsasymmetri är till nackdel för utomstående budgivare.

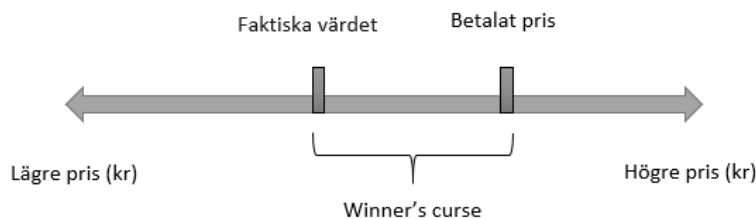
Om det råder en stor informationsasymmetri mellan en utomstående budgivare och bolagets ledande befattningshavare, riskerar fenomenet *winner's curse* att uppstå.⁹⁶ Winner's curse uppstår vid så kallade *common-value auctions*, med vilket menas att en tillgång har samma faktiska finansiella värde för alla budgivare (ex post), men budgivarna har olika information om tillgångens värde (ex ante).⁹⁷

⁹⁵ III.2 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Subramanian (2016), s. 616f.

⁹⁶ Subramanian (2016), s. 613f.

⁹⁷ Anandalingam & Lucas (2004), s. 6.

Ett klassiskt exempel på ett föremål som kan betraktas som ett common-value-föremål är en glasburk fylld med mynt. Notera att glasburkens värde är försumbart och att auktionsdeltagarna inte får räkna mynten innan auktionen, vilket medför att deltagarna behöver göra någon form av estimering av antalet mynt i burken. Oavsett vilken budgivare som vinner auktionen så kommer värdet av mynten i burken att vara samma. Dock kommer alla auktionsdeltagare att göra olika uppskattningar angående hur många mynt som finns i burken, vilket medför att deltagarna blir olika betalningsvilliga för innehållet i burken. Problemet med auktionen är att inte den personen som gissar rätt antal mynt i burken vinner, utan det vinnande budet avges av den personen som har störst felmarginal sett till antal mynt i burken. Alltså är det personen som har gjort den mest optimistiska värderingen som vinner budgivningen, vilket medför att det är hög sannolikhet att den vinnande budgivaren överbetalat sett till det faktiska värdet av tillgången. Skillnaden mellan det faktiska värdet och betalat pris benämns som winner's curse.⁹⁸



Figur 1: Illustrerad bild av winner's curse

Som det tidigare redogjorts för, värderas bolag i huvudsak utifrån dess förmåga att i framtiden generera kassaflöde.⁹⁹ Budgivare gör olika antaganden om investeringar och risker vid prognostisering av bolagets framtida kassaflöden, vilket innebär att deras betalningsvilja kommer att skilja sig åt. För att kunna göra en tillförlitlig estimering av ett bolags framtida kassaflöden krävs det omfattande information om verksamheten. I synnerhet gäller detta för framtida investeringsprojekt och risker som verksamheten är förknippad med. Med hänsyn till att de ledande befattningshavarna är verksamma i målbolaget, bör dessa ha tillgång till mer information om målbolaget än en utomstående budgivare, vilket medför att de ledande befattningshavarna sannolikt är den part

⁹⁸ Polak (2007).

⁹⁹ Se avsnitt 2.3.

som kan göra den bästa estimeringen av bolagsvärdet. Att utomstående budgivare inte har tillgång samma informationsunderlag, bör medföra att dessas värdering är förknippad med större felmarginal än de ledande befattningshavarnas värdering. På grund av den större felmarginalen riskerar utomstående budgivare att betala för mycket för bolagets framtida kassaflöden i fler fall än vad som fallet för bolagets ledande befattningshavare. Alltså är sannolikheten större att winner's curse uppstår för utomstående budgivare, vilket bör få till effekt att dessa blir avskräckta från att delta i uppköp gentemot bolagets ledande befattningshavare eftersom sannolikheten är högre att dessa förlorar pengar.¹⁰⁰

4.2.2 Värdet av bolagsledningen

Ett bolags framtida kassaflöden är till stor del en produkt av vilka investeringar som görs i bolaget och vilka risker som verksamheten är förknippad med.¹⁰¹ En grupp individer som ofta också har en positiv påverkan på ett bolags framtida kassaflöden är en kompetent och skicklig bolagsledning. Att rekrytera och träna upp en ny bolagsledning är ofta förknippat med betydande kostnader, både i arvoden och att kontinuiteten i verksamheten påverkas, vilket gör att det ofta är önskvärt att låta bolagsledningen fortsätta eller stanna kvar under en övergångsperiod. Detta gäller i synnerhet för den operativa ledningen.¹⁰² Således borde ett bolag som saknar en bolagsledning värderas lägre än ett bolag som har en bolagsledning.¹⁰³

Kännetecknande för en styrelseledamots uppdragsavtal med målbolaget är att detta kan upphöra till följd av ensidig rättshandling från styrelseledamoten.¹⁰⁴ För att motsvarande ska gälla för verkställande direktör måste det finnas en *change of control-klausul* i anställningsavtalet. Den typen av klausuler är inte ovanliga, och innebär att anställningsavtalet kan sägas upp i samband med en aktieöverlåtelse.¹⁰⁵

¹⁰⁰ Subramanian (2016), s. 613ff.

¹⁰¹ Subramanian (2016), s. 617f.; Berk & DeMarzo (2020), s. 247f.

¹⁰² Sevenius (2011), s. 411f.

¹⁰³ Givet att bolagen annars är identiska.

¹⁰⁴ Uppdraget upphör då anmälan kommit in till Bolagsverket. Se 8 kap. 13–14 §§ ABL.

¹⁰⁵ AMN 2002:13.

Syftet med själva management buyouten är att bolagets ledande befattningshavare stannar kvar i målbolaget efter uppköpet, vilket gör att dessa inte behöver ta höjd för samma osäkerhet som en utomstående budgivare behöver. Med ekonomiska begrepp kan det beskrivas som att värdet av bolagsledningen medför att auktionen går från att vara en common-value auction till att få inslag av att vara en private-value auction. Vid common-value auctions är bolaget i huvudsak värt lika mycket för samtliga budgivare, men vid private-value auctions har en eller flera budgivare ett värde i bolaget som inte tillkommer övriga budgivare. Genom att de ledande befattningshavarna är säkra på att individerna stannar kvar efter uppköpet, så har dessa ett värde som inte nödvändigtvis tillkommer utomstående budgivare.¹⁰⁶

Innebörden av detta kan illustreras med ett exempel. En strategi som ibland används för att minska sannolikheten för att winner's curse uppstår är att utomstående budgivare förlitar sig på de ledande befattningshavarnas analys, och avger ett bud som är precis över deras.¹⁰⁷ Anledningen till att denna strategi fungerar vid common-value auctions är att bolaget i huvudsak är värt lika mycket för samtliga budgivare. Visserligen kommer den utomstående budgivaren att betala en köpeskilling som är något i överkant, men detta belopp är troligen försumbart i relation till hela köpeskillingen. Problemet med strategin är att den inte tar hänsyn till att nyckelpersoner i bolagsledningen riskerar att saknas, vilket medför att bolaget har ett lägre värde för den utomstående budgivaren än för bolagets ledande befattningshavare.

4.2.3 De ledande befattningshavarnas ägandeandel

Något som återkommer i uttalanden från olika målbolag, både vid management buyouts och uppköp där budgivarbolaget redan äger en betydande andel av aktierna, är att det ofta är svårt att hitta utomstående budgivare.¹⁰⁸ Anledningen till detta beror sannolikt på att den utomstående budgivaren, utöver att presentera ett tillräckligt attraktivt bud som övriga aktieägare accepterar, måste övertyga bolagets ledande befattningshavare att sälja sina aktier så att en

¹⁰⁶ Polak (2007).; Subramanian (2016), s. 619f.

¹⁰⁷ Subramanian (2016), s. 619f.

¹⁰⁸ Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Enlabs AB med anledning av Entains offentliga uppköpserbjudande.; Uttalande från den Oberoende Budkommittén i Oriflame med anledning av Walnut Bidcos offentliga uppköpserbjudande.; Uttalande från den Oberoende Budkommittén i Swedol med anledning av Momentum Groups offentliga uppköpserbjudande.

tvångsinlösen kan påkallas. Det torde inte vara osannolikt att bolagets ledande befattningshavare investerat både energi och pengar i att genomföra budet, vilket gör att ifall dessa ska acceptera ett annat bud, så måste de bli kompenserade genom en hög budnivå. Vidare förekommer det även att de ledande befattningshavarna knyts till sin partner genom avtal, vilket medför att dessa inte har någon möjlighet att samarbeta med utomstående budgivare.¹⁰⁹

4.3 Utvärdering av regleringen

Inom den svenska rättsvetenskapen tycks inte budgivarnas likabehandling ha fått en särskild framträdande roll i diskussionen, vilket gör att det saknas ett enhetligt regelverk. Istället är regleringen utspridd i flera lagstiftningsakter och självregleringsinstrument, vilka kan få betydelse beroende på kontexten i det specifika uppköpet. I det följande kommer det undersökas om regelverken åtgärdar dem identifierade problemen ovan.

En typ av regler som finns till för att avhjälpa informationsasymmetrin mellan budgivarna, är så kallade informationsförpliktelse. Med informationsförpliktelse menas olika skyldigheter att offentliggöra information. Dessa hindrar att en part, som har information av viss karaktär, utnyttjar denna för sin egen vinning. Den informationen som är av störst betydelse är så kallad insiderinformation, med vilket menas information av specifik natur som om den offentliggjordes, sannolikt hade medfört en väsentlig inverkan på målbolagets aktie.¹¹⁰ Det torde inte vara ovanligt att de ledande befattningshavarna, med hänsyn till deras ställning i målbolaget, regelbundet kommer i kontakt med insiderinformation. Om en ledande befattningshavare har tillgång till insiderinformation hindras denne från att handla i aktien, vilket medför att insiderinformationen måste offentliggöras innan uppköpserbjudandet offentliggörs.¹¹¹

Kravet på att insiderinformation ska offentliggöras är i grunden ändamålsenligt då det utjämnar informationsläget mellan budgivarna, men för att information

¹⁰⁹ AMN 2008:45.; Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidcos offentliga uppköpserbjudande.

¹¹⁰ Art. 7 marknadsmissbruksförordningen.

¹¹¹ Art. 8.1 marknadsmissbruksförordningen.; Art. 14.a marknadsmissbruksförordningen.; Art. 17.1 marknadsmissbruksförordningen.

ska kunna klassificeras som insiderinformation krävs det bland annat att denne är av specifik natur och har en väsentlig inverkan på aktiepriset. Med hänsyn till de allvarliga påföljderna som handlande i strid med marknadsmissbruksförordningen medför, är det naturligt att insiderinformation måste avgränsas mot övrig information.¹¹² Problemet som uppstår med avgränsningen är att det inte alltid är fallet att exempelvis finansiella prognoser och annan operativ information som används av bolagets ledande befattningshavare uppfyller kraven på att klassificeras som insiderinformation. Bland annat krävs det att händelserna som prognoserna bygger på rimligtvis kan förväntas inträffa och att informationen är tillräckligt konkret för att påverka aktiens prisbildning. Trots att de ledande befattningshavarna antagligen kan göra de bästa prognoserna över bolagets framtida kassaflöden, så löper prognoserna över längre tidsperioder, vilket gör att dessa är behäftade med osäkerhet. Därför är det inte säkert att det finns faktiska utsikter för att omständigheterna som ligger till grund för bolagets prognostiserade kassaflöden faktiskt inträffar, vilket gör att prognoserna riskerar att inte omfattas av regelverket för insiderinformation.

Utöver att insiderinformation inte får användas vid erbjudandet, finns det även vissa andra informationsförpliktelser för budgivaren. Dessa handlar bland annat om att budgivaren ska offentliggöra hur stor andel av aktierna i målbolaget som kontrolleras av budgivarbolaget, om avtal angående bonusarrangemang träffats med anställda och motiven i korthet till erbjudandet.¹¹³ Dock är det främst frågan om att budgivaren ska delge information av allmän karaktär, vilket är information som inte påverkar informationsasymmetrin i någon större utsträckning. Visserligen skulle skyldigheter såsom att avslöja motivet till erbjudandet kunna minska informationsasymmetrin, men budgivarbolagets motiv brukar endast beskrivas i allmänna ordalag. Detta kan exempelvis vara att målbolaget på grund av omstruktureringar bäst skulle utvecklas i en icke noterad miljö.¹¹⁴ Alltså bidrar inte ett sådant offentliggörande till att minska informationsasymmetrin mellan budgivarna.

¹¹² 2 kap. 1 § Lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden.

¹¹³ II.3 & III.5 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

¹¹⁴ Erbjudande till aktieägarna i Axkid AB (publ).; Grundarfamiljen af Jochnick lämnar ett kontanterbjudande om 227 kronor per aktie till aktieägarna i Oriflame.; Schörling & Partners AB lämnar ett ovillkorat kontanterbjudande om 569 kronor per aktie till aktieägarna i Melker Schörling AB.

En inte helt ovanlig företeelse i publika förvärv är att den potentielle utomstående budgivaren begär att få genomföra en due diligence-undersökning. Fördelen med en due diligence-undersökning är, förutsatt att budgivaren tillhandahåller korrekt information, att den bidrar till att minska informationsasymmetrin som råder mellan budgivarna. Utgångspunkten är, under förutsättning att det bedöms vara i aktieägarnas intresse, att konkurrerande budgivare ska likabehandlas av bolaget. Detta medför bland annat att om information har lämnats till en budgivare, och en annan budgivare planerar att lämna ett högre bud, då under förutsättning att budgivarna och buden är likartade, ska informationen lämnas ut till den konkurrerande budgivaren.¹¹⁵

Kännetecknande för management buyouts är att bolagets ledande befattningshavare antagligen inte behöver göra en due diligence-undersökning eftersom dessa är verksamma i målbolaget. Således är situationen i ovanstående stycke inte direkt applicerbar på management buyouts. Dock under förutsättning att delandet av informationen bedöms vara i aktieägarnas intresse, verkar det rimligt att målbolaget får utjämna informationsövertaget mellan budgivarna. Naturligtvis kommer inte den utomstående budgivaren att få lika omfattande information som de ledande befattningshavarna på grund av att viss information kan vara av känslig karaktär, men due diligence-undersökningen kommer fortfarande att bidra till att minska informationsasymmetrin.

En specialregel som lagstiftaren infört för att hantera informationsasymmetrin vid management buyouts är ett krav på att målbolaget ska inhämta och offentliggöra ett värderingsutlåtande två veckor innan acceptfristen löper ut.¹¹⁶ Syftet med att inhämta värderingsutlåtandet är att begränsa obalansen i informationsläget och att ge aktieägarna en uppfattning om det presenterade budet är skäligt.¹¹⁷ Alltså är inte det egentliga syftet med att inhämta värderingsutlåtandet att hantera informationsasymmetrin mellan budgivarna, men i det följande ska det undersökas om värderingsutlåtandet ändå kan bidra till att minska informationsasymmetrin.

¹¹⁵ Kommentaren till II.20 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Stattin (2020), s. 284ff.

¹¹⁶ III.3 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

¹¹⁷ Kommentaren till III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Stattin (2020), s. 660f.

Grundläggande förutsättningar för att ett värderingsutlåtande ska bli träffsäkert är att värderingsmannen får ta del av all relevant information som kan påverka bolagets värde och att informationen är korrekt. Detta kan exempelvis ske genom att målbolaget tillhandahåller interna finansiella rapporter, prognoser och bereder tillgång till bolagsledningen. Fördelen med att använda sig av en värderingsman är att denna, på grund av uppdragsförhållandet, har en tystnadsplikt.¹¹⁸ Visserligen undertecknas ofta ett sekretessavtal inför en due diligence-undersökning, men det är betydligt svårare att upprätthålla tystnadsplikten för en konkurrent på grund av att denna har ett kommersiellt intresse i informationen.¹¹⁹ Således är det mindre riskabelt att dela med sig av känslig information till en värderingsman än en konkurrent. Genom att värderingsmannen får ta del av detaljerad information om målbolaget bör värderingsmannens analys bli mer träffsäker än en analys som utförs av en utomstående budgivare.

Under förutsättning att värderingsutlåtandet baseras på heltäckande och korrekt information, bör en utomstående budgivare kunna utgå från att budnivån i de ledande befattningshavarnas bud motsvarar bolagsvärdet.¹²⁰ Anledningen till detta är att bolagets ledande befattningshavare, under förutsättning att dessa är nettoköpare, visserligen har incitament till att avge ett så lågt bud som möjligt, men samtidigt är dessa beroende av att värderingsmannen kommer fram till att deras erbjudande är skäligt. Detta eftersom aktieägarna sannolikt inte kommer att acceptera ett oskäligt erbjudande. I teorin bör detta medföra att bolagets ledande befattningshavare väljer en budnivå som ligger strax över gränsen till vad som får anses vara oskäligt. Om en utomstående budgivare i en sådan situation väljer att avge ett erbjudande som ligger nära de ledande befattningshavarnas erbjudande, bör risken vara liten för att winner's curse uppstår. Till exempel i både Axxid- och Recipharm-uppköpen valde respektive bolags ledande befattningshavare att höja budnivån, vilket kan indikera att budnivån var satt något i underkant eftersom de ledande befattningshavarna antagligen inte skulle höja budnivån om affären fortsatt inte var lönsam.

¹¹⁸ Munukka (2007), s. 148f.

¹¹⁹ Forssman (2021), s. 27f.

¹²⁰ Visserligen kommer värderingsmannens utlåtande att vara förknippat med något större felmarginal än de ledande befattningshavarnas, men i framställningen utgår jag från att denna är försumbar.

Anmärkningsvärt i Axxkids fall är att höjningen uppgick till 30 procent över den ursprungliga budnivån.¹²¹

Som ovan redovisats kan värderingsutlåtandet genom sin existens utgöra ett stöd för den utomstående budgivaren, men det ska understrykas att värderingsutlåtandet har vissa svagheter. En av de största svagheter är att om informationen som tillhandahålls till värderingsmannen är bristfällig, då föreligger det risk för att värderingsutlåtandet inte återspeglar den faktiska potentialen i bolaget. Gemensamt för de undersökta värderingsutlåtandena är att värderingsmannen baserade sitt värderingsutlåtande på information såsom intervjuer med bolagsledningen, finansiella prognoser och annan framåtblickande information. Det framgår inte hur informationen tagits fram, men skulle någon av de ledande befattningshavarna ha varit ansvariga för att ta fram informationen, och transaktionen är strukturerad så att dessa är nettoköpare, då kan det uppstå problem eftersom de ledande befattningshavarna har finansiella incitament till att tona ned framtidsutsikterna för målbolaget. Samma problem kan göra sig gällande vid intervjuer. Vad som också är bekymmersamt är att värderingsmannen inte verkar göra någon kontroll av informationen som tillhandahålls, utan i samtliga undersökta värderingsutlåtanden utgås det ifrån att den tillhandahållna informationen är korrekt.¹²²

För att summera regleringen kan det konstateras att förbudet mot att utnyttja insiderinformation utgör en begränsning för vilken information som kan utnyttjas av de ledande befattningshavarna. Dock finns det risk för att en del av den framåtblickande informationen inte kan klassificeras som insiderinformation på grund av att informationen är behäftad med osäkerhet. Det finns inte heller någon skyldighet för de ledande befattningshavarna att offentliggöra informationen i erbjudandehandlingen. Istället kan den

¹²¹ Goldcup 26807 AB (under namnändring till Caution Ax Bidco AB) höjer vederlaget i det kontanta offentliga uppköpserbjudandet till aktieägarna i Axxkid AB (publ) och förlänger acceptperioden.; Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidos offentliga uppköpserbjudande.

¹²² Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Cherry AB (publ) med anledning av European Entertainment Intressenter Bidco AB:s uppköpserbjudande.; Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Enlabs AB med anledning av Entains offentliga uppköpserbjudande.; Uttalande från den Oberoende Budkommittén i Oriflame med anledning av Walnut Bidcos offentliga uppköpserbjudande.; Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidcos offentliga uppköpserbjudande.; Värderingsutlåtande Axxkid.

framåtblickande informationen, under förutsättning att det är i aktieägarnas intresse, delges en utomstående budgivare under due diligence-undersökningen. Detta torde dock främst vara information av mindre känslig karaktär. Alltså kan det konstateras att informationsförpliktelse bidrar till att minska informationsasymmetrin mellan budgivarna, men omfattningen beror till stor del på målbolagsstyrelsens handlande.

Värderingsutlåtandets egentliga användningsområde är inte att utjämna informationsasymmetrin mellan konkurrerande budgivare, men under förutsättning att värderingsutlåtandet är baserat på korrekt information kan det utgöra ett stöd för den utomstående budgivaren. Med detta menas att sannolikheten för att winner's curse uppstår bör vara låg om en utomstående budgivare lägger ett bud precis över de ledande befattningshavarnas bud. Dock, i realiteten, har jag svårt att tro att en utomstående budgivare skulle vara benägen att tillmäta värderingsutlåtandet alltför stor betydelse med hänsyn till att det inte framgår hur underlagen som det baserats på tagits fram och att värderingsmannen inte gör någon närmare granskning av underlagens korrekthet.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att informationsförpliktelse, due diligence-förfarandet och värderingsutlåtandet till viss del utjämna informationsasymmetrin mellan parterna, men detta är ytterst avhängigt målbolagsstyrelsens agerande. Inte heller adresseras värdet av bolagsledningen eller de ledande befattningshavarnas ägandeandel i regleringen. Mot bakgrund av det som anförts ovan är min uppfattning att en utomstående budgivare inte deltar på samma villkor som de ledande befattningshavarna, vilket gör att konkurrensen mellan budgivarna inte hämmar dessas möjlighet att agera opportunistiskt. Således är det motiverat att ha en reglering som säkerhetsställer att de ledande befattningshavarna inte agerar opportunistiskt.

5 Förhållandet mellan bolagets ledande befattningshavare och aktieägarna

5.1 Principal-agent-problemet

5.1.1 Allmänt

Kännetecknande för bolag med spridd ägarkrets är att ägande och kontroll är separerade. Den typiske aktieägaren i dessa bolag har vanligtvis inget större intresse av att engagera sig i förvaltningen av bolaget eftersom dennes ägarandel oftast utgör en liten andel av bolagets totala röster och att inkomsterna från aktieinnehavet inte står i relation till kostnaderna för att engagera sig. Istället utser aktieägarna en bolagsledning som får, i utbyte mot en omfattande beslutskompetens rörande bolagets angelägenheter, i uppgift att sörja för aktieägarnas intressen.¹²³ Kännetecknande för denna relation är att bolagsledningen har ett informationsövertag gentemot aktieägarna eftersom bolagsledningen är aktiv i bolaget. Med hänsyn till att den typiske aktieägaren har bristande incitament till att engagera sig i bolaget och att det vanligtvis råder en informationsasymmetri mellan parterna, kan det vara svårt för aktieägaren att avgöra om bolagsledningen agerar för att maximera aktieägarvärdet eller om denne istället agerar för sin egen vinning.¹²⁴ Skillnaden mellan hur bolagsledningen borde agera för att tillvarata aktieägarnas intressen på bästa sätt och hur bolagsledningen faktiskt agerar brukar benämnas agentkostnad.¹²⁵

Implikationen av principal-agent-problemet blir att om en säljare i en transaktion representeras av en agent, kommer agenten eventuellt inte göra sitt yttersta för att förhandla fram en god affär för sin principal. Om situationen istället är den att både säljare och köpare representeras av sina principaler, då kommer dessa att förhandla utifrån sina egenintressen. Detta medför, under förutsättning att parterna har samma riskvilja och tillgång till liknande information, att köpeskillingen hamnar mitt emellan parternas

¹²³ Berle & Means (1932), s. 84ff. & 199ff.; Jensen & Meckling (1976), s. 309.; Fama (1980) s 291ff.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 126f.

¹²⁴ Anabtawi (2016), s. 1295.; Östberg (2016), s. 38f.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 63.

¹²⁵ Jensen & Meckling (1976), s. 308.

reservationspris¹²⁶. Om istället säljaren exempelvis representeras av en agent, då riskerar utgången i transaktionen att påverkas av agentens egenintressen. Ett egenintresse kan exempelvis vara att agenten är medveten om att ytterligare förhandlingar hade medfört ett bättre pris för principalen, men istället vill agenten lägga tiden och kraften på andra saker. Kontentan blir alltså att köpeskillingen inte hamnar mitt emellan parternas reservationspris, utan istället sannolikt under.¹²⁷

Kännetecknande för relationen mellan aktieägarna och bolagsledningen är att bolagsledningens eventuella bristfälliga handlande i huvudsak drabbar aktieägarna. Inom den nationalekonomiska vetenskapen brukar detta betecknas som en *moral hazard*, med vilket menas att en individ inte fullt ut drabbas av effekterna av sitt handlande. Innebörden av detta är att agentkostnaderna i ett bolag kan bli höga, vilket gör att aktieägarna ofta vidtar olika övervakningsåtgärder och incitamentsprogram för att få parternas intressen att bättre överensstämma med varandra.¹²⁸

5.1.2 Principal-agent-problemet vid management buyouts

Principal-agent-problemet gör sig särskilt gällande när bolagsledningen deltar i ett beslut där dessa har personliga intressen av ett visst resultat. Utgångspunkten för en management buyout är att bolagets ledande befattningshavare uppträder både på köparsidan genom budgivarbolaget och säljarsidan genom att representera aktieägarna i transaktionen. Genom att bolagets ledande befattningshavare uppträder på köparsidan får dessa finansiella incitament i transaktionen. Detta kan summeras som att de ledande befattningshavarna kan ha, utöver att dessa har bristande incitament till att förhandla fram bästa möjliga affär åt aktieägarna, finansiella intressen av att köpeskillingen minimeras.

Utgångspunkten för alla i bolagsledningen ska vara att dessa ska verka för att aktieägarna får bästa möjliga bud att ta ställning till.¹²⁹ Det synes vara svårt för

¹²⁶ Begrepp som både syftar på lägsta priset som säljaren kan tänka sig att genomföra transaktionen till och högsta priset som köparen kan tänka sig att genomföra transaktionen till. Se Anabtawi (2016), s. 1299.

¹²⁷ Jensen & Meckling (1976), s. 308.; Anabtawi (2016), s. 1295

¹²⁸ Jensen & Meckling (1976), s. 308f.; Anabtawi (2016), s. 1294ff.; Östberg (2016), s. 39.

¹²⁹ Östberg (2016), s. 66ff.; Se avsnitt 3.2, 5.2.1 & 5.2.2.2.

de ledande befattningshavarna att verka för att aktieägarna får bästa möjliga bud att ta ställning till, samtidigt som dessa har finansiella intressen i transaktionen. Att helt bortse från sina egna intressen är svårt, vilket medför att det vid management buyouts riskerar det att uppkomma en svår intressekonflikt. Förutsatt att inga aktieägarskyddsregler gör sig gällande och de ledande befattningshavarna är nettoköpare i transaktionen, riskerar en management buyout att medföra en överföring av värde från aktieägarna till bolagets ledande befattningshavare.¹³⁰ Således blir resultatet av transaktionen sämre för aktieägaren än om transaktionen hade genomförts med en utomstående budgivare.

Att de ledande befattningshavarnas finansiella incitament har en påverkan på budpremien har konstaterats i en amerikansk undersökning. Totalt undersöktes 44 transaktioner. I 7 transaktioner var bolagets ledande befattningshavare nettoköpare, och i 31 transaktioner var de nettosäljare. I resterande transaktioner var de neutrala. När de ledande befattningshavarna var nettoköpare uppgick budpremien till cirka 17 procent över den genomsnittliga aktiekursen, medan i situationerna då bolagets ledande befattningshavare var nettosäljare, uppgick budpremien till cirka 35 procent över genomsnittskursen. Förändringen är statistiskt säkerställd på 90 procents signifikansnivå.¹³¹ Det ska påpekas att undersökningen inte nödvändigtvis behöver återspegla förhållandena på den svenska marknaden, men undersökningen ger ändå en fingervisning om att incitamenten påverkar budpremien. Med hänsyn till detta är det av intresse att undersöka vilka typer av förfaranden som de ledande befattningshavarna kan använda sig av för att minimera köpeskillingen.

Det är inte bara mellan budgivare som problemet med informationsasymmetrin gör sig gällande, utan den gör sig också gällande i relationen mellan bolagsledningen och aktieägarna. Bland annat kan informationsövertaget användas för att åstadkomma en överföring av värde från aktieägarna till bolagets ledande befattningshavare. Ett exempel på detta har att göra med investeringar. Som tidigare redogjorts för så sker värderingen av ett bolag i huvudsak utifrån dess framtida kassaflöden.¹³² Ett bolags framtida kassaflöden

¹³⁰ Anabtawi (2016), s. 1290.

¹³¹ Subramanian (2016), s. 628.

¹³² Se avsnitt 2.3.

är till betydande del en produkt av investeringar som görs idag.¹³³ Beslutskompetensen för investeringar tillkommer i regel bolagsledningen såtillvida det inte rör sig om investeringar som förutsätter ändringar i aktiekapitalet eller inte omfattas av bolagets verksamhetsföremål.¹³⁴

Vanligtvis är det rimligt att investeringsfrågor faller inom bolagsledningens beslutskompetens, men inför en stundande management buyout kan det vara problematiskt med hänsyn till att bolagets ledande befattningshavare kan förespråka att investeringen ska skjutas upp eller fortsatt utredas. Detta kan exempelvis motiveras med att beslutsunderlaget är ofullständigt. Om offentliggörandet av projektet senareläggs till efter management buyouten har genomförts, då kommer inte kassaflödet från investeringsprojektet att återspeglas i priset. Anledningen till detta är att aktieägarna inte känner till det framtida kassaflödet från investeringen, vilket medför att dessa inte kan justera sitt reservationspris. Liknande typer av förfaranden som också skulle kunna användas är att senarelägga eller dölja lönsamhetsförbättrande effektiviseringar av processer eller möjliga kostnadsbesparingsprogram.¹³⁵

Utöver ovanstående finns det även redovisningsmässiga tekniker som skulle kunna användas för att påverka bolagsvärdet. Redovisningsregelverket som används för aktiemarknadsbolag är i huvudsak IFRS.¹³⁶ Vad som kännetecknar IFRS är att det är ett principbaserat regelverk, vilket gör att det inte alltid finns detaljerade regler för hur händelser ska redovisas.¹³⁷ En nackdel med denna flexibilitet är att det öppnar upp för tolkning av hur olika affärshändelser ska redovisas. Detta är något som kan utnyttjas av bolagets ledande befattningshavare inför management buyouts. Till exempel i den ekonomiska vetenskapen har det upptäckts en korrelation mellan ökade nedskrivningar¹³⁸,

¹³³ Subramanian (2016), s. 617f.; Berk & DeMarzo (2020), s. 247f.

¹³⁴ Sandström (2020), s. 183.; Eklund & Stattin (2021), s. 257f.

¹³⁵ Subramanian (2016), s. 617f.; Berk & DeMarzo (2020), s. 247f.; Eklund & Stattin (2021), s. 257f.

¹³⁶ Art. 4 Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder.; P. 10.23 emittentregelverket.; P. 2.9 Spotlights regelverk.

¹³⁷ Marton, Petterson & Lundqvist (2018), s. 56.

¹³⁸ Nedskrivningar görs när värdet av en tillgång inte längre stämmer överens med värdet som den är upptagen till på balansräkningen. Se Marton, Petterson & Lundqvist (2018), s. 372.

ändrade periodiseringar¹³⁹ och förändringar i rörelsekapitalet inför management buyouts.¹⁴⁰ Vidare ska redovisningen även kännetecknas av försiktighet.¹⁴¹ Detta medför att förändringar i olika bokslutsposter exempelvis skulle kunna motiveras med hänsyn till försiktigheten.

Utöver redovisningsmässiga tekniker och flyttade investeringsprojekt kan bolagets ledande befattningshavare välja att offentliggöra erbjudandet när aktiekursen är väsentligt lägre än bolagets prognostiserade kassaflöden. Över tid stämmer aktiekursen överens med värdet av ett bolags framtida kassaflöden, men ibland förekommer det avvikelser.¹⁴² Med hänsyn till de ledande befattningshavarnas kunskap om verksamheten torde dessa vara kvalificerade att avgöra när så är fallet.

Gemensamt för samtliga förfaranden som bolagets ledande befattningshavare kan använda för att påverka målbolagets värde, och i förlängningen aktieägarnas reservationspris, är att dessa är beroende av att det råder en informationsasymmetri. Genom att förfarandena används kan aktiepriset påverkas i negativ riktning inför det stundande uppköpserbjudandet. Förutsatt att budpremien är i linje med andra uppköp på marknaden ser det ut som erbjudandet är skäligt ur finansiell synvinkel, men på grund av ovan nämnda förfaranden beräknas budpremien på en aktiekurs som eventuellt inte återspeglar bolagets framtida kassaflöden. Alltså riskerar det att uppkomma en överföring av värde från aktieägarna till bolagets ledande befattningshavare.

För att sammanfatta avsnittet kan det konstateras att principal-agent-problemet riskerar att göra sig gällande i bolag där aktieägandet är spritt och det är förknippat med kostnader att övervaka bolagsledningen. Intressekonflikten riskerar att förvärras vid management buyouts då bolagets ledande befattningshavare har finansiella intressen i uppköpet som inte är förenliga med aktieägarnas intressen. Med hänsyn till att bolagets ledande befattningshavare

¹³⁹ Vid periodiseringar fördelas inkomster och utgifter så att varje period bär sin rättvisa andel. Alltså bortses det från betalningstidpunkten. Detta gör att bedömningen innehåller viss subjektivitet. Se Smith, Brännström & Jansson (2019), s. 21f. & 58f.

¹⁴⁰ Perry & Williams (1994), s. 168ff. & 178.; Fischer & Louis (2008), s. 1708f.; Mao & Renneboog (2015), s. 51f.

¹⁴¹ Marton, Pettersson & Lundqvist (2018), s. 371ff.; Smith, Brännström & Jansson (2019), s. 99f. & 238ff.

¹⁴² Se avsnitt 2.3.

kan företa olika förfaranden för att påverka transaktionen, är det av intresse att undersöka hur regelverket säkerhetsställer att bolagets ledande befattningshavare inte utnyttjar sin position.

5.2 Aktieägar skyddsregler

5.2.1 Lojalitetsplikten

Aktiebolagslagen innehåller inget uttryckligt stadgande om styrelseledamots respektive verkställande direktörs lojalitetsplikt gentemot bolaget. Trots avsaknaden av ett uttryckligt stadgande råder det konsensus i praxis, förarbeten och doktrin att det följer av styrelseledamots respektive verkställande direktörs ställning som bolagets uppdragstagare att dessa ska vara lojala mot bolaget.¹⁴³

Trots att det råder enighet om att det finns en lojalitetsplikt, råder det olika uppfattningar om vad lojalitetsplikten omfattar. Detta beror bland annat på att det är omtvistat angående vad lojalitetsplikten grundar sig på. I förarbetena till 1975 års aktiebolagslag och senare utredningar framgår det att styrelseledamots och verkställande direktörs skyldighet att främja bolagets intresse grundar sig i sysslomannaförhållandet mellan dessa och bolaget.¹⁴⁴ Sysslomannarätten har sitt ursprung i handelsbalken, och av denne följer det att sysslomannen aktivt och uppmärksamt ska verka för att tillvarata huvudmannens intresse.¹⁴⁵ Detta gäller särskilt i varaktiga relationer som bygger på ett personligt förtroende.¹⁴⁶ Utöver handelsbalken finns det ett antal andra rättsakter som behandlar sysslomannaförpliktelser i speciella förhållanden. För exempelvis kommissionärer framgår det att dessa ska sätta kommittentens intresse framför sitt eget och verka för att uppnå bästa möjliga resultat.¹⁴⁷ En liknande plikt åligger agenten i agentförhållandet.¹⁴⁸ Med hänsyn till ovanstående kan det konstateras att samtliga grupper är förpliktade att verka för huvudmannens intresse.

¹⁴³ NJA 2013 s. 117.; Prop. 1975:103, s. 376f.; Svernlöv (2008), s. 189.; Östberg (2016), s. 151.; Dotevall (2017), s. 147.

¹⁴⁴ Prop. 1975:103, s. 376f.; Prop. 1997/98:99, s. 184.; SOU 2004:47, s. 201.

¹⁴⁵ 18 kap. 3 § HB.; Östberg (2016), s. 148.

¹⁴⁶ Nicander (1995–96), s. 31.

¹⁴⁷ 4 § KommL.; Prop. 2008/09:88, s. 35f.

¹⁴⁸ SOU 1984:85, s. 102f.; Svarts, Söderlund & Tonell, kommentar till 5 § Agentlagen inklusive inledning, Norstedts Juridik.

Att det skulle råda ett sysslomannaförhållande för bolagsledningen har kritiserats. Anledningen till detta beror bland annat på att styrelseledamot och verkställande direktör har en friare ställning än sysslomannen. Till exempel behöver dessa inte konsultera bolagsstämman vid varje osäkerhet om vad som är aktieägarnas vilja och bolagsledningen får exponera aktieägarna för högre risker än vad en syssloman får göra. Därutöver har styrelsen i vissa situationer ansvar för att tillvarata tredjemansintressen. Med hänsyn till skillnaderna brukar det formuleras som att styrelseledamot och verkställande direktör intar en ställning som liknar en sysslomans. Detta medför att en sysslomans lojalitetsplikt kan tjäna som vägledning för att avgöra omfattningen av styrelseledamotens respektive verkställande direktörens lojalitetsplikt, men att applicera en sysslomans lojalitetsplikt direkt på styrelseledamoten och verkställande direktören bör undvikas med hänsyn till den något friare ställningen.¹⁴⁹

På grund av den friare ställningen bör vägledning för att bestämma innehållet i lojalitetsplikten delvis hämtas i andra källor. Ett närliggande rättsinstitut till den bolagsrättsliga lojalitetsplikten är den kontraktuella lojalitetsplikten. Den kontraktuella lojalitetsplikten får vitt skild innebörd beroende på vilken typ av avtal det handlar om, men den brukar förstås som en skyldighet att tillvarata motpartens intressen.¹⁵⁰ Utmärkande för den kontraktuella lojalitetsplikten är att den fyller en mängd olika funktioner i avtalsförhållandet. Till exempel motverkar den att intressekonflikter uppstår och har en opportunistbegränsande funktion.¹⁵¹ Dessa funktioner framgår bland annat i konkurrensförbudet och att part vid ett avtals fullgörande inte får skada sin medkontrahent.¹⁵² I doktrinen framgår det åsikter om att den kontraktuella lojalitetsplikten bör, om än i något modifierad form, vara vägledande för den bolagsrättsliga lojalitetsplikten.¹⁵³ Med detta menas att i bolagsrättsliga

¹⁴⁹ SOU 2004:47, s. 201.; Munukka (2007), s. 312f.; Svernlöv (2008), s. 189.; Östberg (2016), s. 133ff.; Dotevall har en något liberalare hållning än övriga och förespråkar att styrelseledamoten har en ställning *sui generis*. Med detta menas att styrelseledamotens ställning inte kan inordnas i något existerande rättsinstitut. Se Dotevall (2017), s. 147f.

¹⁵⁰ Munukka (2007), s. 15 & 93.

¹⁵¹ Munukka (2007), s. 502ff.

¹⁵² Nicander (1995–96), s. 31f.; Munukka (2007), s. 143ff.

¹⁵³ Munukka (2007), s. 314.

sammanhang bör det finnas ett ökat krav på att bolagsledningen aktivt verkar för att tillvarata bolagets intresse.¹⁵⁴

Med bakgrund av vad som anförts om lojalitetsplikten för syssemän respektive lojalitetsplikten i kontraktuella förhållanden ovan, konstaterar Östberg att det föreligger en plikt för styrelseledamot att ha bolagets bästa för ögonen vid beslutsfattande och underlåta att vidta åtgärder som gynnar ledamoten eller tredje man på bolagets bekostnad.¹⁵⁵ Även Dotevall och Pehrson landar i en liknande slutsats.¹⁵⁶ Även ändamålsargument kan framföras till stöd för att en sträng lojalitetsplikt bör gälla. Detta eftersom styrelsen har en mycket långtgående behörighet att förvalta och organisera bolagets verksamhet, vilket gör att investerare måste kunna utgå från att styrelseledamöter handlar i enlighet med bolagets intresse. Om investerare inte hade kunnat utgå från att styrelseledamöter är förpliktade att agera i bolagets intresse hade förtroendet skadats, och på sikt skulle detta få inverkan på den ekonomiska tillväxten.¹⁵⁷ Förutsatt att lojalitetsplikten kan konkretiseras i tillräckligt hög grad som en handlingsnorm i det enskilda fallet kan denna ligga till grund för skadeståndsskyldighet i enlighet med 29 kap. 1 § ABL.¹⁵⁸

Det finns ett antal lojalitetsförpliktelser¹⁵⁹ som kan härledas ur lojalitetsplikten. Exempel på dessa är ett konkurrensförbud, tystnadsplikt och skyldigheten att undvika intressekonflikter.¹⁶⁰ Den lojalitetsförpliktelse som främst är aktuell för management buyouts är skyldigheten att undvika intressekonflikter. Enligt doktrinen konkretiseras skyldigheten att undvika intressekonflikter genom jävsreglerna för styrelseledamot respektive verkställande direktör i 8 kap. 23 och 34 §§ ABL.¹⁶¹ Med hänsyn till att lojalitetsplikten konkretiseras i lagtext förefaller det rimligt att den fortsatta framställningen tar sin utgångspunkt i lagtexten. Därefter undersöks skyldigheten att undvika intressekonflikter i avsnittet efter.

¹⁵⁴ Munukka (2007), s. 84 & 314.

¹⁵⁵ Östberg (2016), s. 153.

¹⁵⁶ Pehrson (1990–91), s. 504.; Dotevall (2015), s. 293.

¹⁵⁷ SOU 2004:47, s. 75.; Östberg (2016), s. 147.

¹⁵⁸ Östberg (2016), s. 189ff.; Dotevall (2017), s. 147.; Andersson, Johansson, Skog, kommentar till 29 kap. 1 §, p. 2, Norstedts Juridik.

¹⁵⁹ Används för att markera att en förpliktelse som grundar sig på lojalitetsplikten är tillräckligt konkret för att utgöra en specifik förpliktelse. Se Munukka (2007), s. 135.

¹⁶⁰ Östberg (2016), s. 145.; Jfr Dotevall (2015), s. 308ff & Sandström (2020), s. 260ff.

¹⁶¹ Östberg (2016), s. 145ff. & 169.; Dotevall (2017), s. 147f.

Innan framställningen påbörjas ska det göras ett påpekande om styrelseledamots respektive verkställande direktörs lojalitetsplikt. I civilrättsligt hänseende är den verkställande direktören att betrakta som en arbetstagare. För arbetstagare gäller en lojalitetsplikt gentemot arbetsgivaren och lojalitetsplikten blir starkare ju högre upp i hierarkin den anställde befinner sig.¹⁶² Trots att den verkställande direktören har ett anställningsförhållande kan dennes ställning inte likställas med övriga arbetstagare på grund av att den verkställande direktören har en ur aktiebolagslagen härledd kompetens. Således har den verkställande direktören en organställning i bolaget, vilket gör att den verkställande direktörens lojalitetsplikt bör likna styrelseledamotens lojalitetsplikt.¹⁶³

5.2.2 Jäv enligt aktiebolagsrätten m.m.

5.2.2.1 Aktiebolagslagens jävsregler

Det primära ändamålet med jävsbestämmelserna är att förhindra att bolagsledningen åsidosätter bolagets intresse. I jävsregeln har lagstiftaren identifierat vissa typiska situationer där risken för att bolagsledningen inte handlar i enlighet med bolagets intresse är särskilt hög. Utöver ovanstående förekommer det även åsikter i doktrinen om att syftet med jävsreglerna även är att förhindra att misstankar uppstår om att oegentliga hänsyn tagits vid beslutsfattandet.¹⁶⁴ Om intressekonflikten som ställföreträdaren befinner sig i uppfyller rekvisiten i jävsregeln får denne inte vara delaktig i handläggningen av ärendet. Jävsreglerna för styrelseledamot respektive verkställande direktör återfinns i 8 kap. 23 och 34 §§ ABL. Det enda som skiljer lagrummen åt är subjektet, vilket gör att i den fortsatta framställningen kommer det endast att refereras till 8 kap. 23 § ABL. Jävsreglerna är även tillämpliga på styrelsesuppleant, vice verkställande direktörer och särskilda firmatecknare.¹⁶⁵ Av 8 kap. 23 § 1st. ABL framgår det att:

En styrelseledamot får inte handlägga en fråga om

1. avtal mellan styrelseledamoten och bolaget,
2. avtal mellan bolaget och en tredje man, om styrelseledamoten i frågan har ett väsentligt intresse som kan strida mot bolagets, eller

¹⁶² AD 1993 nr 18.; AD 1994 nr 79.; AD 2013 nr 25.

¹⁶³ Dotevall (2017), s. 147f.; Sandström (2020), s. 258.

¹⁶⁴ Åhman (1997), s. 767.

¹⁶⁵ 8 kap. 3 § ABL.; 8 kap. 28 § ABL.; 8 kap. 37 § ABL.

3. avtal mellan bolaget och en juridisk person som styrelseledamoten ensam eller tillsammans med någon annan får företräda.

Ur lagrummet kan följande fyra rekvisit identifieras: handläggning, fråga om avtal, det skall röra sig om en styrelseledamot och att det ska föreligga ett avtal antingen direkt eller indirekt mellan bolaget och styrelseledamoten. Andra punkten i lagrummet benämns i doktrinen som intressejäv medan den tredje punkten benämns som ställföreträdarjäv.¹⁶⁶

Första rekvisitet anger att en jävig styrelseledamot inte får handlägga en fråga om avtal. Med begreppet handlägga avses både kollegial styrelsebehandling och ärenden där styrelseledamot själv bereder och avgör en fråga.¹⁶⁷ Om styrelseledamot anses vara jävig får denne inte delta i beredning, överläggning, omröstning eller verkställighet av beslutet. Därutöver förespråkar även vissa i doktrinen att en jävig styrelseledamot bör vara förhindrad att närvara vid styrelsemöten då frågan är uppe för diskussion. Anledningen till detta är att ledamots närvaro kan inverka på beslutsresultatet.¹⁶⁸ Det ska understrykas att jävsbestämmelsen inte hindrar bolagets ledande befattningshavare från att delta i förhandlingar med målbolagsstyrelsen för budgivarbolagets räkning, utan jävsbestämmelsen hindrar endast befattningshavaren från att delta i egenskap av styrelseledamot i styrelsearbetet.¹⁶⁹ Vid en management buyout bör inte rekvisitet vålla några större oklarheter eftersom det hindrar de ledande befattningshavarna från att, för målbolagets räkning, delta i beredningen, eventuella förhandlingar och utvärderingen av uppköpserbjudandet.

Andra rekvisitet handlar om att jävet måste hänföra sig till en fråga om avtal. En ordalydelsestolkning av begreppet ger intryck av att tillämpningsområdet är begränsat, men enligt förarbetena till aktiebolagslagen omfattas inom begreppet avtal ensidiga rättshandlingar som har betydelse för ett avtals uppkomst, förändring och upphörande.¹⁷⁰ Exempel på sådana handlingar är krav på fullgörelse och eftergift. Rekvisitet begränsar sig inte till själva tillfället då

¹⁶⁶ Adestam, Nerep & Samuelsson, kommentar till 8 kap. 23 § ABL, p. 2.5.2–3, Lexino.

¹⁶⁷ Prop. 1997/98:99, s. 94.

¹⁶⁸ Prop. 1997/98:99, s. 94.; Åhman (1997), s. 769f.; Nerep (2003), s. 259.; Adestam, Nerep, Samuelsson, kommentar till 8 kap. 23 § ABL, p. 2.7, Lexino.

¹⁶⁹ Östberg (2016), s. 172.

¹⁷⁰ Prop. 1997/98:99, s. 95.

avtalet ingås, utan omfattar även handlingar som föregår ett avtal.¹⁷¹ Inom doktrinen har det förekommit diskussioner om att rekvisitet även omfattar så kallade *avtalsliknande konstruktioner i associationsrätten*. Till exempel omfattar detta begrepp förslag på beslut till bolagsstämman om riktande av emission och förslag till bolagsstämman om fusion.¹⁷² För exempelvis riktade emissioner binder inte styrelsens förslag bolagsstämman, men jävsbestämmelsen är avsedd att tillämpas på överläggningar som föregår ett beslut. Med hänsyn till detta får inte den jävige styrelseledamoten vara med och utarbeta förslaget till bolagsstämman.¹⁷³ Med beaktande av ovanstående bör rekvisitet ges en vidsträckt innebörd, vilket medför att rekvisitet kan komma att tillämpas på management buyouts.¹⁷⁴

Tredje rekvisitet handlar om att det ska röra sig om en styrelseledamot eller verkställande direktör som deltar direkt eller har intressen i avtalet. Med hänsyn till att endast ovanstående kategorier av personer omfattas, är det lämpligt att problematisera avgränsningen. Detta med utgångspunkt i att det förekommer att andra personer med höga befattningar också deltar i uppköpet. Till exempel i Axkid-uppköpet deltog deras *Safety and Compliance Manager*.¹⁷⁵ I doktrinen synes uppfattningen vara att detta inte är ett problem eftersom det åligger målstyrelsen att handlägga erbjudandet. Med hänsyn till denna arbetsuppgift är det viktigt att skydda målbolagsstyrelsens arbete från påverkan.¹⁷⁶

I huvudsak håller jag med om att det är centralt att skydda målbolagsstyrelsens arbete med hänsyn till dess arbetsuppgifter. Dock är det inte ovidkommande att en del av personerna som ingår i bolagsledningen inte omfattas av personkretsen. Särskilt i större bolag kan det exempelvis finnas operativa chefer¹⁷⁷ som har god insyn i verksamheten. I normalfallet har dessa sannolikt bättre insyn än styrelsen på grund av att dessa är heltidsanställda, medan styrelseledamöterna kan dela sin tid mellan flera bolag. Med utgångspunkt i att dessa personer är väl insatta i verksamheten torde det inte vara ovanligt att de bistår styrelsen med information om verksamheten. Genom lämnandet av

¹⁷¹ Åhman (1997), s. 772.

¹⁷² Åhman (1997), s. 776.; Nerep (2003), s. 252ff.

¹⁷³ SOU 1995:44, s. 207.

¹⁷⁴ Stattin (2020), s. 662.

¹⁷⁵ Erbjudande till aktieägarna i Axkid AB (publ).

¹⁷⁶ Stattin (2020), s. 662f.

¹⁷⁷ Exempelvis ekonomichef och försäljningschef.

information kan det finnas en risk för att dessa personer gynnar sina egna intressen. Till exempel skulle en affärsområdeschef kunna tona ned framtidsutsikterna för sitt affärsområde. Därmed är min uppfattning att det hade varit bättre, sett utifrån ändamålet med jävsreglerna, att utöka kretsen av personer som omfattas, för att säkerhetsställa att inga intressekonflikter påverkar handläggningen. Denna åsikt synes också vara i linje med uppfattningen i doktrinen, att jävsreglerna ska förhindra att misstankar uppkommer om att intressekonflikter påverkat handläggningen.

Det fjärde, och förmodligen det rekvisit som gör det svårast att passa in management buyouts i jävsregeln, är att avtalsförhållandet ska föreligga mellan å ena sidan styrelseledamot, verkställande direktör eller någon närstående till dessa, och å andra sidan bolaget. I en uppköpsprocess kan en mängd avtal ingås såsom avtal om due diligence eller sekretess, men det väsentligaste avtalet av dem alla, det vill säga avtalet om överlåtelse av aktierna, ingås mellan budgivarbolaget och aktieägaren. En ordalydsetolkning av jävsreglerna ger för handen att avtalet mellan budgivarbolaget och aktieägaren inte omfattas, vilket medför att jävsregeln inte kan tillämpas på aktieöverlåtelsen. Alltså kan bolagets ledande befattningshavare, trots att dessa har motstående intressen till bolaget, vara med och handlägga uppköpserbjudandet för målbolagets räkning. Dock kan dessa inte träffa avtal om exempelvis due diligence eller sekretess eftersom dessa typer av avtal ingås mellan målbolaget och budgivarbolaget.

För att sammanfatta avsnittet kan det konstateras att en tillämpning av jävsreglerna utifrån deras ordalydelse medför att styrelseledamot respektive verkställande direktör som deltar i transaktionen på köparsidan, kan vara med och handlägga erbjudandet. Med hänsyn till intressekonflikten som uppstår vid management buyouts och jävsreglernas bakomliggande ändamål, framstår situationen som otillfredsställande. Därav är det av intresse att undersöka om jävsreglerna kan tillämpas analogt.

5.2.2.2 Analog tillämpning av aktiebolagslagens jävsregler

Kännetecknande för en analogi är att en lagregel ges betydelse utanför dess tilltänkta tillämpningsområde. För att kunna göra ett analogislut är det nödvändigt att fastställa ändamålet bakom rättsregeln. I doktrinen återfinns en rad ändamålsbaserade metoder för att kartlägga en regels närmare innebörd med

hänsyn till dess syften. En av dessa metoder har utvecklats av Ekelöf. Karakteristiskt för Ekelöfs metod är att han gör en distinktion mellan klara respektive säregna fall. Med klara fall menas situationer som utan tvekan omfattas av rättsregelns ordalydelse, medan med säregna fall menas situationer som med hänsyn till rättsregelns ordalydelse och sammanhang framstår som oklara. I de säregna fallen kan den ändamålsbaserade metoden användas för vägledning.¹⁷⁸ Trots att ett säreget fall inte omfattas av rättsregelns språkliga lydelse kan regeln ändå tillämpas med stöd av ett analogislut.¹⁷⁹ Det ska understrykas att en tillämpning med stöd av analogier i strid med ordalydelsen kräver starka ändamålsskäl.¹⁸⁰

Ändamålet med stadgandet bestäms med utgångspunkt i den beteendepåverkande effekt som stadgandet har i klara fall. Förutsatt att stadgandet i ett säreget fall medför samma beteendepåverkande effekt som i det klara fallet, ska stadgandet tillämpas på det säregna fallet.¹⁸¹ Fastställandet av ett stadgandes ändamål sker i två steg. Första steget är att, utifrån sin egen erfarenhet och intuition, bestämma den påverkan en regel har på individers beteende. I det andra steget handlar det om att göra en värdering av ett stadgandes önskvärda effekt. Det ska understrykas att Ekelöfs metod är objektiv såtillvida att den inte nödvändigtvis tar hänsyn till lagtextens ordalydelse och lagstiftarens avsikt med stadgandet vid dess tillkomst. Trots detta påpekar Ekelöf vikten av att studera lagens förarbeten vid undersökningen av vad som utgör stadgandets önskvärda effekt.¹⁸²

Ett problem med Ekelöfs metod är att den, med ledning av de klara fallen, försöker härleda stadgandets ändamål. Detta kan vara svårt med hänsyn till att stadgandet kan vara en kompromiss mellan ett antal olika ändamålsöverbäganden.¹⁸³ Därför har Ekelöfs metod modifierats. En viktig del av ändringen är att istället för att fastställa vilken påverkan en bestämmelse har på individers beteenden i de klara fallen, utgås det istället från vad rättsregeln syftar till. Detta är nödvändigt eftersom en rättsregels beteendepåverkande

¹⁷⁸ Åhman (1997), s. 34.; Ekelöf m.fl. (2016), s. 99ff.

¹⁷⁹ Ekelöf m.fl. (2016), s. 102ff.

¹⁸⁰ Ekelöf m.fl. (2016), s. 95ff.

¹⁸¹ Stattin (2008), s. 45.; Ekelöf m.fl. (2016), s. 105f.

¹⁸² Svernlöv (2002), s. 21f.; Ekelöf m.fl. (2016), s. 107f.

¹⁸³ Svernlöv (2002), s. 21f.; Stattin (2008), s. 46.; Ekelöf m.fl. (2016), s. 97.

effekt inte alltid svarar mot dess ändamål.¹⁸⁴ Det medför att utgångspunkten får bli att försöka identifiera vilka funktioner som en rättsregel fyller i samhället, då dessa bör förverkligas vid rättstillämpningen.

Aktiebolagsrättens funktioner, eller med Anderssons terminologi, övergripande ändamål, är att underlätta näringsverksamhet, främja omsättning av varor och tjänster samt främja bolagens förmåga att attrahera riskvilligt kapital. Samtliga övergripande ändamål är av ekonomisk karaktär. Att använda övergripande ändamål för att avgöra en rättstillämpningsfråga torde vara svårt med hänsyn till att de övergripande ändamålen är generella. Istället framstår det som mer lämpligt att konkretisera de övergripande ändamålen genom att använda sig av underliggande ändamål. De underliggande ändamålen bör förstås som arbetsverktyg vars syfte är att avväga och förklara olika intressen som finns i aktiebolagsrätten.¹⁸⁵ Dessa brukar knytas till ändamål som av tradition ansetts vara viktiga inom aktiebolagsrätten, vilka är aktieägarskyddande¹⁸⁶, borgenärsskyddande¹⁸⁷ och omsättningsskyddande¹⁸⁸ regler.¹⁸⁹

Att lagstiftaren valt att koppla jävsreglerna till aktiebolaget beror troligen på att styrelseledamot respektive verkställande direktör har sina uppdrag i förhållande till bolaget. En liknande lösning används inom den allmänna sysslomannarätten då sysslomannen har sitt uppdrag i förhållande till huvudmannen.¹⁹⁰ Dock leder det till konsekvensen att management buyouts inte omfattas av regelns ordalydelse. Med hänsyn till detta uppkommer frågan om det, trots att en ordalydelseolkning inte medger det, går att tillämpa jävsregeln med hjälp av ändamålskäl.

Ett av de övergripande ändamålen med aktiebolagslagen är att underlätta för näringsverksamhet. För att uppfylla detta ändamål krävs det att investerare respektive långgivare känner förtroende för bolaget och skyddas från missbruk. Med hänsyn till detta har lagstiftaren infört en rad regler som syftar till att

¹⁸⁴ Andersson (1995), s. 37f.

¹⁸⁵ Andersson (1995), s. 39 & 127ff.; Stattin (2008), s. 47ff.

¹⁸⁶ Exempelvis 8 kap. 41 § ABL.

¹⁸⁷ Exempelvis 25 kap. 13–20 §§ ABL.

¹⁸⁸ Exempelvis 8 kap. 42 § 2st. ABL.

¹⁸⁹ Andersson (1995), s. 130ff.; Östberg (2016), s. 48f.

¹⁹⁰ Stattin (2020), s. 663f.

skydda aktieägare och borgenärer.¹⁹¹ Ett exempel på en sådan skyddsregel är reglerna om jäv som är ett uttryck för att bolagsledningen har en skyldighet att värna bolagets intresse.¹⁹² För att få en förståelse för ändamålet bakom jävsregeln krävs det en kort redogörelse för hur svensk aktiebolagsrätt ser på begreppet bolagets intresse.

Redogörelsen ska förenklas något genom att dela in uppfattningarna om bolagets intresse i två olika teorier. Den ena teorin är den så kallade *shareholder value-teorin* som utgår från att bolagets intresse utgörs av aktieägarnas gemensamma intresse. Hur aktieägarnas gemensamma intresse ska fastställas finns det olika åsikter om i doktrinen, men de vanligaste synsätten utgår från antingen aktieägarnas faktiska intresse eller aktieägarnas hypotetiska intresse. Att använda sig av aktieägarnas faktiska intresse framstår som något opraktiskt eftersom det kräver att bolagsledningen kartlägger samtliga aktieägars intressen, vilket är i princip omöjligt i bolag med betydande ägarspridning. Därefter måste bolagsledningen sammanväga dessa olika intressen till en samlad handlingslinje, vilken i rimlig grad tillgodoser alla aktieägars intressen. Det framstår som sannolikt att det skulle vara förknippat med stora svårigheter att utföra sammanvägningen då aktieägarna kan ha olika målsättningar med sin investering.¹⁹³ Med hänsyn till ovanstående är det mer praktiskt att utgå från aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse. Detta intresse torde i regel framgå av verksamhetssyftet, vilket i de flesta fall är vinstintresset.¹⁹⁴ Det ska tilläggas att bolagets intresse inte alltid kan likställas med aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse, utan i situationer då aktiebolaget är insolvent inträder borgenärerna som primära intressenter.¹⁹⁵

Den andra teorin är den så kallade *stakeholder value-teorin*. Teorin utgår från att bolaget har ett självständigt intresse som är en kompromiss av samtliga intressenters intresse som bolaget träder i förbindelse med. Exempel på intressenter är aktieägare, arbetstagare och borgenärer.¹⁹⁶ Att vid beslutsfattande använda sig av en intressentmodell som är baserad på ovanstående teori är

¹⁹¹ Östberg (2016), s. 48f.

¹⁹² Prop. 1997/98:99, s. 93.; Åhman (1997), s. 765.; Nerep (2003), s. 245.; Adestam, Nerep & Samuelsson, kommentar till 8 kap. 23 § ABL, p. 2.1, Lexino.

¹⁹³ SOU 2004:47, s. 204ff.; Östberg (2016), s. 67f.

¹⁹⁴ 3 kap. 3 § ABL.; Östberg (2016), s. 68.; Dotevall (2017), s. 132.

¹⁹⁵ NJA 1979 s. 157.; Stattin (2020), s. 77f.

¹⁹⁶ Dotevall (2017), s. 131f.; Stattin (2020), s. 72.; P. 2.1. Koden.

förknippat med stora svårigheter då bolagsledningen måste vikta olika aktörers intressen gentemot varandra. Vidare kan bolagsledningen alltid legitimera att behandla en intressent dåligt med hänvisning till att en annan intressent får det bättre, vilket medför att det blir svårt att utkräva ansvar från bolagsledningen.¹⁹⁷

Vid summering av fördelar och nackdelar med båda modellerna kan det konstateras att en modell som utgår från aktieägarintresset är mer lätthanterlig för bolagsledningen eftersom det endast finns ett intresse att orientera sig efter vid beslutsfattande. Vidare är det också enklare att utkräva ansvar av bolagsledningen. Därutöver ska det även tilläggas att den dominerande uppfattningen i svensk rätt är att med bolagets intresse avses aktieägarnas intresse.¹⁹⁸

Att ett solvent bolags intresse kan likställas med aktieägarnas gemensamma hypotetiska intresse leder till, under förutsättning att bolagets verksamhetsföremål inte förändrats, att jävsreglernas ändamål blir att skydda aktieägarnas intresse av att erhålla största möjliga vinst till fördelning.¹⁹⁹ Detta görs genom att hindra organledamöter vars handlande riskerar att påverkas av intressekonflikter från att delta i beslutsfattandet. Vad som ytterligare stärker konstaterandet att jävsreglerna är uppsatta i aktieägarnas intresse, är att jävsreglerna är dispositiva. Med detta menas att jävsreglerna kan sättas åt sidan under förutsättning att samtliga aktieägare samtycker till åsidosättandet.²⁰⁰ Om situationen hade varit den motsatta, det vill säga att jävsreglernas ändamål också vore att tillvarata andra underliggande intressen såsom borgenärsintresset, då hade reglerna varit tvingande.²⁰¹

Med utgångspunkt i att bolagets intresse endast är en omskrivning för aktieägarnas gemensamma hypotetiska intresse, tycks lagtextens utformning vara något snäv med hänsyn till att bestämmelsens ändamål är att skydda aktieägarna. Aktieägare som investerar kapital i ett bolag måste kunna utgå från att bolagsledningen agerar enligt deras gemensamma hypotetiska intresse, och

¹⁹⁷ Stattin (2020), s. 79.

¹⁹⁸ Prop. 1997/98:99, s. 93.; Östberg (2016), s. 66.; Dotevall (2017), s. 130ff.; Stattin (2020), s. 70ff.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 88f.

¹⁹⁹ NJA 1981 s. 1117.; Adestam, Nerep & Samuelsson, kommentar till 8 kap. 23 § ABL, p. 2.2, Lexino.

²⁰⁰ NJA 2013 s. 117.; Bergström & Samuelsson (2021), s. 77.

²⁰¹ Nerep (2003), s. 249.

inte vidtar åtgärder som kan äventyra deras investering.²⁰² Om bolagsledningen ges möjlighet att vidta förfaranden som strider mot aktieägarintresset riskerar sådana förfaranden att skada förtroendet hos investerare, vilket inte är förenligt med aktiebolagsrättens övergripande ändamål.

Ett argument som kan framföras mot att ge jävsbestämmelsen alltför långtgående verkan är att förutsägbarheten för bolagsledningen minskas. Dock med beaktande av att intressekonflikten vid management buyouts riskerar att skada förtroendet hos investerare, framstår det inte som särskilt ingripande att bolagets ledande befattningshavare inte får handlägga erbjudandet. Således är min bedömning att intresset av ett starkt aktieägarskydd väger tyngre än bolagsledningens intresse av förutsägbarhet.

För att summera ovanstående kan det konstateras, under förutsättning att bolagets intresse likställs med aktieägarnas gemensamma hypotetiska intresse, att det tycks vara förenligt med aktiebolagsrättens övergripande ändamål att tillämpa jävsreglerna analogt vid management buyouts. Visserligen utsträcks reglerna till att omfatta mer än vad som följer av deras ordalydelse, vilket inverkar negativt på förutsägbarheten, men bolagsledningens intresse av förutsägbarhet bör inte tillmätas större betydelse än ändamålsskälet. Dock ska det understrykas att frågan inte varit föremål för prövning av rättstillämparen, vilket medför att det får konstateras att rättsläget är oklart.

Trots att rättsläget är oklart är det ändå av intresse att diskutera hur en tillämpning av jävsreglerna skulle kunna ske. Aktieöverlåtelseavtalet vid management buyouts ingås mellan budgivarbolaget och aktieägarna, vilket gör att första punkten i 8 kap. 23 § ABL inte är tillämplig. Istället är andra och tredje punkten av intresse.

I andra punkten berörs intressejäv, med vilket menas att styrelseledamot eller verkställande direktör har ett väsentligt intresse som kan strida mot bolagets intresse. Prövningen om intressejäv föreligger sker i två steg. Det första steget hänför sig till frågan om styrelseledamot respektive verkställande direktör har ett väsentligt intresse, medan andra steget handlar om att det väsentliga intresset

²⁰² Utöver vad som framstår som affärsmässigt.

ska kunna strida mot bolagets intresse.²⁰³ Vad som utgör ett väsentligt intresse definieras varken i lagen eller i förarbetena, men vid bedömningen torde hänsyn få tas till både objektiva och subjektiva bedömningsgrunder. Alltså ska bedömningen inte bara inkludera vad som typiskt sett är ett väsentligt intresse, utan hänsyn måste tas till omständigheterna i det enskilda fallet.²⁰⁴ Detta kan exempelvis vara att avtalet som träffas uppgår till betydande belopp eller att avtalet ingås med någon närstående till styrelseledamoten.²⁰⁵ Andra steget, det vill säga bedömningen om styrelseledamots respektive verkställande direktörs väsentliga intresse kan strida mot bolagets intresse, handlar om att avgöra vad som typiskt sett strider mot bolagets intresse.²⁰⁶

Den sista jävssituationen som regleras i tredje punkten handlar om ställföretädarjäv. Med detta menas situationen då styrelseledamot eller verkställande direktör, ensam eller tillsammans med andra, får företräda den juridiska personen som träffar avtalet med bolaget.

Management buyouts kan träffas av både intressejäv och ställföreträdarjäv, men intressejäv får främst anses vara av betydelse eftersom ställföreträdarjäv förutsätter att personen befinner sig i en särskild ställning hos den juridiska personen. Med utgångspunkt i att de ledande befattningshavarna kan ha starka ekonomiska intressen i transaktionen, är det rimligt att anta att dessa har ett väsentligt intresse i transaktionen. Dock ska det tilläggas att individens intresse bland annat beror på hur stort belopp som denne har gått in med i budgivarbolaget, men förutsatt att beloppet inte är försumbart bör första steget vara uppfyllt.²⁰⁷ Andra steget i prövningen, det vill säga om det väsentliga intresset typiskt sett strider mot bolagets intresse, får förmodligen anses vara uppfyllt med hänsyn till att bolagets intresse endast är en omskrivning för aktieägarnas hypotetiska gemensamma intresse. Således kan det konstateras att under förutsättning att en analog tillämpning av jävsbestämmelsen kan ske, träffas förmodligen transaktionstypen av intressejäv.

²⁰³ Östberg (2016), s. 178.

²⁰⁴ Adestam, Nerep & Samuelsson, kommentar till 8 kap. 23 § ABL, p. 2.5.2, Lexino.

²⁰⁵ HovR T46–13.; Östberg (2016), 178ff.

²⁰⁶ Östberg (2016), s. 181.

²⁰⁷ En av de primära anledningarna till att genomföra en management buyout är att minska agentkostnaderna. Om befattningshavaren inte får en tilltagen del av aktierna i bolaget kommer kostnaderna att kvarstå. Se avsnitt 2.1.

5.2.3 Styrelseledamots och verkställade direktörs skyldighet att undvika intressekonflikter

Lojalitetsplikten är mångfacetterad, vilket gör att en rad förpliktelser kan härledas ur lojalitetsplikten. En av dessa lojalitetsförpliktelser är skyldigheten för bolagsledningen att undvika intressekonflikter. I doktrinen framgår uppfattningen att jävsreglerna är en konkretisering av denna lojalitetsförpliktelse, vilket gör att frågan uppkommer om jävsreglerna ska ses som en fullständig reglering av denna, eller om förpliktelsen kan ges ett vidare tillämpningsområde.

I propositionen till 1975 års aktiebolagslag uttalas det att styrelseledamot och verkställande direktör vid sidan om jävsreglerna har en allmän vårdplikt²⁰⁸ gentemot bolaget. Innebörden av vårdplikten är att denne exempelvis kan utgöra hinder för styrelseledamot att vidta åtgärder eller ensidiga rättshandlingar som i och för sig inte omfattas av jävsförbudet, men dessa har ändå betydelse för den intressekonflikt som avses med jävsregeln.²⁰⁹ Visserligen berör uttalandet den gamla aktiebolagslagen, men lagrummet har inte genomgått några större förändringar sedan uttalandet. Utöver uttalandet i propositionen har Högsta domstolen i ett rättsfall, som visserligen berör en bostadsrättsförening men får ändå anses vara av intresse, uttalat att associationens ledamöter har en allmän lojalitetsplikt i förhållande till associationen. Denna plikt kommer bland annat till uttryck genom generalklausulen och jävsreglerna.²¹⁰

I doktrinen har det anförts av bland annat Johansson & Pehrson att det kan finnas situationer där styrelseledamot eller verkställande direktör har ett starkt personligt intresse, men situationen har inte anknytning till ett avtal eller en process, vilket medför att jävsreglerna inte blir tillämpliga. I sådana situationer bör lojalitetsplikten kunna användas för att begränsa individens handlande.²¹¹ Även Åhman är av liknande uppfattning och anför att regler såsom jäv och generalklausulen endast är en konkretisering av allmängiltiga rättsprinciper som en syssloman har gentemot sin huvudman. I situationer då det inte finns något

²⁰⁸ Det finns ingen fast terminologi på området. Åhman jämför vårdplikten med lojalitetsplikten. Se Åhman (1997), s. 649.; Munukka (2007), s. 79.

²⁰⁹ SOU 1971:15, s. 209f.; Prop. 1975:103, s. 379.

²¹⁰ NJA 2013 s. 117.

²¹¹ Johansson & Pehrsson (1992/93), s. 422 & 428f.

handlingssätt påbudet av aktiebolagslagens befogenhetsbegränsande regler får lojalitetsplikten användas som en positivt utfyllande regel.²¹²

Det synes också vara i linje med ändamålsöverväganden att ålägga styrelseledamot och verkställande direktör en sådan skyldighet. Skyldigheten att undvika intressekonflikter härleds ur lojalitetsplikten. Innebörden av lojalitetsplikten är att bolagsföreträdarna ska främja bolagets intresse, vilket i ett solvent bolag likställs med aktieägarnas intresse. Således är lojalitetsplikten att karakterisera som en aktieägarskyddsregel.²¹³ Därutöver härleds jävsreglerna ur skyldigheten att undvika intressekonflikter. Som bekant är jävsreglerna att karakterisera som aktieägarskyddsregler. Med utgångspunkt i ovanstående är det rimligt att dra slutsatsen att skyldigheten att undvika intressekonflikter också är en aktieägarskyddsregel. Att ålägga styrelseledamot och verkställande direktör en skyldighet att undvika intressekonflikter får anses vara i linje med dess underliggande ändamål, det vill säga att värna aktieägarskyddet, mot bakgrund av att handlande i strid med aktieägarskyddet kan skada investerarnas förtroende.

Även om skyldigheten att undvika intressekonflikter främst är att karakterisera som en aktieägarskyddsregel, är det ändå av intresse att problematisera denna mot bakgrund av omsättningsintresset. Anledningen till detta är att ett alltför starkt aktieägarskydd kan komma i konflikt med omsättningsintresset, och i förlängningen det övergripande ändamålet med att främja omsättningen av varor och tjänster. Till exempel om transaktionen kan genomföras på marknadsmässiga villkor synes det vara till nackdel för samtliga parter och samhällsekonomin i stort, om transaktionen hindras. Därutöver kan det finnas situationer då styrelseledamoten eller verkställande direktören i det enskilda fallet kan bortse från sitt eget intresse. Mot bakgrund av detta bör den vida tillämpningen i det enskilda fallet kunna inskränkas. Till exempel i doktrinen har det anförts att skyldigheten att undvika intressekonflikter endast bör gälla om det motstående intresset är av sådan styrka att det kan påverka styrelseledamot eller verkställande direktörs uppfattning i saken.²¹⁴

²¹² Åhman (1997), s. 651ff. & 811f.

²¹³ Östberg (2016), s. 146 & 189ff.

²¹⁴ Östberg (2016), s. 190.

Med hänsyn till ovanstående kan det konstateras att lojalitetsplikten till viss del konkretiseras genom jävsreglerna, men plikten kan få genomslag i fler situationer än vad som framgår av dessa. Längst går Johansson & Pehrson som till synes öppnar upp för att tillämpa lojalitetsplikten i situationer som visserligen inte omfattas av jävsreglerna, men där situationen ändå är problematisk ur ett förtroendeperspektiv. Propositionen är något restriktivare och stadgar att handlingarna eller åtgärden måste ha betydelse för den intressekonflikt som avses med jävsreglerna. Åhmans uttalande är något mer svårtolkat, men det synes inte utesluta att utfyllnaden med lojalitetsplikten skulle kunna medföra en skyldighet att undvika intressekonflikter. Även ändamålsöverbäranden talar för att skyldigheten existerar. Således är min uppfattning att det kan föreligga en plikt för styrelseledamot och verkställande direktör att undvika intressekonflikter. Det ska dock understrykas att det är oklart angående vilka typer av intressekonflikter som omfattas av skyldigheten och om den specifika intressekonflikten måste vara av viss styrka. Till exempel för intressejäv krävs det att intressekonflikten gör sig gällande med viss styrka, vilket medför att ett liknande krav skulle kunna finnas för skyldigheten att undvika intressekonflikter. Anledningen till detta torde vara att bestämmelsen om intressejäv inte ska få för extensivt tillämpningsområde och vara onödigt betungande i situationer då intresset är obetydligt.²¹⁵

Oavsett hur avgränsningen görs för skyldigheten att undvika intressekonflikter, torde det vara rimligt att anta att skyldigheten åtminstone avser intressekonflikter av ekonomisk karaktär. Kravet på att intressekonflikten måste göra sig gällande med viss styrka torde inte heller vara ett problem vid management buyouts eftersom principal-agent-problematiken i kombination med de ledande befattningshavarnas finansiella incitament riskerar att ge upphov till en svår intressekonflikt mellan aktieägarna och bolagets ledande befattningshavare. Med hänsyn till att uppköp vanligtvis avser betydande belopp, och beloppet som den ledande befattningshavaren deltar med antagligen utgör en stor del av dennes förmögenhet, borde det inte vara orimligt att anta att bolagets ledande befattningshavare kan ha svårt att agera med aktieägarnas bästa för ögonen. Således bör denna individ inte få vara med och delta målbolagets handläggning av erbjudandet. Inte heller synes det uppkomma

²¹⁵ Östberg (2016), 190.; Jfr Nerep (2003), s. 261.

någon konflikt med omsättningsintresset vid management buyouts eftersom det endast handlar om handläggandet av ett erbjudande. Alltså rör det sig inte om avtalsingående eller liknande. Därutöver synes inte heller bolagets ledande befattningshavare ha något annat motstående intresse som dessa skulle kunna hävda för att undkomma skyldigheten. Med hänsyn till ovanstående kan det konstateras att det finns goda skäl för att tillämpa skyldigheten vid management buyouts, men på grund av att rättstillämparen inte uttalat sig får det konstateras att rättsläget är oklart.

Trots att rättsläget är oklart, är det ändå av intresse att säga något om vad en överträdelse av skyldigheten att undvika intressekonflikter innebär. Som bekant medför jävsreglerna ett handlägningsförbud för den jävige personen. Vid beslutsfattande betraktas den jävige styrelseledamoten som icke närvarande.²¹⁶ Överträdelse av lojalitetsförpliktelser skiljer sig från överträdelse av jävsreglerna genom att styrelseledamot inte är förhindrad att handlägga erbjudandet och styrelseledamot betraktas som närvarande vid beslutsfattandet. Detta beror på att handlägningsförbudet och beslutsreglerna endast omfattar styrelseledamot som är jävig i formell mening enligt 8 kap. 23 § ABL. För verkställande direktör gäller inte heller handlägningsförbudet.²¹⁷ Istället sanktioneras brott mot lojalitetsförpliktelser genom skadeståndsreglerna i 29 kap. 1 § ABL. Detta medför, utöver att individen måste befattat sig med ärendet, att bolagets intresse inte ska ha tillgodosetts i tillräckligt stor utsträckning. Därutöver behöver någon form av skadeberäkning ske.²¹⁸ Visserligen är en närmare undersökning av aktiebolagslagens skadeståndsregler utanför avgränsningen för denna uppsats, men det ska understrykas att det kan vara förknippat med svårigheter att både bevisa att bolagets intresse inte tillgodosetts i tillräcklig utsträckning och att beräkna skadan.²¹⁹

5.2.4 Intressekonflikter och aktiemarknadsrätten

Inom aktiemarknadsrätten finns flera alternativ för att hantera intressekonflikter i samband med uppköpserbjudanden. I det följande ska det redogöras för två olika regleringar som kan tänkas omfatta management buyouts.

²¹⁶ 8 kap. 21 § ABL.

²¹⁷ Jfr 8 kap. 34 § ABL.

²¹⁸ SOU 1995:44, s. 242.; Svernlöv (2008), s. 191.; Adestam, Nerep, Samuelsson, kommentar till 29 kap. 1 § ABL, p. 2.1.1, Lexino.

²¹⁹ För en analys av skadeståndsreglerna. Se Stattin (2008), 351ff., Östberg (2016), s. 442ff.

Den första regleringen som är aktuell är att hantera intressekonflikten i enlighet med II.18 i Nasdaq Stockholms takeover-regler. Av bestämmelsen följer det att styrelseledamot respektive verkställande direktör inte får delta i handläggningen av uppköpserbjudandet, om dessa är i intressegemenskap med budgivaren eller har något annat intresse i frågan som kan strida mot aktieägarnas intresse. Vilka omständigheter som utgör en intressekonflikt får avgöras i det enskilda fallet med beaktande av att regelns syfte är att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden. Innebörden av att ovanstående personer bedöms ha en intressekonflikt med målbolaget, är att dessa har en skyldighet att informera styrelsen om intressekonflikten och en skyldighet att avstå från att handlägga frågor som i vid mening är relaterade till uppköpserbjudandet. Detta kan till exempel vara att föra förhandlingar med budgivaren eller delta i utformandet av styrelsens rekommendation.²²⁰

Vad som utgör en intressegemenskap definieras inte i regeln, utan i kommentaren framgår det att en situation som skulle kunna konstituera en intressegemenskap är när styrelseledamot eller verkställande direktör är ägare i budgivarbolaget.²²¹ Det synes finnas viss skepsis i doktrinen mot att aktieäggande i budgivarbolaget automatiskt skulle konstituera en intressegemenskap. Istället argumenteras det för att vad som skulle kunna utgöra en intressegemenskap bör avgöras med beaktande av innehavets storlek i förhållande till individens ekonomiska förhållanden.²²² Hur stor andel av aktierna i budgivarbolaget som individen erhåller beror på hur transaktionen utformas, men utgångspunkten vid management buyouts är att varje ledande befattningshavare måste erhålla en tilltagen andel för att principal-agent-problemet ska försvinna. Vidare i doktrinen har det framförts åsikter om att situationer som kvalificerar sig som management buyouts enligt III.1 i Nasdaq Stockholms takeover-regler, också uppfyller kraven på att klassificeras som intressekonflikter enligt II.18 i Nasdaq Stockholms takeover-regler.²²³ För att rekvisitet *deltar* ska vara uppfyllt krävs

²²⁰ Kommentaren till II.18 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

²²¹ Kommentaren till II.18 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

²²² AMN 2003:08.; Nyström m fl., kommentaren till II.18 takeover-reglerna, not 1, Norstedts Juridik.

²²³ Nyström m fl., kommentaren till II.18 takeover-reglerna, not 2, Norstedts Juridik.

endast att individen har en sådan relation gentemot budgivaren att han eller hon kan påverka villkoren i erbjudandet, vilket är ett lågt ställt krav.²²⁴

Mot bakgrund av vad som anförts ovan är min bedömning att II.18 i Nasdaq Stockholms takeover-regler bör åtminstone, under förutsättning att aktieinnehavet i budgivarbolaget är tillräckligt stort, kunna tillämpas när styrelseledamot eller verkställande direktör deltar i ett uppköpserbjudande på köparsidan. Dock ska det understrykas att bestämmelsen inte omfattar andra individer än styrelseledamot och verkställande direktör, vilket gör att det exempelvis inte råder ett handläggningsförbud för andra operativa chefer i målbolaget.²²⁵

Den andra regleringen som skulle kunna tänkas bli aktuell vid management buyouts är att härleda ett handläggningsförbud ur aktiemarknadsrättens god sed-begrepp. Inom den aktiemarknadsrättsliga regleringen har god sed en framskjuten roll då bolag som bryter mot detta kan bli föremål för disciplinära förfaranden. Med god sed menas allmänt accepterad praxis för hur emittenter uppträder på aktiemarknaden.²²⁶ Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att både fastställa vilka förfaranden som brukar tillämpas av bolagen och fastslå vilka förfaranden som är förenliga med god sed.²²⁷

Begreppet god sed är mångfacetterat, vilket gör att det kan få vitt skild betydelse beroende på kontexten. Begreppet brukar dock sammanfattas som att god sed syftar till att komplettera regelverket med ytterligare en skyddsnivå och fylla ut luckor i lagstiftningen respektive självregleringsinstrumenten.²²⁸ Överträdelse av lag, praxis eller etablerade principer anses alltid oförenliga med god sed. Gällande förfaranden som inte i formell mening är kringgåenden men ändå av någon anledning befinner sig i gråzonen, är att hänsyn får tas till om agerandet är förenligt med bestämmelsens ändamål. Skulle det helt saknas reglering får fria ändamålsöverväganden användas.²²⁹

²²⁴ Kommentaren till III.1 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

²²⁵ Se avsnitt 5.2.2.1 för en problematisering av den snäva personkretsen.

²²⁶ 13 kap. 14 § Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.; P. 10.36 emittentregelverket.; P. 7.1.1 Spotlights regelverk.

²²⁷ Kommentaren till I.2 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; Stattin (2020), s. 142.; 14 § Stadgar för Föreningen för God Sed på Värdepappersmarknaden.

²²⁸ Sandberg & Skog (2011), s. 2.; Stattin (2020), s. 144.

²²⁹ Stattin (2020), s. 153f.

Aktiemarknadsnämnden har inom sin verksamhet behandlat förfaranden som aktualiserar liknande problematik som management buyouts. Dessa förfaranden är närståendetransaktioner och riktade emissioner som omfattas av Leo-reglerna²³⁰. Med närståendetransaktioner menas transaktioner mellan bolaget och personer såsom styrelseledamot, verkställande direktör och närstående till dessa.²³¹ Den rådande uppfattningen är att det vid närståendetransaktioner finns en överhängande risk för att motparten tillägnar sig värden som tillhör bolaget.²³² Initialt fanns det inte någon särskild reglering av närståendetransaktioner i aktiebolagslagen. Istället förlitade sig lagstiftaren på beslutsfattande i enlighet med vinstsyftet, likabehandlingsprincipen²³³, aktiebolagslagens generalklausuler²³⁴, jävsreglerna²³⁵ och reglerna om värdeöverföringar²³⁶. Dock ansåg Aktiemarknadsnämnden att beslutsordningen var otillräcklig med hänsyn till den inneboende risken för intressekonflikter och att motparten har ett informationsövertag som kan utnyttjas så att priset på transaktionen inte motsvarar tillgångens marknadsvärde. Detta medförde att nämnden gjorde ett uttalande om att god sed fordrade att vissa överlåtelser och förvärv av dotterbolagsaktier respektive inkräm skulle underställas bolagsstämman. Därutöver skulle även ett värderingsutlåtande inhämtas.²³⁷ Intressant med uttalandet är att trots att inget uttryckligt förbud följde av aktiebolagslagen valde Aktiemarknadsnämnden att med hänsyn till aktieägar skyddet, komplettera befintliga regler med ytterligare en skyddsnivå.

Leo-reglerna avser bland annat riktade emissioner av finansiella instrument och skuldinstrument till en utpekad krets av personer. Exempel på personer som omfattas av kretsen är styrelseledamot och verkställande direktör som är verksamma i det emitterande bolaget.²³⁸ Syftet med Leo-reglerna är att förhindra att personer som omfattas av dessa utnyttjar sitt informationsövertag eller på annat sätt försöker tillskansa sig fördelar på övriga intressenters

²³⁰ 16 kap. ABL.

²³¹ 16a kap. 3 § ABL.; 1 kap. 8–9 §§ ÅRL.

²³² Ds 2018:15, s. 369.

²³³ 4 kap. 1 § ABL.

²³⁴ 7 kap. 47 § ABL.; 8 kap. 41 § ABL.

²³⁵ 8 kap. 23 § ABL.; 8 kap. 34 § ABL.

²³⁶ 17 kap. ABL.

²³⁷ Ds. 2018:15, s. 374ff.; AMN 2012:05.; AMN 2013:40.; Aktiemarknadsnämndens uttalande har sedermera ersatts med lagstiftning. Se 16a kap. ABL.

²³⁸ 16 kap. 1–2 §§ ABL.

bekostnad.²³⁹ Innebörden av att emissionen omfattas av Leo-reglerna är att denna måste underställas bolagsstämman. Därutöver fordras det att nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädade vid bolagsstämman stödjer förslaget.²⁴⁰

I ärenden som tangerar Leo-reglerna har Aktiemarknadsnämnden visat sig vara benägen att, med hjälp av god sed-begreppet, ge lagstiftningen verkan utanför dess egentliga tillämpningsområde. Detta kan bland annat illustreras med principuttalandet AMN 2002:1 där frågan togs upp gällande i vilken omfattning beslut om incitamentsprogram får fattas på extra bolagsstämma. Leo-reglerna gjorde ingen skillnad om det rörde sig om ordinarie eller extra bolagsstämma, men Aktiemarknadsnämndens uppfattning var, mot bakgrund av skyddsändamålen, att utgångspunkten bör vara att incitamentsprogram behandlas på ordinarie bolagsstämma med hänsyn till att informationsunderlaget är mer fullständigt. Dock medgav Aktiemarknadsnämnden att beslut om incitamentsprogram får fattas på extra stämma, men detta under förutsättning att informationsunderlaget inte är sämre än det som råder vid en ordinarie stämma.

Ett annat exempel är AMN 2002:2 som behandlade riktade emissioner i samband med finansiell kris. Trots att de formella kraven enligt aktiebolagslagen var uppfyllda för att emissionen skulle kunna riktas till mottagaren, ansåg Aktiemarknadsnämnden att det ibland finns skäl till att motivera en restriktivare syn. Detta är exempelvis om emissionen riktas till en befintlig ägare, och detta för med sig att ägandeförhållandena i bolaget rubbas. Alltså har Aktiemarknadsnämnden, förutsatt att ovanstående omständigheter är för handen, en restriktivare syn för emissioner som riktas till befintliga ägare än emissioner som riktas till utomstående finansiärer. Visserligen uttalar inte Aktiemarknadsnämnden syftet med utvidgningen, men sannolikt beror utvidgningen på att det anses extra allvarligt om aktieägare missgynnas på aktiemarknaden.²⁴¹ Andra exempel på när Aktiemarknadsnämnden visat benägenhet att utvidga tillämpningen av Leo-reglerna är för incitamentsprogram baserade på syntetiska optioner och i vilken utsträckning

²³⁹ Prop. 1986/87:76, s. 20ff.

²⁴⁰ 16 kap. 8 § ABL.

²⁴¹ Stattin (2020), s. 147.

bolagsstämman kan ge i uppdrag till styrelsen att fastställa villkoren för överlåtelse enligt Leo-reglerna.²⁴²

En del av fastställandet av god sed-begreppet handlar om att utröna vilka typer av förfaranden som brukar tillämpas av bolagen. Anledningen till detta är att om det finns en etablerad uppfattning i branschen, och om det saknas praxis eller andra ställningstaganden, bör denna uppfattning kunna tillmätas viss betydelse.²⁴³ I de undersökta pressmeddelandena från bland annat Cherry, Oriflame, Q-med och Recipharm framgår det att bolagets ledande befattningshavare avstod från att hantera erbjudandet.²⁴⁴ Detta kan indikera att den rådande uppfattningen bland bolagen är att bolagets ledande befattningshavare bör avstå från att handlägga erbjudandet.

Med beaktande av både närståendetransaktioner och Leo-reglerna, kan det konstateras att Aktiemarknadsnämnden tycks vara benägen att tillerkänna lagstiftningen verkan utanför dess tillämpningsområde vid förfaranden då det finns en påtaglig risk att bolagsledningen tillgodogör sig värden på aktieägarnas bekostnad. Vidare ska det tilläggas att de aktiebolagsrättsliga jävsreglerna går att tillämpa på närståendetransaktioner och transaktioner som omfattas av Leo-reglerna. Alltså medför dessa ett handläggningsförbud för styrelseledamot och verkställande direktör. Med hänsyn till att det också föreligger en risk för att bolagets ledande befattningshavare tillgodogör sig värden från aktieägarna vid management buyouts är det inte osannolikt att Aktiemarknadsnämnden, med stöd av ändamålsöverväganden, skulle kunna landa i slutsatsen att god sed fordrar att åtminstone styrelseledamöter som deltar på köparsidan bör avstå från att handlägga uppköpserbjudandet. Inte heller tycks styrelseledamöterna ha något motstående intresse som dessa skulle kunna hävda för att undkomma inskränkningen. Därutöver synes pressmeddelandena indikera att det finns en uppfattning bland de noterade bolagen att styrelseledamot, verkställande direktör och andra ledande befattningshavare ska avstå från att delta i handläggningen av erbjudandet. Mot bakgrund av vad som anförts ovan anser

²⁴² AMN 2002:1.; AMN 2021:09.

²⁴³ Stattin (2020), s. 151f.

²⁴⁴ Ivytan lämnar kontanterbjudande om 39 kronor per aktie i Q-Med motsvarande en premie om 40 procent.; Kontantbud avseende Oriflame från familjen af Jocknick.; Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Cherry AB (publ) med anledning av European Entertainment Intressenter BidCo AB:s uppköpserbjudande.; Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar BidCos offentliga uppköpserbjudande.

jag att det inte är osannolikt att Aktiemarknadsnämnden skulle kunna meddela ett handläggningsförbud med stöd av god sed-begreppet. Dock ska det understrykas att det är oklart om fler än styrelseledamöter omfattas av handläggningsförbudet.

Avslutningsvis ska det sägas något om sanktionsmöjligheterna. Bolagen åtar sig genom respektive marknadsplats regelverk att både följa reglerna för uppköpserbjudanden och vad som utgör god sed. Disciplinnämnden är ansvarig för att beivra överträdelser. Detta sker exempelvis genom att påföra bolagen sanktionsavgifter.²⁴⁵ Problemet med att disciplinnämnden utdömer sanktionsavgifter är att dessa drabbar bolaget och inte de ledande befattningshavarna. Vid exempelvis överträdelse av II.18 i Nasdaq Stockholms takeover-regler kan det argumenteras att bestämmelsen utgör en tillräckligt konkret handlingsnorm för att det skall kunna utgå skadestånd i enlighet med 29 kap. 1 § ABL. För överträdelse av god sed är det behäftat med större osäkerhet på grund av att det kan vara svårt att fastställa vad som utgör god sed. Dock skulle en tillräckligt konkret handlingsnorm med stöd av god sed kunna uppstå genom att målbolaget gör en framställan till Aktiemarknadsnämnden innan handläggandet påbörjas.

5.2.5 Köparens upplysningsplikt

Grundsynen i svensk avtalsrätt är att köpare och säljare ska ses som samarbetspartner, vilket medför att dessa ska visa varandra lojalitet. Ett utlopp av denna lojalitet är att säljaren i vissa situationer har ålagts en upplysningsplikt gentemot köparen.²⁴⁶ Med hänsyn till kravet att parterna ska visa varandra lojalitet har frågan uppkommit om en liknande upplysningsplikt kan åläggas köparen.

Ramen för köparens upplysningsplikt utgörs av avtalslagens bestämmelser om svek²⁴⁷, ocker²⁴⁸, om förfaranden som strider mot tro och heder²⁴⁹ samt om oskäligen avtalsvillkor²⁵⁰. Dock är innehållet i köparens upplysningsplikt inte

²⁴⁵ P. 1.1.1 & 10.34 emittentregelverket.; P. 1.2.iv & 7.1.1 Spotlights regelverk.

²⁴⁶ 19 § 1st p. 2 köplag (1990:931).; Hultmark (1992), s. 105ff.; Sevenius (2011), s. 359.

²⁴⁷ 30 § AvtL.

²⁴⁸ 31 § AvtL.

²⁴⁹ 33 § AvtL.

²⁵⁰ 36 § AvtL.

klarlagt, vilket gör att begreppet är relativt outvecklat. Inte heller finns det några uttalanden från Högsta domstolen och begreppet har endast behandlats sparsamt i doktrinen. I huvudsak baseras argumentationen på äldre norsk praxis där Høyesterett har uttalat att det kan föreligga en skärpt plikt att lämna upplysningar på grund av att det råder ett förtroendeförhållande mellan parterna. Detta förtroendeförhållande kan exempelvis uppstå genom att köparen har en organställning i bolaget. Anledningen till att vissa i doktrinen är av uppfattningen att rättsfallen i någon mån påverkar det svenska rättsläget, är att avtalslagen har tillkommit efter nordiskt samarbete och att den svenska rättsutvecklingen har gått mot att parternas lojalitetsförpliktelser gentemot varandra förstärks.²⁵¹ Därutöver ska det tilläggas att det förekommer en uppfattning om att 33 § AvtL kan vara tillämplig på situationer då en styrelseledamot, med intern kunskap om att bolaget är i finansiellt trångmål, avyttrar aktier samtidigt som den allmänna uppfattningen är att bolaget är framgångsrikt.²⁵² Detta bör också rimligtvis gälla om situationen är den omvända.

Emellertid måste köparens upplysningsplikt nyanseras något eftersom denna inte kan vara oinskränkt. Ett faktum som bör vara självklart för säljaren är att köparens målsättning är att genomföra affären till så fördelaktiga villkor som möjligt. Med hänsyn till detta framstår det som rimligt att kräva av säljaren att denna företar alla undersökningar som en normalt aktsam köpare skulle genomföra och granskar publikt tillgänglig information om målbolaget.²⁵³

Utöver att det är osäkert vad köparens undersökningsplikt omfattar i svensk rätt, kompliceras frågan av att det råder oenighet i vilken grad som felansvar kan göras gällande vid köp av aktier i aktiemarknadsbolag. En viktig skiljelinje går om köpet kan anses vara förhandlat eller icke-förhandlat. För förhandlade köp anses felansvar i viss mån kunna göras gällande.²⁵⁴ Förvärv över börs karaktäriseras av att partsställningen är oklar och att ingen förhandling sker. Med hänsyn till detta råder det en uppfattning om att köp- och avtalsrättsligt felansvar inte kan göras gällande. Istället är det insiderreglerna som får

²⁵¹ Hultmark (1992), s. 260ff.

²⁵² Adlercreutz, Gorton, Lindell-Frantz (2016), s. 307.

²⁵³ Hultmark (1992), s. 265.

²⁵⁴ Sacklén (1993), s. 815ff. & 841ff.

användas för att beivra missbruk av information.²⁵⁵ Dock ska understrykas att uppköpserbjudanden ibland föregås av förhandling med större aktieägare och att partsställningen kan vara känd, vilket gör att det förekommer åsikter om att köparen i vissa uppköp skulle kunna åläggas en upplysningsplikt.²⁵⁶

Ovanstående redogörelse ger för handen att det kan finnas en upplysningsplikt för köparen, men innebörden av denna är oklar. Möjligtvis skulle upplysningsplikten kunna tillämpas vid management buyouts, men rättsläget får beskrivas som oklart.

5.3 Utvärdering av regleringen

För att sammanfatta aktieägarskyddet vid management buyouts kan det konstateras att jävsreglerna enligt sin ordalydelse inte är tillämpliga. Dock finns det goda skäl för en analog tillämpning med beaktande av jävsreglernas bakomliggande ändamål, men rättsläget får beskrivas som oklart. Det är inte heller osannolikt att skyldigheten att undvika intressekonflikter aktualiseras, men rättsläget får också beskrivas som oklart. Den huvudsakliga regleringen som tillämpas vid management buyouts är handläggningsförbudet som framgår av II.18 i Nasdaq Stockholms takeover-regler. Detta avser både styrelseledamot och verkställande direktör. Därutöver skulle även Aktiemarknadsnämndens god sed-begrepp kunna tillämpas.

Även om det inte uttryckligen framkommer i lagstiftningen eller i självregleringen, verkar det som att den förordade lösningen på intressekonflikten är att avlägsna individer som påverkas av denna från beslutsfattandet i målbolaget. Genom att ersätta dessa personer med andra individer som inte påverkas av intressekonflikten, verkar förhoppningen vara att bolagets ledande befattningshavares intresse inte ska påverka uppköpet. Samma uppfattning verkar råda hos bolagen, vilket lett till att bolagens ledande befattningshavare avstår från att hantera erbjudandet. Med hänsyn till detta uppkommer frågan om handläggningsförbudet hindrar bolagets ledande befattningshavare från att agera opportunistiskt.

²⁵⁵ Samuelsson (1991), s. 26.; Sacklén (1993), s. 841.

²⁵⁶ Hultmark (1992), s. 266f.

I grunden är handläggningsförbudet ändamålsenligt eftersom det säkerhetsställer att bolagets ledande befattningshavare inte kan utnyttja sin ställning i målbolaget för att påverka handläggningen av erbjudandet. Detta kan till exempel vara genom att påverka rekommendationen som målbolagets styrelse är förpliktade att avge till aktieägarna eller anlita rådgivare. Dock är min uppfattning att handläggningsförbudet inte medför att transaktionen blir att betrakta som om den genomfördes med en utomstående budgivare, vilket beror på att bolagets ledande befattningshavare fortfarande kan påverka transaktionen trots att dessa inte handlägger den.

Resonemanget tar sin utgångspunkt i informationsasymmetrin eftersom trots att det finns ett handläggningsförbud för bolagets ledande befattningshavare, råder det fortfarande ett informationsövertag gentemot aktieägarna. Som bekant kan informationsasymmetrin användas av bolagets ledande befattningshavare för att påverka aktieägarnas reservationspris.²⁵⁷ Detta kan till exempel ske genom att skjuta upp investeringar, företa redovisningsmässiga tekniker och offentliggöra erbjudandet när aktiekursen inte överensstämmer med bolagets framtida kassaflöden. Med hänsyn till bestämmelsens språkliga utformning torde handläggningsförbudet först inträda i samband med att erbjudandet offentliggörs eller i nära anslutning till detta. Dock ska det understrykas att kommentaren synes öppna upp för att handläggningsförbudet även omfattar kontakter och förhandlingar med budgivaren, vilka bör inträffa innan erbjudandets offentliggörande.²⁵⁸ Oavsett om handläggningsförbudet inträder vid offentliggörandet eller vid kontakter med budgivaren, kan informationsasymmetrin i vart fall användas fram tills den tidpunkten. Alltså kan de ledande befattningshavarna agera opportunistiskt fram tills handläggningsförbudet inträder.

Det ska även tilläggas att det i vissa fall finns utrymme för att utnyttja informationsasymmetrin efter att handläggningsförbudet har inträtt. Informationsasymmetrin kan exempelvis uppstå genom att bolagets ledande befattningshavare är operativa i bolaget, medan personerna i styrelsekretsen endast är aktiva på deltid. Vid till exempel utvärdering av erbjudandet eller framarbetandet av värderingsutlåtandet kan styrelsen respektive

²⁵⁷ Se avsnitt 5.1.2.

²⁵⁸ Kommentaren till II.18 Nasdaq Stockholms takeover-regler.

värderingsmannen vara tvungna att förlita sig på intervjuer eller underlag som utarbetats av bolagets ledande befattningshavare. Anledningen till detta kan bland annat bero på att bolagets ledande befattningshavare har bäst kunskap om verksamheten eller att verksamheten är komplex. Vid till exempel intervjuerna skulle dessa eventuellt kunna visa mindre optimism inför framtiden eller påpeka att affärsområdet står inför stora utmaningar.

Det ska påtalas att den primära regleringen som avser att motverka informationsasymmetrin är att inhämta ett värderingsutlåtande. Som bekant är problemet med värderingsutlåtandet att detta är beroende av att informationen som det baseras på är både heltäckande och korrekt. På grund av intressekonflikten vid management buyouts kan det ifrågasättas om bolagets ledande befattningshavare alltid har incitament till att dela med sig av heltäckande och korrekt information till värderingsmannen, vilket riskerar att medföra att värderingsutlåtandet inte återspeglar bolagets faktiska potential. Alltså är det inte säkert att värderingsutlåtandet avhjälper informationsasymmetrin.²⁵⁹

Diskussionen om värderingsutlåtandet måste nyanseras något med hänsyn till att problemet med informationsasymmetrin beror mycket på omständigheterna i det enskilda fallet. Förutsatt att styrelseledamöterna som handlägger erbjudandet har tillgång till samma information som bolagets ledande befattningshavare, torde det inte föreligga någon större informationsasymmetri eftersom styrelseledamöterna ska agera i aktieägarnas intresse. Styrelseledamöterna kan exempelvis tillvarata aktieägarnas intresse genom att informera dessa om att budet inte återspeglar den framtida potentialen i bolaget eller avråda dessa från att acceptera budet. Vidare ska det också understrykas att styrelseledamöterna förmodligen är väl införstådda med att det råder en intressekonflikt, vilket gör att dessa förmodligen är kritiska till informationen som presenteras av bolagets ledande befattningshavare. Dock kan det vara svårt för styrelseledamöterna, vilka ofta är aktiva på deltid, att hinna bilda sig en självständig uppfattning om verksamheten i målbolaget eftersom verksamheten kan vara komplex. Med hänsyn till detta kan styrelseledamöterna vara tvungna att delvis utgå från information som är framarbetad av bolagets ledande

²⁵⁹ Se avsnitt 3.1 & 4.3 för en analys av värderingsintyget.

befattningshavare, vilket medför att det finns en risk för att intressekonflikten påverkar målbolagsstyrelsens uttalande.

För att sammanfatta utvärderingen av regleringen kan det konstateras att handläggningsförbudet till viss del hindrar bolagets ledande befattningshavare från att agera opportunistiskt, men det medför inte att affären blir att betrakta som en transaktion med en utomstående budgivare. För att transaktionen ska motsvara andra affärer som görs med utomstående budgivare krävs det att informationsasymmetrin avhjälpas eftersom det är denna som utnyttjas av bolagets ledande befattningshavare för att bete sig opportunistiskt. Det ska nämnas att styrkan av intressekonflikten mellan aktieägarna och bolagets ledande befattningshavare borde vara av mindre betydelse om det inte råder någon informationsasymmetri eftersom båda parter är medvetna om vad bolagets framtida kassaflöde är värt. Därutöver ska det påtalas att värderingsutlåtandet är förknippat med vissa svagheter, vilket gör att detta inte alltid avhjälpas informationsasymmetrin. Således är min uppfattning att regleringen i dess nuvarande form inte skyddar aktieägarna i den omfattning som behövs, utan de ledande befattningshavarna har fortfarande alltför stora möjligheter att agera opportunistiskt. Med hänsyn till detta är det rimligt att diskutera hur regleringen skulle kunna förbättras.

6 Förbättringsförslag och sammanfattande slutsatser

6.1 Förbättringsförslag

6.1.1 Informationsförpliktelser

Med informationsförpliktelse menas olika skyldigheter att offentliggöra information. Denna skyldighet kan antingen gälla gentemot styrelseledamöterna som inte deltar på köparsidan i uppköpet eller gentemot aktiemarknaden som helhet. Fördelen med informationsförpliktelser är att dessa både kan minska de ledande befattningshavarnas informationsövertag gentemot aktieägarna i målbolaget och utomstående budgivare. Vidare är regleringsformen flexibel, vilket medför att förpliktelserna exempelvis skulle kunna införas i lag, självregleringsinstrument eller uppdragsavtal för bolagets ledande befattningshavare.

Det är svårt att avgöra hur omfattande informationsförpliktelser som ska åläggas bolagets ledande befattningshavare, men utgångspunkten är att desto mer omfattande informationsförpliktelserna är, desto mindre blir informationsasymmetrin. Till exempel i den amerikanska doktrinen har det diskuterats om bolagets ledande befattningshavare bör vara skyldiga att avslöja sitt reservationspris. Dock är den lösningen inte ändamålsenlig med hänsyn till att bolagets ledande befattningshavare har starka ekonomiska incitament till att dölja sitt reservationspris och att merparten av värdet i transaktionen skulle tillfalla aktieägarna i målbolaget.²⁶⁰ Alltså riskerar en sådan långtgående skyldighet att medföra att bolagets ledande befattningshavare hamnar i ett sämre förhandlingsläge än utomstående budgivare, vilket kan avskräcka bolagets ledande befattningshavare från att genomföra en management buyout. Således riskerar detta att medföra att även samhällsekonomiskt effektiva management buyouts inte blir av.

Ett mindre långtgående alternativ är att, i linje med amerikansk federal värdepapperslagstiftning, ålägga bolagets ledande befattningshavare att förklara varför transaktionen företas vid den aktuella tidpunkten och sin uppfattning om

²⁶⁰ Anabtawi (2016), s. 1328.

de anser att vederlaget är skäligt med hänsyn till målbolagets framtida potential. Därutöver är de skyldiga att tillhandahålla viss enklare information om hur utvärderingen av erbjudandets skälighet har skett och hur stor vikt varje faktor tillmäts.²⁶¹ Dock finns det inget krav på att informationen som offentliggörs ska vara särskilt detaljerad eller att det offentliggörs några prognoser över bolagets framtida kassaflöden, vilket medför att informationsövertaget riskerar att kvarstå.²⁶²

Andra alternativ som också förekommer vid management buyouts på den amerikanska aktiemarknaden är att målbolaget tillåts att ha representanter närvarande vid möten mellan bolagets ledande befattningshavare och deras partner.²⁶³ Genom att målbolagets representanter är närvarande kan det föras en förteckning över vilken information som de ledande befattningshavarnas partner får ta del av och risken minskar för att insiderinformation eller annan information av känslig art utnyttjas. Detta förfarande medför bland annat att målbolaget kan redogöra för en utomstående budgivare angående vilken information som har delats. Förutsatt att målbolagsstyrelsen finner att den utomstående budgivarens intresse är seriöst, kan informationen som är upptagen i förteckningen exempelvis delas under due diligence-undersökningen.

Slutligen ska diskussionen nyanseras något med hänsyn till att en nackdel med informationsförpliktelser är att dessa kan vara svåra att sanktionera, vilket gör att efterföljandet till viss del bygger på att bolagets ledande befattningshavare inte utnyttjar sin position. Uppköpserbjudanden rör vanligtvis stora belopp, och detta belopp utgör antagligen en betydande del av de ledande befattningshavarnas förmögenhet, vilket medför att de antagligen är angelägna om att göra en så korrekt analys som möjligt av uppköpets kommersiella karaktär. Vidare behöver bolagets ledande befattningshavare förmodligen övertyga sin partner om uppköpets kommersiella karaktär, vilket troligtvis kräver att partnern får tillgång till underlagen som analysen är baserad på. Därutöver kan det även finnas behov av att anlita extern expertis för hjälp med värderingen.

²⁶¹ Securities Exchange Act of 1934, 17 CFR § 299.1013-1014.

²⁶² Anabtawi (2016), s. 1318.

²⁶³ Getty Images inc.

Med hänsyn till att de ledande befattningshavarna vill göra en så träffsäker analys som möjligt av uppköpets kommersiella karaktär, kan det vara svårt att sanktionera brott mot lösningen med att målbolaget ska få ha en representant närvarande vid förhandlingarna. Detta beror på att det varken ligger i de ledande befattningshavarnas eller i deras partners intresse att ha en representant närvarande som begränsar deras möjlighet att utbyta information.²⁶⁴ Till exempel skulle dessa kunna vänta med att informera målbolaget om deras kontakter eller föra vissa diskussioner när representanten inte är närvarande. En liknande problematik riskerar att göra sig gällande vid en lösning liknande den i amerikansk värdepapperslagstiftning eftersom det kan vara svårt att säkerställa att informationen som offentliggörs verkligen är den information som legat till grund för utvärderingen. Visserligen kan det invändas att om ovanstående lösningar förenas med någon form av sanktionsbelopp så skulle dessa kunna fungera bättre, men det löser inte den bakomliggande problematiken med att det inte ligger i de ledande befattningshavarnas intresse att vara transparenta mot målbolaget. Således riskerar det att vara svårt att beivra överträdelser.

6.1.2 Åtaganden om samarbete

Något som både kan minska informationsasymmetrin och mildra problemet med att en utomstående budgivare riskerar att inte få med sig nyckelpersoner vid ett uppköp, är olika former av samarbetsåtaganden. Att reglera dessa i lag eller i självreglering är nog inte att rekommendera med hänsyn till att det kan vara värdeförstörande om en medlem av bolagsledningen stannar kvar i målbolaget på icke frivillig basis. Alltså måste det skapas någon form av upplägg som gör att personen stannar kvar på frivillig basis.

En strategi som återkommande används inom näringslivet för att kvarhålla nyckelpersoner och skapa incitament för dessa, är olika former av bonusarrangemang och incitamentsprogram.²⁶⁵ Med hänsyn till att detta är en väletablerad strategi ligger det nära tillhands att erbjuda ett liknande upplägg till nyckelpersoner i bolaget. Största problemet med att erbjuda bonusarrangemang och incitamentsprogram till nyckelpersoner är att om en budgivare vill erbjuda medarbetare i målbolaget sådana program innan erbjudandets fullföljande, då

²⁶⁴ Till exempel skulle representanten kunna informera målbolaget om misstänkt brott mot tystnadsplikten.

²⁶⁵ PWC (2020), s. 3.

måste godkännande på förhand erhållas från målbolagsstyrelsen.²⁶⁶ I avsaknad av kvantitativ data på hur många bonuserbudanden och incitamentsprogram som nekats av målbolagsstyrelser är det svårt att uttala sig om hur bra alternativ dessa är, men oavsett kan det konstateras att det är förknippat med osäkerhet om en utomstående budgivare kan få igenom ett sådant program.

En annan lösning som skulle kunna åtgärda informationsasymmetrin, osäkerheten om bolagsledningen stannar kvar och faktumet att bolagets ledande befattningshavare äger en andel av målbolaget, är att använda olika former av samarbetskyldigheter. Dessa kan exempelvis framgå i bolagsledningens anställnings- respektive uppdragsavtal. Det ska understrykas att det är svårt att göra något åt redan ingångna avtal mellan bolagets ledande befattningshavare och deras partner, men det finns en del preventiva åtgärder som skulle kunna vidtas. Exempel på åtaganden kan vara att individen åtar sig att samarbeta med alla budgivare eller förbud mot att binda sig till en budgivare. Ett annat alternativ är att låta det i anställnings- respektive uppdragsavtalen för nyckelpersoner framgå en skyldighet att efter uppköpet stanna kvar en viss tid i en rådgivande roll. Genom att personen stannar kvar över en viss tid hinner köparen bygga upp en ny organisation. Nackdelar med förslagen är att bolagsledningen förmodligen måste erbjudas tillkommande ersättning på grund av att de åläggs fler skyldigheter, men i sammanhanget är kostnaden förmodligen liten då uppköp vanligtvis rör stora belopp.

6.2 Sammanfattande slutsatser

Inledningsvis kan det konstateras att bolagets ledande befattningshavare kan ha ett övertag gentemot en utomstående budgivare, vilket medför att marknads förmåga att på egen hand åtgärda ett bud från bolagets ledande befattningshavare som inte är finansiellt riktigt är begränsad. Detta beror på faktorer som informationsasymmetrin mellan budgivarna och osäkerheten om bolagsledningen stannar kvar i målbolaget. Hur stor vikt som ska tillmätas dessa faktorer beror mycket på omständigheterna i den enskilda transaktionen, men med hänsyn till att marknaden riskerar att inte kunna åtgärda problematiken på egen hand synes det motiverat att ha ett regelverk som adresserar de speciella problemen som riskerar att göra sig gällande vid transaktionstypen.

²⁶⁶ Kommentar till II.17 Nasdaq Stockholms takeover-regler.; AMN 2019:20.

För att summera regelverket som omgärdar management buyouts kan det konstateras att handläggningsförbudet som råder delvis hindrar bolagets ledande befattningshavare från att agera opportunistiskt vid handläggandet av erbjudandet, men förbudet adresserar inte hela problematiken. Detta gäller särskilt faktumet att handläggningsförbudet först inträder i anslutning till att erbjudandet offentliggörs, vilket innebär att de ledande befattningshavarna kan missbruka informationsasymmetrin fram tills den aktuella tidpunkten. Den nuvarande lösningen på informationsasymmetrin är att målbolaget har ålagts en skyldighet att inhämta och offentliggöra ett värderingsutlåtande. Den inneboende svagheten med värderingsutlåtandet är att detta är beroende av att informationen som det baseras på är heltäckande och korrekt. Dessa två krav kan vara svåra att upprätthålla vid en management buyout med hänsyn till de ledande befattningshavarnas finansiella incitament i uppköpet. Med hänsyn till detta så föreligger det en risk, trots att värderingsutlåtandet inhämtas, att informationsasymmetrin kvarstår.

Mot bakgrund av vad som anförts ovan kan det konstateras att management buyouts inte motsvarar transaktioner som genomförs med utomstående budgivare på grund av att de ledande befattningshavarna har en möjlighet att bete sig opportunistiskt. För att adressera detta problem är det främst möjligheten att missbruka informationsasymmetrin som behöver hanteras. Visserligen ska det påtalas att värdet av bolagsledningen också hämmar marknadens egen förmåga att åtgärda bud som inte är finansiellt korrekta, men med hänsyn till att det är värdeförstörande om bolagsledningen stannar kvar på icke frivillig basis, är det bättre att lösa det problemet parterna emellan. Alltså inte via reglering.

Trots svagheterna med informationsförpliktelser anser jag ändå att en lösning i linje med den amerikanska federala lagstiftningen är att föredra. Dock bör lösningen kompletteras med en skyldighet för bolagets ledande befattningshavare att redovisa sina underlag som deras finansiella prognoser bygger på. Anledningen till att endast underlagen omfattas och inte själva prognoserna, är att de ledande befattningshavarna inte ska hamna i en sämre position än en utomstående budgivare. Förslagsvis redovisas dessa underlag inför bolagets styrelseledamöter som inte deltar på köparsidan, vilket tillåter

dessa att göra en bättre utvärdering av erbjudandet och kontrollera om det är i aktieägarnas intresse. Anledningen till att underlagen inte redovisas direkt för marknaden via exempelvis pressmeddelanden, är att viss information kan vara av känslig karaktär. Med hänsyn till detta är det bättre att målbolagsstyrelsen delger utomstående budgivare informationen under exempelvis due diligenceundersökningen i utbyte mot sekretess.

Problemet med det nuvarande handläggningsförbudet är att detta inte inträder förens i anslutning till erbjudandets offentliggörande, vilket medför att bolagets ledande befattningshavare kan agera opportunistiskt fram tills den tidpunkten. En lösning på denna problematik är att bolagets ledande befattningshavare åläggs en skyldighet att snarast möjligt informera målbolaget om att dessa för förhandlingar med en potentiell partner om ett möjligt uppköpserbjudande. Denna skyldighet bör kombineras med ett förbud för de ledande befattningshavarna att delta i beslut som har potential att påverka målbolagets värde. Alltså inträder förbudet i samband med att målbolagsstyrelsen informeras om förhandlingarna. Således hindras de ledande befattningshavarna från att exempelvis använda redovisningsmässiga tekniker för att påverka målbolagets värde.

En nackdel med det ovan tilltänkta förfarandet är att det kan ta månader för bolagets ledande befattningshavare och deras partner att utforma transaktionen, vilket gör att inskränkningen riskerar att hämma de ledande befattningshavarnas möjlighet att delta i den löpande förvaltningen av målbolaget.²⁶⁷ Således finns det risk för att verksamheten påverkas negativt eftersom besluten i den löpande förvaltningen inte fattas lika snabbt som tidigare. Med hänsyn till detta kan det argumenteras att det är mer lämpligt att det tilltänkta förfarandet bör gälla när transaktionens grundläggande villkor har bestämts. Dock kan det vara förknippat med svårigheter att avgöra när transaktionens grundläggande villkor är uppfyllda, vilket gör att det kan bli svårt att beivra överträdelser. Med hänsyn till detta förespråkar jag istället att inskränkningen endast avser vissa typer av förfaranden som har potential att påverka målbolagets värde, vilket gör att den löpande förvaltningen påverkas i mindre utsträckning.

²⁶⁷ Sevenius (2011), s. 109.

Det ska understrykas att trots skyldigheten att informera målbolagsstyrelsen gäller vid första kontakt, så kan det vara svårt att sanktionera brott mot förpliktelsen eftersom det inte ligger i de ledande befattningshavarnas intresse att vara transparenta när första kontakten tas. Visserligen är det huvudsakliga fokuset med uppsatsen inte att diskutera hur ett sanktionsförfarande skulle kunna utformas för att beivra detta, men eventuellt skulle ett förfarande kunna användas där bolagets ledande befattningshavare åläggas att rapportera diskussionerna med den utomstående budgivaren till en statlig aktör²⁶⁸. Därutöver ges den statliga aktören befogenhet att samla in korrespondensen vid misstanke om att handlande skett i strid med bestämmelsen. Om målbolagets information om kontakttillfället inte stämmer överens med den statliga aktörens information bör en sanktion påföras.

Avslutningsvis ska det påpekas att det tycks råda en diskrepans mellan individerna som ingår i respektive regels personkrets. Av III.1 och III.3 i Nasdaq Stockholms takeover-regler följer det att ett värderingsutlåtande måste inhämtas om styrelseledamot, verkställande direktör eller annan ledande befattningshavare lämnar eller deltar i ett uppköpserbjudande. För handläggningsförbudet som följer av II.18 i Nasdaq Stockholms takeover-regler gäller det istället att styrelseledamot och verkställande direktör omfattas. Med utgångspunkt i att andra ledande befattningshavare också kan agera opportunistiskt, och i viss mån påverka handläggningen, tycks det vara ändamålsenligt att utsträcka handläggningsförbudet till att omfatta andra ledande befattningshavare för att säkerhetsställa att inga intressekonflikter påverkar målbolagets handläggning av uppköpserbjudandet.

Sammantaget medför de presenterade förslagen att utrymmet för bolagets ledande befattningshavare att agera opportunistiskt minskas, samtidigt som förslagen inte är alltför hämmande för målbolagets löpande verksamhet. Således stärks investerarnas förtroende vid denna transaktionstyp, vilket förbättrar marknads effektivitet.

²⁶⁸ Förslagsvis Finansinspektionen.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt Tryck

Europeiska unionen

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder.

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

Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordningen) och om upphävandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

Sverige

Propositioner

Prop. 1975:103	Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.
Prop. 1986/87:76	Om riktade emissioner m.m.
Prop. 1997/98:99	Aktiebolagets organisation
Prop. 2008/09:88	Ny Kommissionslag

Utredningsbetänkanden

Ds. 2018:15	Direktivet om ett ökat aktieägarengagemang – Förslag till genomförande i svensk rätt
SOU 1971:15	Förslag till ny aktiebolagslag m.m.
SOU 1984:85	Handelsagentur och kommission
SOU 1995:44	Aktiebolagets organisation
SOU 2004:47	Näringslivet och förtroendet

Självreglering och andra privaträttsliga instrument

Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, 01-02-2021.

Spotlights regelverk, 01-01-2021.

Stadgar för Föreningen för God Sed på Värdepappersmarknaden, 23-11-2020.

Svensk kod för bolagsstyrning, 01-01-2020.

Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, 01-04-2018.

Takeover-regler för vissa handelsplattformar, 01-01-2021.

Litteraturförteckning

- Adlercreutz, Axel, Gorton, Lars & Lindell-Frantz, Eva (2016), *Avtalsrätt I*, uppl. 14, Juristförlaget i Lund, Lund [Cit. Adlercreutz, Gorton & Lindell-Frantz (2016)]
- Anabtawi, Iman (2016), *Predatory Management Buyouts*, UC David Law Review, vol. 49, p. 1285–1333 [Cit. Anabtawi (2016)]
- Anandalingam, G. & Lucas, Henry C (2004), *Beware the Winner's curse: Victories that Can Sink You and Your Company*, Oxford University Press, New York [Cit. Anandalingam & Lucas (2004)]
- Andersson, Jan (1995), *Om vinstutdelning från aktiebolag: En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler*, Iustus, Uppsala [Cit. Andersson (1995)]
- Bergström, Clas & Samuelsson, Per (2021), *Aktiebolagets grundproblem*, uppl. 6, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Bergström & Samuelsson (2021)]
- Berk, Jonathan B. & DeMarzo, Peter M. (2020), *Corporate finance*, edition 5, Global edition, Pearson, Harlow [Cit. Berk & DeMarzo (2020)]
- Berle, Adolf Augustus & Means, Gardiner C. (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillian, New York [Cit. Berle & Means (1932)]
- Beyer, Claes (2011), *Aktiemarknadsnämnden: En del av regleringen på aktiemarknaden*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm [Cit. Beyer (2011)]
- Bulow, Jeremy & Klemperer, Paul (2009), *Why Do Sellers (Usually) Prefer Auctions?*, American Economic Review, vol. 99, no. 4, p. 1544-1575 [Cit. Bulow & Klemperer (2009)]
- Dotevall, Rolf, (2015), *Aktiebolagsrätt: Fördjupning och komparativ belysning*, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Dotevall (2015)]
- Dotevall, Rolf (2017), *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, uppl. 3, Wolters Kluwer, Stockholm [Cit. Dotevall (2017)]
- Ekelöf, Per Olof, Edelstam, Henrik, Heuman, Lars & Pauli, Mikael (2016), *Rättegång Första häftet*, uppl. 9, Wolters Kluwer, Stockholm [Cit. Ekelöf m.fl. (2016)]
- Eklund, Karin & Stattin, Daniel (2021), *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, uppl. 3, Iustus förlag, Uppsala [Cit. Eklund & Stattin (2021)]
- Fama, Eugene F. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, vol. 25, no. 2, p. 383-417 [Cit. Fama (1970)]
- Fama, Eugene F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, no. 2, p. 288-307 [Cit. Fama (1980)]

- Fama, Eugene F. (1991), *Efficient Capital Markets: II*, The Journal of Finance, vol. 46, no. 5, p. 1575-1617 [Cit. Fama (1991)]
- Fischer, Paul E & Louis, Henock (2008), *Financial Reporting and Conflicting Managerial Incentives: The Case of Management Buyouts*, Management Science, vol. 54, no. 10, p. 1700-1714 [Cit. Fischer & Louis (2008)]
- Forssman, Magnus (2021), *Företagsöverlåtelser: En introduktion till den legala processen*, uppl. 3, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Forssman (2021)]
- Hellner, Jan, (2001), *Metodproblem i rättsvetenskapen: Studier i förmögenhetsrätt*, Jure, Stockholm [Cit. Hellner (2001)]
- Hultmark, Christina (1992), *Kontraktsbrott vid köp av aktie: Särskilt om fel*, Juristförlaget Stockholm, Stockholm [Cit. Hultmark (1992)]
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, p. 305-360 [Cit. Jensen & Meckling (1976)]
- Johansson, Svante & Pehrson, Lars (1992/93), *Styrelsejäv*, JT, s. 417–435 [Cit. Johansson & Pehrson (1992/93)]
- Judge, Kathryn (2019), *The New Mechanisms of Market Inefficiency*, The Journal of Corporation Law, vol. 45, no. 4, p. 915-930 [Cit. Judge (2019)]
- Klineman, Jan (2018), 'Rättsdogmatiskt metod', i: Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.) Juridisk metodlära, uppl. 2, Studentlitteratur, Lund, s. 21–46. [Cit. Klineman (2018)]
- Källström, Kent & Malmberg, Jonas (2019), *Anställningsförhållandet: Inledning till den individuella arbetsrätten*, uppl. 5, Iustus förlag, Uppsala [Cit. Källström & Malmberg (2019)]
- Mao, Yaping & Renneboog, Luc (2015), *Do managers manipulate earnings prior to management buyouts?*, Journal of Corporate Finance, vol. 35, p. 43-61 [Cit. Mao & Renneboog (2015)]
- Marton, Jan, Pettersson, Anna Karin & Lundqvist, Pernilla (2018), *IFRS i teori & praktik*, uppl. 5, Sanoma utbildning, Stockholm [Cit. Marton, Pettersson & Lundqvist (2018)]
- Morgenstern, Marc & Nealis, Peter (2004), *Going Private: A Reasoned Response to Sarbanes-Oxley?*, Kahn Kleinman LPA [Cit. Morgenstern & Nealis (2004)]
- Munukka, Jori (2007), *Kontraktuell lojalitetsplikt*, Jure, Stockholm [Cit. Munukka (2007)]

- Nerep, Erik (2003), *Aktiebolagsrättslig analys: Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Mercurius, Stockholm [Cit. Nerep (2003)]
- Nicander, Hans (1995–96), *Lojalitetsplikt före, under och efter avtalsförhållanden*, JT, s. 31–49 [Cit. Nicander (1995–96)]
- Nyman, Michael, Lundgren, Jonatan & Rösiö, Carl Christian (2012), *Riskkapital: Private equity- och venture capital-investeringar*, uppl. 2, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Nyman, Lundgren & Rösiö (2012)]
- Pehrson, Lars (1990-91), *Styrelseledamots lojalitetsplikt i konsultaktiebolag – vad är den värd?*, JT, s. 510-517 [Cit. Pehrson (1990–91)]
- Perry, Susan E., Williams, Thomas H. (1994), *Earnings management preceding management buyout offers*, Journal of Accounting and Economics, vol. 18, p. 157-179 [Cit. Perry & Williams (1994)]
- Sacklén, Mats (1993), *Om felansvar vid aktieköp*, SvJT, s. 812–853 [Cit. Sacklén (1993)]
- Samuelsson, Per (1991), *Information och ansvar: Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning*, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Samuelsson (1991)]
- Sandberg, Annica & Skog, Rolf (2011), *Aktiemarknadsnämnden: En del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden*, NTS, no. 4, s. 1–7 [Cit. Sandberg & Skog (2011)]
- Sandström, Torsten (2020), *Svensk aktiebolagsrätt*, uppl. 7, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Sandström (2020)]
- Sevenius, Robert (2011), *Företagsförvärv: En introduktion*, uppl. 2, Studentlitteratur, Lund [Cit. Sevenius (2011)]
- Smith, Dag, Brännström, Daniel & Jansson, Andreas (2019), *Redovisningens språk*, uppl. 5, Studentlitteratur, Lund [Cit. Smith, Brännström & Jansson (2019)]
- Stattin, Daniel (2008), *Företagsstyrning: En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*, uppl. 2, Uppsala universitet, Uppsala [Cit. Stattin (2008)]
- Stattin, Daniel (2020), *Takeover: Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, uppl. 3, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Stattin (2020)]
- Stout, Lynn A. (2003), *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, The Journal of Corporation Law, vol. 28, no. 4, pages 635-670 [Cit. Stout (2003)]

Subramanian, Guhan (2016), *Deal process design in management buyouts*, Harvard law review, vol. 130, no. 2, p. 591-658 [Cit. Subramanian (2016)]

Svernlöv, Carl (2002), *Aktiebolagets suppleanter: Suppleantinstitutet i svensk aktiebolagsrätt*, uppl. 2, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Svernlöv (2002)]

Svernlöv, Carl (2008), *Ansvarsfrihet: Dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt*, uppl. 2, Norstedts Juridik, Stockholm [Cit. Svernlöv (2008)]

Svernlöv, Carl (2016/17), *Jessica Östberg, Styrelseledamöters lojalitetsplikt: Särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter (ak. avh.), Jure, Stockholm 2016, 521 s., JT, s. 231–244* [Cit. Svernlöv (2016/17)]

Venegas, Vladimir Bastidas (2018), 'Rättsekonomi', i: Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.) *Juridisk metodlära*, uppl. 2, Studentlitteratur, Lund, s. 177–208. [Cit. Venegas (2018)]

Winter, Jaap, Schans Christensen, Jan, Garrido Garcia, José Maria, Hopt, Klaus J., Rickford, Jonathan, Rossi, Guido & Joelle, Simon (2002), *Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids*, Brussels [Cit. Winter m.fl. (2002)]

Åhman, Ola (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: Om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Iustus, Uppsala [Cit. Åhman (1997)]

Östberg, Jessica (2016), *Styrelseledamöters lojalitetsplikt: Särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter*, Jure, Stockholm [Cit. Östberg (2016)]

Lagkommentarer och kommentarer till självregleringsinstrument

Adestam, Johan, Nerep, Erik & Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen (2005:551)*, kommentar till 8 kap. 23 §, Lexino 2019-07-01 (JUNO)

Adestam, Johan, Nerep, Erik & Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen (2005:551)*, kommentar till 29 kap. 1 §, Lexino 2020-01-01 (JUNO)

Andersson, Sten, Johansson, Svante & Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen (2005:551)*, kommentar till 29 kap. 1 §, Norstedts Juridik, JUNO version 15 (JUNO)

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik & Skog, Rolf, *Takeover-reglerna*, kommentar till II.18, Norstedts Juridik 2018-04-01 (JUNO)

Svarts, Glenn, Söderlund, Herbert & Tonell, Magnus, *Lag (1991:351) om handelsagentur*, kommentar till 5 §, Norstedts Juridik 2019-01-01 (JUNO)

Elektroniska källor

Deloitte, *Deloitte Private Anatomy of a Management buy-out*, Tillgänglig online:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/deloitte-private/ca-en-14-2672t-anatomy-of-a-management-buy-out-aoda.PDF>
(Hämtad 05-02-2021) [Cit Deloitte]

PWC (2020), *Aktierelaterade incitamentsprogram i noterade bolag 2019*, Tillgänglig online: https://www.pwc.se/sv/publikationer/corporate-finance/aktierelaterade-incitamentsprogram-i-noterade-bolag.html?fbclid=IwAR223IP4GtLwC0TMnUrThEK0f2AaKB_v9aKoprLxT7jdjc9i_vuOhm1x6uI (Hämtad 08-02-2021) [Cit. PWC (2020)]

Videoföreläsningar

Polak, Ben (2007), Yale Courses – 24. Asymmetric information: auctions and the winner's curse (videoföreläsning). New Haven: Yale University.
Tillgänglig online: <https://www.youtube.com/watch?v=pJAhnc8VuDo> [Cit. Polak (2007)]

Amerikansk lagstiftning och myndighetspublikationer

Grundfest, Joseph A. (1988), *Management Buyouts and Leveraged Buyouts: Are the Critics Right?*, U.S. Securities and Exchange Commission. Tillgänglig online: <https://www.sec.gov/news/speech/1988/052088grundfest.pdf> (Hämtad 20-04-2021) [Cit. Grundfest (1988)]

Securities Exchange Act of 1934

United States Securities and Exchange Commission, *Getty Images inc.*
Tillgänglig online:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1047202/000119312508120922/dde_fm14a.htm (Hämtad 03-03-2021) [Cit. Getty Images inc]

Pressmeddelanden

Caution Bidco, *Goldcup 26807 AB (under namnändring till Caution Ax Bidco AB) höjer vederlaget i det kontanta offentliga uppköpserbudandet till aktieägarna i Axxid AB (publ) och förlänger acceptperioden, 25-01-2021*, Tillgänglig online: <https://cautionBidco.se/> (Hämtad 20-04-2021) [Cit. Goldcup 26807 AB (under namnändring till Caution Ax Bidco AB) höjer vederlaget i det kontanta offentliga uppköpserbudandet till aktieägarna i Axxid AB (publ) och förlänger acceptperioden]

Caution Bidco AB, *Erbjudande till aktieägarna i Axxid AB (publ), 14-12-2020*, Tillgänglig online: <https://cautionBidco.se/> (Hämtad 15-03-2021) [Cit. Erbjudande till aktieägarna i Axxid AB (publ)]

Cherry, *Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Cherry AB (publ) med anledning av European Entertainment Intressenter Bidco AB:s uppköpserbudande, 18-12-2018*, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/cherry/r/uttalande-fran-den-oberoende-budkommitten-for-cherry-ab--publ--med-anledning-av-european-entertainme.c2702802> (Hämtad 12-04-2021) [Cit. Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Cherry AB (publ) med anledning av European Entertainment Intressenter Bidco AB:s uppköpserbudande]

Enlabs, *Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Enlabs AB med anledning av Entains offentliga uppköpserbudande, 7-1-2021*, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/enlabs/r/uttalande-fran-den-oberoende-budkommitten-for-enlabs-ab-med-anledning-av-entains-offentliga-uppkopse.c3264822> (Hämtad 7-4-2021) [Cit. Uttalande från den Oberoende Budkommittén för Enlabs AB med anledning av Entains offentliga uppköpserbudande]

EQT, *Ivytan lämnar kontanterbudande om 39 kronor per aktie i Q-Med motsvarande en premie om 40 procent, 3-11-2008*, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/eqt/r/ivytan-lamnar-kontanterbudande-om-39-kronor-per-aktie-i-q-med-motsvarande-en-premie-om-40-procent-1-.c390425> (Hämtad 20-04-2021) [Cit. Ivytan lämnar kontanterbudande om 39 kronor per aktie i Q-Med motsvarande en premie om 40 procent]

Grant Thornton, *Värderingsutlåtande Axxid, 22-12-2020*, Tillgänglig online: <https://cautionBidco.se/wp-content/uploads/2021/01/axkid-fairness-opinion.pdf> (Hämtad 02-03-2021) [Cit. Värderingsutlåtande Axxid]

Q-Med, *Uttalande från Q-med AB (publ) styrelsens oberoende utskott med anledning av det offentliga kontanterbudandet från Ivytan AB, 25-11-2008*, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/q-med/r/styrelsens-oberoende-utskott-rekommenderar-q-meds-aktieagare-att-inte-acceptera-kontanterbudandet-fran-ivytan.c395274> (Hämtad 05-05-2021) [Cit. Uttalande

från Q-med AB (publ) styrelses oberoende utskott med anledning av det offentliga kontanterbudandets från Ivytan AB]

Oriflame, *Kontantbud avseende Oriflame från familjen af Jochnick*, 22-05-2019, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/oriflame/r/kontantbud-avseende-oriflame-fran-familjen-af-jochnick,c2822171> (Hämtad 15-03-2021) [Cit. Kontantbud avseende Oriflame från familjen af Jochnick]

Oriflame, *Uttalande från den oberoende budkommittén i Oriflame med anledning av Walnut Bidcos offentliga uppköpserbjudande*, 10-06-2019, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/oriflame/r/uttalande-fran-den-oberoende-budkommitten-i-oriflame-med-anledning-av-walnut-Bidcos-offentliga-uppko,c2837401> (Hämtad 20-04-2021) [Cit. Uttalande från den oberoende budkommittén i Oriflame med anledning av Walnut Bidcos offentliga uppköpserbjudande]

Recipharm, *Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidcos offentliga uppköpserbjudande*, 28-01-2021, Tillgänglig online: <https://www.recipharm.com/sv/press/uttalande-fr%C3%A5n-recipharms-styrelse-med-anledning-av-roar-Bidcos-offentliga-uppk%C3%B6pserbjudande> (Hämtad 02-03-2021) [Cit. Uttalande från Recipharms styrelse med anledning av Roar Bidcos offentliga uppköpserbjudande]

Schörling & Partners AB, *Schörling & Partners AB lämnar ett ovillkorat kontanterbudande om 569 kronor per aktie till aktieägarna i Melker Schörling AB*, 14-11-2017, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/schorling---partners-ab/r/schorling---partners-ab-lamnar-ett-ovillkorat-kontanterbudande-om-569-kronor-per-aktie-till-aktieag,c2390821> (Hämtad 15-03-2021) [Cit. Schörling & Partners AB lämnar ett ovillkorat kontanterbudande om 569 kronor per aktie till aktieägarna i Melker Schörling AB]

Swedol, *Uttalande från den oberoende budkommittén i Swedol med anledning av Momentum Groups offentliga uppköpserbjudande*, 11-11-2019, Tillgänglig online: <https://news.cision.com/se/swedol-ab/r/uttalande-fran-den-oberoende-budkommitten-i-swedol-med-anledning-av-momentum-groups-offentliga-uppko,c2958239> (Hämtad 22-04-2021) [Cit. Uttalande från den oberoende budkommittén i Swedol med anledning av Momentum Groups offentliga uppköpserbjudande]

Walnut Bidco Plc, *Grundarfamiljen af Jochnick lämnar ett kontanterbudande om 227 kronor per aktie till aktieägarna i Oriflame*, 22-05-2019, Tillgänglig online: <https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/walnut-Bidco-plc-grundarfamiljen-af-jochnick-lamnar-ett-kontanterbudande-om-227-kronor> (Hämtad 20-04-2021) [Cit. Grundarfamiljen af Jochnick lämnar ett kontanterbudande om 227 kronor per aktie till aktieägarna i Oriflame]

Rättsfallsförteckning

Aktiemarknadsnämnden

AMN 2002:1
AMN 2002:2
AMN 2002:13
AMN 2003:08
AMN 2004:21
AMN 2004:31
AMN 2008:12
AMN 2008:42
AMN 2008:45
AMN 2012:05
AMN 2013:40
AMN 2019:20
AMN 2021:09

Arbetsdomstolen

AD 1993 nr 18
AD 1994 nr 79
AD 2013 nr 25

Hovrättspraxis

HovR T46-13

Högsta domstolen

NJA 1979 s. 157
NJA 1981 s. 1117
NJA 1985 s. 343
NJA 2009 s. 672
NJA 2013 s. 117