

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, februari 2015

Tuffare klimat för budgivare på aktiemarknaden

Sedan den 1 februari 2011 har reglerna rörande offentliga uppköpserbjudanden förändrats på den svenska aktiemarknaden. Kollegiet för svensk bolagsstyrning har sedan 2010 haft ansvaret att förvalta och utveckla självregleringen gällande offentliga uppköpserbjudanden (ROE) på de reglerade marknaderna och handelsplattformar. Sedan den förra regelförvaltaren, Näringslivets börskommitté, lades ned har Kollegiet kommit med tre revideringar av ROE. Nytillskotten i regelverket har företrädesvis hämtas från den brittiska motsvarigheten till regelverket, *the takeover code*, som förvaltas av *The Takeover Panel*.

Det brittiska regelverket revideras i högre takt än det svenska, mestadels på grund av den högre uppköpsaktiviteten på den brittiska aktiemarknaden där både utländska investerare och minoritetsaktieägare är mer aktiva och har mer omfattande rättigheter. Den senaste svenska uppdateringen av regelboken för uppköp är även denna gång inspirerad från Storbritannien. De ifrågakvarande reglerna infördes i efterdyningarna av det kontroversiella budet på den engelska chokladtillverkaren Cadbury från amerikanska Kraft 2011. Reaktionerna på affären var att de brittiska företagen var alltför sårbara mot utländska budgivare och att målbolagsledningen behövde stärkas i sin roll som aktieägarnas ombud gentemot budgivaren. Uppköp av "nationalklenoder" ger ofta upphov till protektionistiska debatter.

Fyra år senare har två av reglerna från den brittiska skärpningen av uppköpsreglerna hittat från London till Stockholm. Kollegiets revision av ROE innehåller även vissa korrektur och förtydliganden av andra regler men här fokuseras på de två nyheterna: budgivarens bundenhet vid uttalanden och förbudet mot budskyddsavtal.

1. Bundenhet vid uttalanden

II.2 En budgivare som tillkännager att budgivaren kommer eller inte kommer att agera på ett visst sätt med avseende på sitt erbjudande är bunden av detta om tillkännagivandet är ägnat att skapa en befogad tillit på marknaden.

Budsituationerna kan vara mycket pressade situationer där utfästelser, antydningar och rykten florerar och får stor påverkan på aktiekurserna, vilket gör aktieägarnas handlingsalternativ svårbedömbara. Regelverken på börsen syftar övergripande till att ge förutsägbarhet, likabehandling och tillförlitlig information, så även de uppköpsrättsliga reglerna. En allmän aktiemarknadsrättslig princip är att aktörer inte utan vidare ska kunna avvika från avsiktsförklaringar som givits till känna för aktiemarknaden.

Den nya ROE II.2 har en stark koppling till den allmänna ordningen och regelefterlevnaden på aktiemarknaden. Principen har dock tidigare inte upptagits som en fristående regel. Det har förekommit en mängd fall där avsikter avgivits och återkallats utan förklaring (se t.ex. Aktiemarknadsnämndens uttalande [AMN 2014:38](#) och [2013:11](#)). Det rör sig bland annat om fall där acceptfristen förlängts trots att budgivaren uttalat att så inte ska ske, att budet höjts trots uttalande om att så inte ska ske eller att lägre anslutningsgrad accepterats trots villkor om högre anslutning

till budet.

Regeln är oberoende av om avsiktsförklaring har haft någon effekt på målbolagets aktiekurs eller inte. Det avgörande är istället om tillkännagivandet är ägnat att skapa befogad tillit. Enligt regelverkets kommentar till regeln åsyftas framförallt tillkännagivanden gjorda i offentliga uttalanden, till exempel i erbjudandehandlingen. Ett uttalande som är försett med tydliga reservationer eller förbehåll kan dock frångås av budgivaren i enlighet med de tillkännagivna villkoren. Ytterst är det dock Aktiemarknadsnämnden som avgör vilken räckvidd denna typ av uttalanden får.

En potentiellt problematisk radanmärkning i samband med den nya regeln II.2 är att Kollegiet för svensk bolagsstyrning helt slopat den gamla regeln ROE II:2. Den gamla regeln innebar ett förbud mot att handla i målbolagets aktier efter det att budgivaren fått tillgång till information om målbolaget i en företagsbesiktning (*due diligence*) med mindre än att samma information kommit aktiemarknaden till del. Istället refereras numera i kommentaren till ROE II.20 till reglerna om marknadsmissbruk enligt EU:s marknadsmissbruksförordning som ännu inte lagreglerats i Sverige (jfr [SOU 2014:46](#) Marknadsmissbruk II).

2. Budrelaterade arrangemang

II.17a Målbolaget får inte gentemot budgivaren binda sig till några budrelaterade arrangemang.

Med budrelaterat arrangemang avses varje till erbjudandet relaterat arrangemang som innebär en förpliktelse för målbolaget gentemot budgivaren, dock inte sekretessförpliktelser eller åtaganden att inte värva budgivarens anställda, kunder eller leverantörer.

I expertkommentaren i [Blendow Lexnova mars 2011](#) ondgjorde jag mig något över den bristande svenska regleringen av budskyddsavtal i turerna rörande uppköpet av det då börsnoterade avfuktningföretaget Munters. Budgivarna Alfa Laval och Nordic Capital försökte på olika sätt försvåra för andra budgivare och målbolagsledningens alternativa metoder för en högre budpremie. Olika avtalskonstruktioner och överenskommelser mellan å ena sidan budgivaren och å andra sidan målbolaget eller målbolagets majoritetsaktieägare är vanliga. I bästa fall är sådana s.k. budskyddsavtal tämligen harmlösa sekretessavtal eller praktiska överenskommelser för att utforska budets formella förutsättningar. I värsta fall är de kraftiga inlåsnings som hindrar aktieägarna från en lika och fri bedömning av sina handlingsalternativ, med en reell värdeförlust som följd. I fallet Munters bidrog bolagsledningens avtal om uppbrottsersättning med Nordic Capital dock till att budnivån höjdes med nära 700 miljoner kronor, men fönstret för värdeskapande effekter för aktieägarna är mycket litet. Huvudregeln måste vara att en budgivare ska stå riskerna för att lägga ett bud fullt ut om hen vill uppbära förtjänsterna av ett framgångsrikt bud.

Så har då det svenska regelverket fått en reglering av budskyddsavtal. Den nya regeln ROE II.17a stadgar att målföretaget inte får binda sig gentemot budgivaren i några budrelaterade arrangemang. Med uttrycket budrelaterade arrangemang avses "varje till erbjudandet relaterat arrangemang som innebär en förpliktelse för målbolaget gentemot budgivaren". Begreppet arrangemang måste anses relativt vagt, men i det svenska regelverket tycks någon form av juridisk förpliktelse vara kärnan. Här kan noteras att den motsvarande brittiska regeln 21.2 innefattar en djupare förklaring av begreppet arrangemang, nämligen "any agreement, arrangement or commitment". Arrangemang torde i grunden omfatta avtal, icke-bindande partsöverenskommelser samt ensiga utfästelser, men det är oklart om även andra typer upplägg eller samordning är inkluderade.

Förbudet mot budskyddsavtal omfattar inte sekretessavtal och avtal om s.k. *non-solicitation*, dvs. förbud att värva motpartens anställda, kunder eller leverantörer. Andra godkända överenskommelser som räknas upp i det brittiska regelverket är sådana som syftar till att få godkännande från myndighet, oeftergivliga utfästelser och avsiktsförklaringar, arrangemang som uteslutande förpliktar budgivaren, arrangemang som är relaterade till existerande incitamentsprogram eller pensionsplaner.

ROE:s kommentar exemplifierar regeln med några vanligt förekommande budskyddsavtal och villkor. Exklusivitetsliknande avtal som innebär att målbolaget förbinder sig att inte aktivt söka andra potentiella budgivare (s.k. *no shop*-avtal) eller ens föra diskussioner med sådana parter (s.k. *no talk*-avtal). Det kan även röra sig om skyldighet att informera en budgivare om propåer från andra budgivare. Denna typ av aktiviteter ses dock numera alltmer som målbolagets skyldighet i enlighet med gällande reglering av aktiebolag och uppköp. Målbolagsledningen ska försöka skapa konkurrens i budsituationer. I lagen om uppköpserbjudande på aktiemarknaden innehåller det generella förbudet mot målbolagsledningens motåtgärder ett explicit undantag från att söka efter alternativa budgivare (LOE 5:1).

Den viktigaste budskyddsbestämmelsen är dock uppbrottsersättningen (*break up fee* alternativt *inducement fee*). Avtalet innebär att budgivaren är berättigad till en monetär ersättning från målbolaget ifall budet inte genomförs. Sådana avtal, som har till syfte att göra det kostsamt för målbolaget att inte stå fast vid affären, knyter så både styrelse och aktieägare hårdare till transaktionen. Det kan finnas motiverade skäl till att ingå avtal om uppbrottsersättning när målbolagsledningen försöker locka fram en alternativ budgivare att komma med ett konkurrerande bud för att tvinga en tidigare budgivare att revidera upp sitt pris. Ersättningen kan vara betingad av de höga kostnader för bl.a. rådgivning som uppstår i en uppköpsprocess. I Storbritannien accepteras normalt sådana uppbrottsersättningar, men det finns ett tak för ersättning om 1 % av budvärdet (*The Takeover Panels Practice Statement No 23 1.1 (a)*).

Ett problem i sammanhanget är att den svenska regeln ROE II.17a uttryckligen enkom reglerar *bolagets* ingångna arrangemang och inte bolagsfunktionärernas mellanhavanden. Styrelseledamöter, VD och andra omfattas inte av regeln. Den brittiska motsvarande regeln omfattar dock även personer som agerar i anslutning till målföretaget: "... *neither a offeree company nor any person acting in concert with it may enter into any offer-related arrangement...*" Eftersom flera försök att kringgå regeln uppdagades klargjorde *The Takeover Panel* skrivningen 2014 (*Practice Statement No 27 1.2*):

The offeree company's directors are presumed to be acting in concert with the offeree company under paragraph (2) of the definition of "acting in concert". The restriction in Rule 21.2(a) therefore extends to offer-related arrangements entered into between such directors and an offeror.

Det förekommer flera former av bonus- och incitamentsavtal mellan budgivare och bolagsledningen eller andra personer i målbolaget. Ett exempel är en förlängningsbonus (s.k. *stay on-bonus*) vilken ger bolagsledningen rätt till en extra ersättning om de stannar kvar under ett ägarskifte. Avtalen kan även vara slutna mellan bolagsledning och kontrollaktieägare som vill se en särskild affär gå i lås. Syftet med ifrågavarande avtal är att bolagsledningen ska "sitta still i båten" och inte störa affären genom att till exempel säga upp sitt anställningsavtal. Sådana incitamentsskapande avtal med nyckelpersoner i målbolaget kan vara väl så skadliga för aktieägarna eftersom målbolagsledningen är utsedd av lagstiftaren att aktivt agera ombud för den spridda aktieägarkretsen.

Sådana personbaserade budskyddsöverenskommelser kan således inte heller fortsättningsvis angripas via den svenska uppköpsrätten. Istället får remedier sökas i aktiebolagsrättens

generalklausuler eller jävsbestämmelser.

Avslutande reflektioner

Reglerna ger målbolagsledningen en starkare position. Inspirerade av de brittiska reglerna har de svenska normgivarna sett behov av att stärka målbolaget gentemot budgivaren. I den mån bolagsledningen agerar inte bara i kontrollaktieägarnas intresse utan tar hela aktieägarkollektivets bästa som sin ledstjärna är det välkommet. Omvänt innebär detta att budgivarna får ett tuffare klimat att agera i. Målbolagsledningen får en allt tydligare roll som motpart och kan inte omvändas med olika utfästelser och överenskommelser. Det enda språket som bolagsledning och aktieägare kan ta hänsyn till är i princip budets nivå. Det är den explicita och officiella informationen till aktiemarknaden som ska vara grunden för kommunikationen och eventuellt accepterande av ett uppköpserbjudande, inte förhandlingar och överenskommelser i det fördolda. Budgivaren måste framledes vara än mer försiktig i sina förhandlingar med bolagsledningen.

De nya reglerna kan även tolkas som att regelverket inriktas alltmer mot förspelet innan själva budet. Det är tydligt att de tidiga faserna av transaktionsprocessen är mycket känsliga och inte sällan blir avgörande för aktieägarnas handlingsfrihet och budnivån. Samtidigt är det vanskligt att reglera denna fas av affären eftersom parter och aktörer måste ha relativt stort handlingsutrymme för att skapa en genomförbar och framgångsrik transaktion.



Robert Sevenius

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare inom företagsförvärv vid Arkios Sweden samt författare till böcker om företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Sveriges Advokatsamfund, Linköpings universitet, Företagsekonomiska Institutet m fl.