

## Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik juni 2009

**"Under de senaste årens intensiva uppköpsmarknad har en mängd tveksamma affärer och taktiker passerat revy på aktiemarknaden", konstaterar Robert Sevenius i juni månads expertkommentar. Sevenius skriver om de nya takeover-reglerna som innebär bättre verktyg för Aktiemarknadsnämnden att beivra missbruk av uppköpsrätten.**

### Välbehövlig skärpning av den svenska uppköpsrätten

Under de senaste årens intensiva uppköpsmarknad, som sedan oktober 2008 fått en mer sansad nivå, har en mängd tveksamma affärer och taktiker passerat revy på aktiemarknaden. En reaktion till denna intensiva period i svensk näringsliv är att Näringslivets börskommitté (NBK) nu kommer med ett förslag till skärpt självreglering av offentliga uppköpserbjudanden, de s.k. takeover-reglerna.

NBK, som fört en tynande tillvaro, har nu att lämna förslag till börserna som enligt 13 kap 8 § lagen ([2007:528](#)) om värdepappersmarknaden måste ha regler om offentliga uppköpserbjudanden (ROE) - för en allmän översikt över uppköpsrätten se min artikel *Publika företagsförvärv* i af Sandeberg, C och Sevenius, R, *Börsrätt* (2:a upplagan, Studentlitteratur, 2008). NBK sätter dock inte reglerna utan ger ett förslag till de reglerade marknaderna. I ROE finns flera frågor som är känsliga för tongivande aktieägargrupper i svenskt näringsliv. Sammanfattningsvis kan sägas att de nya reglerna innebär en skärpning i några uppdagade tillkortakommanden där Aktiemarknadsnämnden saknat verktyg att beivra missbruk av uppköpsrätten. I denna artikel kommer några av nyheterna analyseras.

NBK tar ett nytt grepp om frågan vad som konstituerar ett bud. NBK har försökt att tackla oskicket att budgivaren offentligt prövar om en affär har förmåga att vinna gehör på marknaden utan att avlägga ett regelmässigt bud. Ett notabelt exempel på en sådan s.k. pre-announcement är France Telecoms "indikativa förslag" rörande köp av TeliaSonera för ett år sedan (som omtalats i min artikel [Ny taktik prövar uppköpsrätten](#) för Lexnova i juli 2008). Förfarandet visade med icke-önskvärd tydlighet att den svenska uppköpsrätts regler inte täcker situationen. I nya ROE II.1 har synen på det som NBK kallar testballonger skärpts, trots att regelns skrivning i sig inte förändrats. NBK säger i kommentaren till regeln att indikativa bud inte är förenliga med regeln och dess principer. Samtidigt infogas ett nytt stycke till ROE II.3, som i huvudsak reglerat budets innehåll, att budgivaren ändå kan lämna s.k. läkagemeddelanden, dvs. offentliggöra att sonderingar pågår ifall information om detta redan läckt ut på aktiemarknaden. Det var precis detta France Telecom hävdade i det omtalade fallet, utan att det klarlades från vem och hur denna information läckt ut till affärspressen. I ett viktigt tillägg till denna "rättighet" för budgivaren är att AMN i samband med läkagemeddelanden kan fastställa en tidpunkt för när ett riktigt bud senast måste lämnas och även föreskriva att budgivaren inte får lämna bud under viss tid, ett moratorium, om denna tidpunkt inte efterlevs. Denna regel är hämtad från den brittiska uppköpsrätten och kallas "put up or shut up". Budgivaren måste klargöra sina avsikter eller avstå från bud.

En av de mest kontroversiella frågorna inom uppköpsrätten och NBK:s förslag går tillbaka på dess grundläggande princip, likabehandling av aktieägare. Den fråga som delat näringslivet under längre tid är om budgivaren måste erbjuda samma pris för olika aktieslag. Frågan delar även NBK och de remissinstanser som kommenterat förslaget. Även i denna fråga har vi på

aktiemarknaden sett fall av ojämlik behandling av aktieägare i form av olika erbjudande för ägare av röststarka A-aktier och ägare av röstsvaga B-aktier. Ett exempel är det uppmärksammade fallet med Wallenbergssfärens försäljning av röstkontrollen i Scania till Volkswagen under ett undantag från budplikt utan att minoritetsaktieägarna erbjöds samma möjlighet. I den nya ROE II.11 som reglerar differentierade bud görs en åtskillnad om samtliga aktieslag är noterade eller inte (vanligt är att det endast är B-aktier som är noterade). Är inte samtliga aktieslag noterade ska vederlagets värde vara lika för alla aktier utan undantag. Är däremot alla aktieslag noterade kan en viss differentiering medges av AMN efter ansökan, men då endast under förutsättning att aktieslagen uppvisar tillräcklig likviditet för en rättvisande prisbild, prisskillnaden mellan aktieslagen inte är tillfällig samt prisskillnaden inte endast beror på några enskilda aktieköpare. Budpremien för A-aktierna och B-aktierna måste dock fortfarande vara densamma. I anslutning till regeln påminner NBK även regelverkets generella dispensmöjlighet i ROE I.2 vilket innebär att undantag från likabehandlingen kan ges även i andra fall men detta endast "under mycket speciella omständigheter". Den nya regeln kritiserar av många svenska aktieägarfärer och kommer säkerligen föranleda ytterligare kontroverser. Regeln är dock resultatet av diskussioner och kompromisser så vi kan förvänta att den ändå kommer åtnjuta viss respekt. Huvudprincipen i den svenska uppköpsrätten är numera alltså att A- och B-aktieägare ska erbjudas samma pris för sina aktier.

En nyhet är att NBK försökt ta ett bredare grepp kring målföretagsstyrelsens roll. En viktig aspekt i offentliga uppköpserbjudanden som särskiljer dem från andra förvärvsprocesser är att säljarna är så splittrade och inte kan förhandla med en röst gentemot budgivaren. Av detta skäl hamnar målföretagets styrelse i en delvis svårare position än vid andra företagsförvärv. NBK har i detta sammanhang infört reglerna om målföretagsstyrelsens roll i II:17 - 20. Till stor del följer reglerna vad som redan gäller enligt aktiebolagslagen men siktar här direkt på uppköpssituationen. I II.17 stadgas att styrelsen ska agera i aktieägarnas intresse. Detta kan tyckas självklart men i budsituationerna finns många sätt att knyta upp styrelsen till budgivarens agenda. Det förekommer olika avtal som ska styra styrelseledamöternas agerande, bl.a. exklusivitetsavtal, avbrottsavtal och upplåsningsavtal. Bland annat har vi sett att även staten som ensam aktieägare skapar incitament för målföretagsstyrelsen och företagsledningens lojalitet till försäljningsprocessen, bl.a. i Vin & Sprit och Vasakronan, genom att utlova en extra ersättning för ledningen för att den medverkar till majoritetsaktieägarens planer. Enligt kommentaren i ROE II.17 måste dessa avtal utformas med hänsyn till samtliga aktieägare och det måste också utredas att de är förenliga med gällande rätt. I amerikansk rätt finns exempel på att sådana avtal utan en "fiduciary out clause" (ett villkor som säger att styrelsen måste bryta avtalet om det strider mot dess aktiebolagsrättsliga skyldigheter) anses ogiltiga. I ROE II.18 fortsätter NBK att skärpa kraven på styrelsen och behandlar intressekonflikter som kan uppkomma i styrelsen i samband med uppköp. Regler om jäv finns redan i 8 kap. 23 § aktiebolagslagen men här är frågan om situationer där styrelseledamot eller vd sitter i knäet på budgivaren genom anställning, andra uppdrag eller där styrelseledamoten redan anslutit sig till budet genom en tidigare överenskommelse. I reglerna i II.19 och 20 kring styrelsens offentlighetsgörande om sin uppfattning och målföretagets medverkan i företagsbesiktning har inga större förändringar skett, men detta block av regler bildar ändå tillsammans ett lovvärt försök till helhetsgrepp kring den prekära ställning som målföretagsstyrelsen intar i ett uppköp.

Styrelsen och företagsledningen är också centrum för intresse i den reglering av företagsledarutköp (management buyouts, MBO) som finns i ROE III kap. En nödvändig skärpning har gjorts beträffande regleringen av oberoende värderingsutlåtanden.

Värderingsutlåtanden är obligatoriska vid MBO samt vid några andra situationer. I en MBO är styrelseledamöter eller ledande befattningshavare del av budgivarkretsen och hamnar då i en mycket svår intressekonflikt, med NBK:s ord finns "en obalans i informationsläget i förhållande till aktieägarna". Av denna anledning ska målföretaget ta fram ett värderingsutlåtande (eller s.k. fairness opinion) från oberoende expertis enligt ROE III.3. Problemet med dessa värderingsutlåtanden är att oberoendet många gånger kunnat ifrågasättas pga. att det är samma rådgivare som arbetar för företagsledningen som gör företagsvärderingen och även att denna rådgivare fått ersättning i relation till om affären genomförts, s.k. success fee. Värderingspersonens oberoende har i många fall på dessa grunder starkt ifrågasatts. NBK har i sitt förslag till den regeln uppmärksammat förhållandet men stannat vid en något märklig omväg. Att utföra värderingsutlåtande mot resultatberoende ersättning är enligt kommentaren till regeln inte längre tillåtet. Regeln tillåter fortfarande att samma rådgivare som bistår målföretaget (dvs. företagsledningen) också avger värderingsutlåtandet, men denna får då inte för någon del i sitt uppdrag ha resultatberoende ersättning. Av detta förväntar sig NBK effekten att inte samma rådgivare både utför själva transaktionsrådgivningen och företagsvärderingen, eftersom värderingen smittar arvodesstrukturen för hela uppdraget. Ett rakare sätt hade varit genom ett direkt förbud mot att rådgivaren i affären också utför värderingen.

Det finns ytterligare nya punkter - bl.a. återkallelse av accept, ändringar av bud och begränsning i att komma med nya bud - men de här presenterade sammanfattar de mest väsentliga nyheterna. Sammantaget är NBK:s förslag en välbehövlig uppputsning av regelverket avseende offentliga uppköpserbjudanden som tillkommit på förekommen anledning. Samtidigt har omarbetningen varit relativt varsam och framförallt siktat mot uppenbarade tillkortakommanden. Den svenska uppköpsrätten framstår fortfarande som relativt modest jämfört med den brittiska. Den planerade ikraftträdandedagen för förslaget är den 1 september 2009, men det är som sagt börserna själva som har att slutligt anta reglerna och binda börsföretagen genom sina noteringsavtal. Bundenheten för andra budgivare uppnås genom en förpliktelse till avtal med börserna som stadgas i 2 kap. 1 § lagen ([2006:451](#)) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. NBK aviserar även att de avser återkomma med generella ROE för marknadsplatserna samt förslag till skärpta regler om budplikt. Det finns anledning att följa utvecklingen i regelverket och på aktiemarknaden.



**Robert Sevenius**

*Robert Sevenius Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare inom Transaction Services samt lärare vid Stockholms universitet, Företagsekonomiska Institutet m.fl.*