



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

**Juridiska institutionen
Handelshögskolan
vid Göteborgs Universitet**

**Tillämpade studier
20 poäng
HT 2004**

Avtalsmekanismerna vid offentliga uppköpserbjudanden.

**Författare: Mikael Kowal
Handledare: Christina Ramberg**



Innehållsförteckning

FÖRKORTNINGAR.....	4
1. INLEDNING OCH FRÅGESTÄLLNING.....	5
1.1 Introduktion.....	5
1.2 Syfte.....	6
1.3 Metod.....	7
1.4 Avgränsningar.....	7
2. OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN.....	8
2.1 Kort beskrivning av förfarandet vid ett offentligt uppköpserbjudande.....	8
2.2 Budgivarens motiv.....	9
2.3 NBK som regelskapare och AMN som regeltillämpare.....	10
2.4 NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv.....	11
2.5 Förutsättningar för att få lämna ett uppköpserbjudande.....	11
3. BUDGIVARENS BUNDENHET VID OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN....	12
3.1 Utgångspunkt.....	12
3.2 Fullföljandevillkor.....	13
3.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 (Perstorp).....	13
3.2.2 Förbudet mot subjektivt utformade fullföljandevillkor.....	14
3.2.3 Accepterade fullföljandevillkor.....	15
3.2.4 MAC-villkor.....	16
3.3 Återkallelse av offentliga uppköpserbjudanden.....	17
3.4 Offentliga uppköpserbjudanden inom EG.....	18
3.4.1 Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2004/25/EC	18
3.4.2 Implementering av direktivet.....	19
3.5 Intresseavvägning.....	19
4. ÄR ETT OFFENTLIGT UPPKÖPSEBJUDANDE ETT RÄTTSLIGT BINDANDE ANBUD I AVTALSRÄTTSLIG MENING?.....	20
4.1 Anbudets bindande verkan.....	20
4.2 Löftesprincipen kontra kontraktprincipen.....	21
4.3 Kriterier för uppfyllelsen av ett rättsligt bindande anbud.....	22



4.3.1	Bestämd adressat.....	23
4.3.2	Definitivt ställningstagande.....	23
4.3.3	Återkallelse.....	24
4.3.4	Resultat.....	25
4.4	Utmärkande avtalsmekanismer vid takeovers.....	25
4.5	Successiv avtalsbildningsprocess.....	26
4.6	AvtL i relation till NBK.....	27
5.	BAKOMLIGGANDE INTRESSEN.....	28
5.1	Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.....	28
5.2	Acceptfristens längd.....	29
5.2.1	Haltande rättsförhållande.....	29
5.2.2	Doctrine of consideration.....	30
5.2.3	Betänketidens konsekvenser.....	31
5.3	RisKFördelning.....	32
5.4	Illojala förfaranden.....	34
6.	SYNPUNKTER.....	35
	KÄLLFÖRTECKNING.....	38



Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen
AMN	Aktiemarknadsnämnden
AvtL	Avtalslagen
CCTM	The City Code on Takeovers and Mergers
CISG	United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods
EG	Europeiska Gemenskapen
EU	Europeiska Unionen
KöpL	Köplagen
NBK	Näringslivets Börskommitté
PECL	Principles of European Contract Law
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz



”Den allmänna avtalsrättens betydelse är särskilt stor inom områden där nya former av avtalskonstruktioner utvecklas och där parterna själva väljer att skräddarsy lösningar för speciella behov.”¹

1. INLEDNING

1.1 Introduktion

Det finns mängder av olika kontraktstyper som bidrar till att omsätta varor och tjänster. Det typiska scenariot är att avtalet avser ett utbyte av varor eller tjänster mot pengar. Offentliga erbjudanden om aktieförvärv är en särskild kontraktstyp. Detta förfarande avser att överföra kontroll från aktieägarna i ett börsnoterat bolag, målbolaget, till den som lämnar budet, budgivaren. Detta sker genom att en fysisk eller juridisk person offentligt erbjuder sig att få förvärva målbolagets aktier från dess aktieägare. Offentliga uppköpserbjudanden bidrar således till företagsomstruktureringar på värdepappersmarknaden. 'Takeover', som är den engelska benämningen för detta tillvägagångssätt, har blivit en allmänt vedertagen term att använda sig av även inom svenskan. Denna beteckning kommer nedan att begagnas synonymt med 'offentligt uppköpserbjudande'.

Det offentliga uppköpsförfarandet har flera juridiska implikationer och har behandlats utförligt inom den börsrättsliga doktrinen. Där har främst fokuserats på utpräglade börsrättsliga frågor. Diskussionen om avtalsmekanismerna vid ett offentligt uppköpserbjudande har däremot behandlats i en obetydlig omfattning i den börsrättsliga doktrinen. Inte heller i den avtalsrättsliga doktrinen har denna specifika problematik uppmärksamats. Vidare saknas det i allt väsentligt svenska lagregler om offentliga uppköpserbjudanden.² Likaså lyser rättsfallen med sin frånvaro i svensk rättspraxis. Denna avsaknad beror framförallt på att det inom börsrätten finns en tradition av självreglering. Näringslivets Börskommitté (NBK) och Aktiemarknadsnämnden (AMN), som till stor del svarar för denna självreglering, har emellertid inte lämnat detta område oreglerat.

¹ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 109

² Vilket även påpekas i justitiedepartementets direktiv 2004:38, s 2



Avtalsmekanismerna vid takeovers uppvisar många intressanta och särpräglade egenskaper. Det förefaller därför högst relevant att angripa offentliga uppköpserbjudanden med beaktande av den allmänna avtalsrätten. Av särskilt intresse är vilka möjligheter det finns att återkalla offentliga uppköpserbjudanden. Med hänsyn till den senaste tidens utveckling, är detta ämne till synes mer aktuellt än någonsin. Den 21 april 2004 undertecknades ett EG-direktiv om uppköpserbjudanden av både Europaparlamentet och Rådet. Det har därefter trätt i kraft och skall nu implementeras i medlemstaternas lagstiftning. Denna uppsats avser att behandla de avtalsrättsliga spörsmål som direktivet föranleder lagstiftaren att allvarligt överväga.

Offentliga uppköpserbjudanden är ett vanligt förekommande fenomen inom det svenska näringslivet. Det genomfördes sammanlagt 255 takeovers av svenska börsbolag mellan 1990 och 2002, där budgivarna var såväl svenska som utländska.³ Ställt i relation till det totala antalet börsbolag i Sverige, köptes i genomsnitt 8 procent av börsbolagen upp genom takeover-erbjudanden. Det rör sig om betydande värden vid dessa transaktioner. Som exempel kan nämnas att likviden för offentliga uppköpserbjudanden uppgick till omkring SEK 200 miljarder kronor under femårsperioden mellan 1998 till 2002. Det skall tilläggas att denna summa inte inkluderar offentliga uppköpserbjudanden där likviden utgjordes av aktier istället för kontanter. Denna statistik visar hur betydelsefullt detta ämnesområde är för näringslivet i allmänhet och kapitalmarknaden i synnerhet.

1.2 Syfte

De börsrättsliga intressena hamnar allt som oftast i förgrunden vid en undersökning av det offentliga uppköpserbjudandet. Denna studie avser emellertid att belysa detta förfarande ur ett annorlunda perspektiv. Syftet är att i första hand att presentera och analysera de särpräglade avtalsmekanismerna vid ett takeover-erbjudande. Frågan om vilka möjligheter det finns att återkalla offentliga uppköpserbjudanden kommer att ägnas särskilt stort utrymme. För detta ändamål kommer det att undersökas hur ett offentligt bud förhåller sig till det rättsligt bindande anbudet. I nära anslutning till denna frågeställning kommer det att analyseras vilka bakomliggande intressen som gör sig gällande vid lämnandet av ett offentligt uppköpserbjudande. Avslutningsvis skall det framföras vad som bör gälla de lege ferenda. Sammantaget kommer denna analys förhoppningsvis att presentera konstruktiva avvägningar

³ Skog, Rolf, *Förslaget till takeover-direktiv, breakthrough-regeln och aktier med olika röstvärden*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Nr. 4 2003, s 474



för lagstiftaren, när denne sedermera har att ta ställning till hur EG:s direktiv skall implementeras.

1.3 Metod

Inledningsvis kommer denna redogörelse att uppehålla sig vid en beskrivning av förfarandet vid ett offentligt uppköpserbjudande. Det kommer att bli en deskriptiv skildring av avtalsmekanismerna vid offentliga uppköpserbjudanden. På så vis skapas en förståelse som är nödvändig för att kunna tillgodogöra sig den kommande analysen. För systematikens skull förefaller det mest naturligt att därefter inleda med en presentation av de regler som för närvarande gäller vid offentliga uppköpserbjudanden. Detta skapar en kontext när sedermera den renodlade avtalsrättsliga analysen av offentliga uppköpserbjudanden äger rum. Det blir således ofrånkomligt att den första delen av denna uppsats till stor del blir deskriptiv, medan den andra är mer analyserande. Detta kommer sammantaget att ligga till grund för avvägningar, förslag till åtgärder samt slutsatser.

Såsom framkommit ovan, finns det en tradition av att förhållandena på börsen inte bestäms i detalj av lagstiftaren. Istället lämnas åtskilligt åt börsen att bestämma genom självreglering. NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv kommer därför till stor del att nyttjas, samt i viss mån AMN:s uttalanden om god sed. Dessa regler kommer även att jämföras med motsvarande bestämmelser i Tyskland och England. Eftersom EG-direktivet om uppköpserbjudanden skall implementeras i medlemsstaternas nationella lagstiftning, kommer dess föreskrifter att vara av särskilt stor betydelse.

Beträffande en analys av avtalsmekanismerna vid ett offentligt uppköpserbjudande kommer jag att först och främst uppehålla mig vid en presentation av den allmänna avtalsrättsens grunder. För detta ändamål kommer primärt skandinavisk doktrin att behandlas. I viss mån kommer även en komparativ studie av anbudets egenskaper och funktioner att utföras. Därefter kommer den allmänna avtalsrätten att tillämpas på det konkreta takeover-erbjudandet.

1.4 Avgränsningar

Denna framställning avser att primärt behandla avtalsmekanismerna vid ett offentligt uppköpserbjudande. Det innebär å ena sidan en relativt snäv fokusering på den allmänna avtalsrätten. Å andra sidan utelämnas flertalet av de utpräglade bolagsrättsliga och



börsrättsliga spörsmålen som är relevanta vid ett offentligt uppköpserbjudande. Dessa kommer endast att behandlas i den utsträckning de är betydelsefulla för analysen av avtalsmekanismerna.

Med uppköp av företag avses i denna framställning förvärv av ett målbolags aktier över börs eller auktoriserad marknadsplats. Köp utanför sådana marknadsplatser innefattas sålunda inte i begreppet offentligt uppköpserbjudande. Detta utesluter samtidigt så kallade inkråmsförsäljningar, dvs. förvärv av ett annat bolags tillgångar, samt fusioner. Det måste härutöver vara fråga om överlåtbara värdepapper som medför rösträtt i ett bolag. Det skall vidare tilläggas att denna analys enbart fokuserar på vad som brukar benämnas 'frivilliga' offentliga uppköpserbjudanden. Denna utredning avser inte att vara tillämplig när budet förorsakas av den så kallade budplikten, som utlöses av att en aktieägare uppnår en viss ägarandel i ett bolag.⁴

2. OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN

2.1 Kort beskrivning av förfarandet vid ett offentligt uppköpserbjudande

När en budgivare planerar att förvärva ett börsbolag är metoden för att få detta genomfört tämligen utdragen och tidskrävande. Det är brukligt att den första åtgärd som en budgivare vidtar är att försöka skaffa stöd för erbjudandet hos målbolagets styrelse och ledning. Förhoppningen med en sådan kontakt är att det sedermera lagda budet inte betraktas som fientligt.⁵ Innan ett uppköpserbjudande offentliggörs är det likaledes vanligt förekommande att budgivaren förhandlar med målbolagets stora ägare. Dessa förhandlingar går ut på att undersöka vilket intresse det finns hos de aktieägare som har en betydlig del av aktiekapitalet och rösterna i bolaget. Därigenom skapar sig budgivaren en föreställning om vilka möjligheter det finns att vinna framgång med erbjudandet. För det fall att de stora ägarna inte är intresserade, inser budgivaren att det med största sannolikhet är lönlöst att rikta ett offentligt uppköpserbjudande.

När budgivaren vidtagit de ovannämnda förberedelserna och bestämt sig för att fullfölja erbjudandet, måste detta offentliggöras. Det är av väsentlig betydelse för bl.a. prisbildningen

⁴ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II

⁵ Davies, Paul, Gower's Principles Of Modern Company Law, 6e uppl, 1997, s 780



på aktierna, samtidigt som det motverkar insiderhandel.⁶ Detta skall ske genom ett pressmeddelande som måste innehålla viss viktig information.⁷ Den primära funktionen med pressmeddelandet är dock att erbjuda aktieägarna att på generellt angivna villkor överlåta aktier till budgivaren. Till följd av att budgivaren av praktiska skäl inte kan förhandla med varje enskilda aktieägare om olika avtalsbestämmelser, blir det offentliga uppköpserbjudandet standardiserat.⁸ Eftersom en av grundprinciperna vid ett takeover-erbjudande är att målbolagets aktieägare skall likabehandlas, är det samtidigt rimligt att det måste vara standardiserat.⁹ Det följer därav att målbolagets aktieägare är berättigade till identiska avtalsvillkor oberoende av hur många aktier de besitter.¹⁰

Det är brukligt att budgivaren erbjuder aktieägarna en så kallad premie. Denna utgör skillnaden mellan det erbjudna priset och värdet på aktien enligt börskursen (när budet lämnas). Premien är till för att attrahera aktieägarna att acceptera erbjudandet. En budgivare kan som vederlag erbjuda målbolagets aktieägare såväl aktier i det egna bolaget som kontanter.

Efter publiceringen av pressmeddelandet skall en erbjudandehandling, ett så kallat prospekt, upprättas och offentliggöras.¹¹ Prospektet skall innehålla en mängd information till aktieägarna. Först efter prospektets offentliggörande börjar acceptfristen att löpa.¹² Därefter måste målbolagets styrelse uttala sin uppfattning om det lämnade budet inom skälig tid före acceptfristen utgång.¹³ Avtal kommer till stånd om aktieägarna accepterar erbjudandet inom den frist som budgivaren har föreskrivit.

2.2 Budgivarens motiv

I de allra flesta fall lämnas erbjudandet p.g.a. att budgivaren har en övertygelse om att bolaget under dennes kontroll är mer vinstgenererande än vad som är fallet under den rådande ledningen. Det förutsätts att budgivaren är beredd att erbjuda målbolagets aktieägare mer än

⁶ Se Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s 20

⁷ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 3

⁸ Se Kågerman, Pontus, Värdepappersmarknadens regelsystem, 2001, s 223

⁹ Se inledningen till NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv

¹⁰ Det finns företag med aktier av olika röstvärden (A- och B-aktier). Det är tillåtet att erbjudandet skiljer sig något åt mellan dessa aktieslag. Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 9.

¹¹ Se NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden om aktieförvärv, avsnitt V

¹² Se nedan under 6.2

¹³ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 14



vad de själva anser aktierna vara värda, för att det överhuvudtaget skall finnas något intresse att lämna ett offentligt uppköpserbjudande.¹⁴ När det beskrivna scenariot är för handen föreligger ett utrymme att träffa en uppgörelse. Detta brukar kallas parternas avtalsutrymme, eller ZOPA (Zone of Possible Agreements) från den engelskspråkiga förhandlingslitteraturen.¹⁵ Teorin är att offentliga uppköpserbjudanden leder till att målbolagets resurser kommer används på det mest effektiva sättet.¹⁶

2.3 NBK som regelskapare och AMN som regeltillämpare

Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund bildade 1968 NBK.¹⁷ Dessa två organisationer inrättade sedermera en nämnd för aktiemarknadsfrågor 1986, den så kallade AMN.¹⁸ AMN och NBK är sammanknutna genom Föreningen för Aktiemarknadsfrågor. Av föreningens stadgar framgår att syftet med NBK och AMN är att verka för god sed på aktiemarknaden.¹⁹ NBK verkar för god sed genom att utfärda regler, medan AMN genom uttalanden, rådgivning och information skall åstadkomma detsamma.

Det är viktigt att påpeka att NBK:s regler inte är offentlig lagstiftning och att det allmänna således inte är tvunget att efterkomma dem. Däremot måste noterade börsbolag efterleva dessa regler eftersom de inkorporerats i Stockholmsbörsens noteringsavtal och är därmed bindande för börsbolagen.²⁰ Det skall tilläggas att kommentarerna som följer direkt efter varje enskild bestämmelse är av lika stor betydelse som själva regeln.²¹ Kontrollen av att dessa regler faktiskt efterföljs utförs av börsens organ. De börsnoterade företagen riskerar påföljder såsom avnotering eller vite för det fall att överträdelsen är allvarlig.²²

AMN:s uttalanden ger uttryck för om en åtgärd står i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden, men är inte bindande för aktiemarknadens aktörer. Uttalandena från AMN har dock kommit att respekteras av aktiemarknaden och det är inte känt att det någonsin

¹⁴ Se Hansen, J L, The Mandatory bid rule – the rise to the prominence of a misconception, *Scandinavian Studies in Law*, Vol 45, 2003, s 175

¹⁵ Se Runesson, Eric M., *Avtals- och Tvistlösningsförhandling*, 2003, sid. 71

¹⁶ Se Hansen, J L, The Mandatory bid rule – the rise to the prominence of a misconception, *Scandinavian Studies in Law*, Vol 45, 2003, s 175

¹⁷ <http://www.naringslivetsborskommitte.se>

¹⁸ Munck, Johan, *Aktiemarknadsnämnden tio år*, SvJT 1996, s 899

¹⁹ Se § 13 och § 28

²⁰ Se Noteringsavtalet punkten 1 c)

[http://domino.omgroup.com/www/InfoSupervision.nsf/48b05a67b780646dc12569b6004124d6/5096ce7b3089fb1ac1256eae004169a2/\\$FILE/Noteringsavtalet.pdf](http://domino.omgroup.com/www/InfoSupervision.nsf/48b05a67b780646dc12569b6004124d6/5096ce7b3089fb1ac1256eae004169a2/$FILE/Noteringsavtalet.pdf)

²¹ Skog, Rolf, föreläsning i börsrätt på Handelshögskolan i Göteborg, vårterminen 2004

²² Se Noteringsavtalet punkten 4



förekommit att ett aktiemarknadsbolag har gått emot ett uttalande i ett konkret fall.²³ Det kan även tilläggas att det finns en viss prejudicerande effekt eftersom marknaden regelmässigt agerar i överensstämmelse med de principer som kan härledas ur tidigare uttalanden. AMN är dock inte en dömande instans och bör inte i första hand ses som ett disciplinärt organ på aktiemarknaden.²⁴ AMN har vidare inget sanktionssystem att tillgå.

Där är däremot tveksamt huruvida NBK:s regler och AMN:s uttalanden måste iakttas när budgivaren inte är ett svenskt börsnoterat bolag. Detta beror på om NBK:s regler och AMN:s uttalanden har ett vidare anseende såsom handelsbruk och sedvänja. Visserligen har samtliga börsbolag på Stockholmsbörsen haft att rätta sig efter NBK:s regler under årtionden, och därtill efterkommer aktiemarknaden i stor utsträckning AMN:s uttalanden. Det måste emellertid inte nödvändigtvis innebära att de utgör handelsbruk och sedvänja. Denna problematik skulle man dock kunna komma tillrätta med när EG-direktivet skall implementeras i svensk rätt.²⁵ Genom att införliva NBK:s regler i svensk rätt skulle det inte längre vara av intresse om NBK:s regler och AMN:s uttalanden utgör handelsbruk och sedvänja.

2.4 NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv

Budgivares offentliga uppköpserbjudanden regleras av NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Samtliga hänvisningar här nedan avser dessa regler om inget annat uttryckligen framgår. En så kallad rekommendation om offentliga erbjudanden utarbetades för första gången 1971 av NBK.²⁶ Rekommendationen hämtade sina grunddrag från Englands CCTM. Därefter har denna rekommendation reviderats vid fyra tillfällen.²⁷ Den senaste reviderade versionen trädde i kraft den 1 september 2003 och är alltså gällande. Reglerna gäller för såväl svenska som utländska budgivare när erbjudandet avser finansiella instrument utgivna av ett svenskt bolag vars aktier är noterade på en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.²⁸

2.5 Förutsättningar för att få lämna ett uppköpserbjudande

²³ Munck, Johan, Aktiemarknadsnämnden tio år, SvJT 1996, s 900

²⁴ Munck, Johan, Aktiemarknadsnämnden tio år, SvJT 1996, s 902

²⁵ Se nedan under 3.4.2

²⁶ NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (2003-09-01), s 2

²⁷ 1988, 1999, samt vid två tillfällen 2003

²⁸ Se avsnitt I punkten 1



Det finns ett intresse hos aktörerna på börsen att kunna förlita sig på att budgivaren har en allvarligt menad avsikt att genomföra erbjudandet, samt därtill har förmågan att realisera planerna.²⁹ Offentliga uppköpserbjudanden påverkar prissättningen av såväl budgivarens som målbolagets aktier. Det är därför viktigt att aktiekurser inte snedvrids av takeovers som användas av illojala skäl.

Dessa bakomliggande intressen har medfört att ett offentligt erbjudande endast får lämnas efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet.³⁰ Det handlar exempelvis om att en budgivare måste försäkra sig om att det finns finansiella resurser att genomföra erbjudandet, för det fall att vederlaget för målbolagets aktier skall utgöra kontanter.³¹ Däremot ställs inga krav på att budgivaren har försäkrat sig om att eventuellt nödvändiga myndighetstillstånd kommer att erhållas. Inte heller att ett eventuellt nödvändigt bolagsstämmebeslut kommer att fattas. Det är med andra ord budgivarens vilja och förmåga som är avgörande vid denna bedömning. Det är mindre relevant hur goda budgivarens möjligheter är att nå framgång med erbjudandet.

3. BUDGIVARENS BUNDENHET VID OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN

3.1 Utgångspunkt

Huvudregeln är att ett erbjudande som offentliggjorts i ett pressmeddelande inte får återkallas. Detta följer av NBK avsnitt II punkten 5. När detta förfarande sker i Tyskland är utgångsläget detsamma som i Sverige. Där har dock den så kallade Übernahmekodex, en självreglering som tidigare gällde, ersatts av lagstiftning. WpÜG³², som lagen heter, gäller sedan den 1 januari 2002. Enligt § 18 (2) denna lag är det förbjudet för en budgivare att uppställa en rätt att få återkalla eller annorledes resignera från ett lämnat erbjudande.

WpÜG har, liksom de flesta länder i Europa, influerats av Englands CCTM. I likhet med NBK är detta inte en lagstiftningsprodukt utan en självreglering, som dock har tillgång till

²⁹ Se Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s 18

³⁰ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 1

³¹ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, kommentar till avsnitt II punkten 1

³² BGBl I 2001, 3822, finns att tillgå på: http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/wp_g/htmltree.html



vissa offentligrättsliga sanktioner vid överträdelser.³³ Trots att CCTM är utförlig, saknas det ett tydligt ställningstagande i frågan om en obegränsad rätt att få återkalla ett erbjudande. Det finns inget som tyder på att budgivaren skulle ha en förbehållslös möjlighet att när som helst kunna återkalla ett erbjudande. Tvärtom talar den omständigheten att det finns begränsningar i budgivarens rätt att få villkora offentliga uppköpserbjudanden, i sektion G av denna kod, att det antagligen inte är tillåtet heller i England att uppställa en obegränsad återkallelseserätt av erbjudandet. Att göra budet beroende av villkor är trots allt mindre ingripande än en obegränsad återkallelseserätt.

Det skall klargöras att vissa ändringar kan ske i budet utan att det för den sakens skull rör sig om en återkallelse med ett därtill följande nytt lämnat erbjudande. I samtliga tre länder tillåts budgivaren revidera det offentliga uppköpserbjudandet om det innebär att vederlaget för målbolagets aktieägare förbättras eller att uppställda fullföljandevillkor slopas.³⁴

3.2 Fullföljandevillkor

Såsom antytts är inte regeln om att offentliga uppköpserbjudanden inte kan återkallas oinskränkt. Budgivaren medges möjligheter att till viss del undkomma den beskrivna bundenheten. Erbjudandet får göras beroende av att vissa förutsättningar uppfylls. Budgivaren kan uppställa villkor som har en inneboende potential att få hela budet att tillintetgöras, vilket ingående kommer att behandlas strax.³⁵

Möjligheten att uppställa fullföljandevillkor innebär således en uppluckring av huvudregeln. Detta beror på att det inte i alla situationer är tänkbart att låta budgivaren stå risken. Samtidigt finns det flertalet faktorer som inte budgivaren har makten över men som är avgörande för att budet skall kunna genomföras. Det är således inte ovanligt att en budgivare i vissa situationer har ett behov av att kunna frånträda det lämnade erbjudandet.

Det är inte oproblemiskt att avgöra hur pass långt möjligheten att få uppställa fullföljandevillkor bör sträcka sig. Det har länge rått näst intill avtalsfrihet på området för fullföljandevillkor. Denna frihet har dock kommit att inskränkas alltmer. NBK:s utgångspunkt är dock fortfarande, enligt avsnitt II punkt 4, att det är tillåtet för budgivaren att uppställa

³³ Se "The Code" på <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>

³⁴ Se WpÜG 21 § och Davies, Paul, Gower's Principles Of Modern Company Law, 6e uppl, 1997, sid. 800

³⁵ Se nedan under 3.2.2 till 3.2.4



fullföljandevillkor. Denna rätt är dock långt ifrån lika omfattande sedan AMN uttalat, framförallt i Perstorp-fallet, att det finns ett behov att begränsa friheten att använda sig av fullföljandevillkor.

3.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 (Perstorp)

Med anledning av Perstorp-fallet blev det nödvändigt för AMN att uttala sig om hur fullföljandevillkor får utformas. Bakgrunden var att Perstorp Intressenter AB ("PI"), ett av Industri Kapital AB konstruerat budbolag, lade ett offentligt bud på Perstorp AB om att få förvärva samtliga aktier och konvertibler. PI villkorade erbjudandet med ett antal förbehåll, varav det som blev avgörande för utgången föreskrev att "sedvanliga villkor för utbetalning av den del av förvärvsfinansieringen som avses ske genom lån uppfylls". Det var en nödvändighet att dessa villkor uppställdes, eftersom de kreditbolag som skulle svara för lånefinansieringen i sina kreditlöften uppställt vissa villkor. Ett av dessa stadgade att utbetalning endast skulle äga rum om Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkades negativt innan erbjudandet fullföljdes.

Under acceptfristen uppvisade Perstorp AB ett väsentligt sämre resultat och mer osäkra framtidsutsikter än väntat. Kreditgivarna ansåg förutsättningarna vara sådana att deras kreditlöften inte längre var gällande. PI ansåg därmed att det uppställda villkoret om förvärvsfinansiering brustit, vilket föranledde PI att återkalla det lämnade erbjudandet. AMN fann att det inte var god sed på aktiemarknaden att uppställa fullföljandevillkor där det inte är möjligt att objektivt fastställa om det uppfyllts eller ej.

3.2.2 Förbudet mot subjektivt utformade fullföljandevillkor

När NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv därefter reviderades, blev följden att det infördes strängare regler om vilka slags villkor som får uppställas vid ett offentligt uppköpserbjudande. Den främsta nyheten var att ett uppställt fullföljandevillkor inte fick vara subjektivt utformat. Uppfyllandet av ett uppställt villkor får således inte vara beroende av en omständighet som budgivaren, eller någon som agerar i samförstånd med denne, råder över. Regeln återfinns i NBK avsnitt II punkt 4 andra stycket. Denna regel härstammar, som det mesta inom takeover regleringen, från CCTM. Den återfinns i sektion G, där regel 13 stadgar att ett fullföljandevillkor inte får uppställas om det ligger i händerna på



budgivaren att avgöra om det uppfyllts eller ej.³⁶ Bestämmelsen har inte heller undgått de tyska lagstiftarna och återfinns likaså i WpÜG § 18.

Kravet på objektivitet vid uppställande av fullföljandevillkor, bygger på tanken att marknaden skall kunna bedöma förutsättningarna för erbjudandets genomförande.³⁷ Offentliga uppköpserbjudanden skall följaktligen, så långt det är möjligt, präglas av enkelhet och tydlighet.³⁸ Detta beror på att det är angeläget, inte bara för aktieägarna i målbolaget, utan även för samtliga aktörer på värdepappersmarknaden, att veta vad som krävs för att det offentliga uppköpserbjudandet skall kunna återgå. På så vis ökar förutsebarheten. Denna regel avser vidare att förhindra att budgivaren skall utnyttja det uppställda villkoret för att komma ifrån ett bud som vid ett senare skede visat sig vara mindre förmånligt, av andra skäl än det som villkoret tar sikte på.

3.2.3 Accepterade fullföljandevillkor

Fullföljandevillkor får uppställas om de är utformade på så vis att det objektivt kan fastställas om de uppfyllts.³⁹ Därtill fordras att villkoret inte konstrueras så att uppfyllelsen av fullföljandevillkor ligger i budgivarens händer. Såvida fullföljandevillkoren utformas i enlighet härmed, finns det inga hinder mot att budgivare gör budet beroende av alla tänkbara möjliga förutsättningar. Det så kallade trappstegsbudet är ett exempel på hur ett sådant fullföljandevillkor kan komma till uttryck. Ett trappstegsbud är konstruerat på det sättet att desto fler som accepterar budet, desto mer utgår i betalning till samtliga aktieägare som accepterat erbjudandet.⁴⁰ Detta är än så länge inte ett särskilt vanligt förekommande villkor i Sverige, men det förekommer relativt ofta utomlands.

När målbolagets aktieägare utlovas en kontant likvid för sina aktier, blir den totala köpeskillingen i regel betydande. Då blir i många fall en extern finansiär en förutsättning för att budgivaren överhuvudtaget skall kunna lämna ett offentligt uppköpserbjudande. Det är dock inte ovanligt att finansiären gör utbetalningen av krediten avhängig vissa villkor. Budgivaren tillåts därför i sin tur uppställa ett fullföljandevillkor där det offentliga

³⁶ Se Davies, Paul, Gower's Principles Of Modern Company Law, 6e uppl, 1997, sid. 794

³⁷ Se Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s 26

³⁸ Se Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s 23

³⁹ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 1

⁴⁰ Froste, Calle, Näringslivet tricksar bort självbestämmandet, Affärsvärlden nr 39, 22 September 2004, sid. 38



uppköpserbjudandet blir beroende av att denne erhåller utbetalningen av kreditbeloppet.⁴¹

Förutsättningen är dock att det objektivt kan fastställas när uppfyllandet av kreditvillkoren har inträffat. I Perstorp-fallet kunde det inte objektivt fastställas när det omtvistade kreditvillkoret var uppfyllt, eftersom kreditgivaren gjort lånet beroende av utvecklingen i målbolagets verksamhet.

Det finns fullföljandevillkor där det är ofrånkomligt att inslag av subjektivitet kommer att förekomma vid bedömningen av ett villkors uppfyllelse. Trots det tillåter NBK ett speciellt fullföljandevillkor av detta slag.⁴² Det accepteras att budgivaren uppställer ett fullföljandevillkor om att denne erhåller nödvändiga myndighetstillstånd *på för honom* acceptabla villkor. Detta villkor brukar främst uppställas för att budgivaren skall kunna gardera sig mot risken att komplikationer med konkurrensmyndigheten uppstår. Beslut om myndighetstillstånd kan innebära att förvärvet i och för sig godkänns, men endast under förutsättning att budgivaren vidtar vissa ingripanden, som totalt förändrar förutsättningarna att fullfölja budet. Det har ansetts vara upp till budgivaren att avgöra när myndigheternas krav är allt för betungande. Budgivaren är dock skyldig att göra sitt bästa för att få tillståndet.⁴³

Det finns härutöver accepterade fullföljandevillkor listade i NBK avsnitt II punkten 5 andra stycket. Det första som omnämns är det villkor som tillgodoser budgivarens behov att inte vara bunden av sitt erbjudande när aktieägarnas anslutningsgrad är under en viss nivå. Budgivaren har sällan något intresse av att fullfölja ett offentligt uppköpserbjudande om inte en bestämd majoritet bland aktieägarna uppnås.⁴⁴ Enligt samma punkt medges budgivaren en rätt att få uppställa villkor om att få återkalla sitt erbjudande om inte ett visst beslut fattas vid bolagsstämman i budgivarbolaget alternativt målbolaget. Det kan exempelvis handla om att budgivarbolaget behöver fatta ett bolagsstämmobeslut om en nyemission, för att tillse att köpeskillingen skall kunna erläggas med egna aktier. Vidare får fullföljandevillkor uppställas som möjliggör en återkallelse för det fall att ett konkurrerande bud lämnas. Budgivaren kan sålunda slippa vara bunden om en annan budgivare erbjuder sig att förvärva aktier i målbolaget på villkor som för överlåtaren är förmånligare.

⁴¹ Se avsnitt II punkten 4 fjärde stycket

⁴² Se avsnitt II punkten 4 tredje stycket

⁴³ Hellner, Jan, Kommersiell Avtalsrätt, 4e uppl., 2002, s 36

⁴⁴ Oftast är det 90% som brukar uppställas eftersom budgivaren då kan tvångsinlösa de resterande 10%, se ABL 14:31



3.2.4 MAC-villkor

Det finns även fullföljandevillkor som går ut på att budgivaren skall få återkalla det lämnade budet med hänvisning till exempelvis utvecklingen av bolagets verksamhet, resultat och ekonomiska ställning, eller till förändringar i det allmänna marknadsläget. Dessa fullföljandevillkor brukar benämnas MAC-villkor (Material Adverse Change) och förekommer internationellt.⁴⁵ Trots att budgivare torde ha ett särskilt stort behov att gardera sig mot denna risk, är det tveksamt om sådana fullföljandevillkor kan uppställas. Det tillåts endast om villkoret är så preciserat att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts. Av den orsaken att det rör sig om ekonomiska omständigheter som budet görs beroende av, torde det krävas att en revisor skall kunna verifiera om villkoret är uppfyllt.⁴⁶ Det är svårt att utforma MAC-villkor som täcker alla tänkbara förhållanden som kan påverka målbolagets ekonomiska ställning avsevärt negativt, utan att samtidigt göra dem alltför allmänt hållna. Budgivare på den svenska värdepappersmarknaden lär därför uppleva det som minst sagt besvärligt att uppställa objektivt fastställbara MAC-villkor som samtidigt står helt i överensstämmelse med önskade återkallelsemöjligheter.

3.3 Återkallelse av offentliga uppköpserbjudanden

Det ställs flera krav på en budgivare för att få återkalla ett offentligt uppköpserbjudande. Det är inte tillräckligt att budgivaren kan visa att fullföljandevillkoret har utformats på ett korrekt sätt samt den uppställda förutsättningen inte uppfyllts. NBK kräver härutöver att den bristande uppfyllelsen av villkoret är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.⁴⁷ Detta krav gäller dock inte för fullföljandevillkor om att en viss anslutningsgrad uppnås, om att ett visst bolagsstämmobeslut fattas i budgivar- alternativt målbolaget, samt om att ett förmånligare konkurrerande bud inte lämnas. I samtliga fall krävs det vidare att det åberopade fullföljandevillkoret återfanns i pressmeddelandet.⁴⁸ När förutsättningar för en återkallelse föreligger, skall återkallelsen offentliggöras. Det fordras dock inte att samtycke av något slag inhämtas innan en återkallelse kan äga rum. Däremot måste budgivaren vara beredd på att återkallelsen kan komma att klandras hos AMN.

⁴⁵ Se Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s 24

⁴⁶ Se kommentar till avsnitt II punkten 4

⁴⁷ Se avsnitt II punkten 4 sista stycket och avsnitt II punkten 5

⁴⁸ Se avsnitt II punkten 3



Problem kan uppstå när en budgivare inte har rätt att återkalla sitt erbjudande men det samtidigt inte finns några möjligheter att genomföra budet. Det är då otänkbart att göra gällande att ett fullföljandevillkor var underförstått så länge det inte finns medtaget i såväl det offentliggjorda pressmeddelandet som erbjudandehandlingen till aktieägarna. Detta inträffade 2003 när OPC Enterprises Sweden AB ("OPC") försökte förvärva samtliga aktier i aktiemarknadsbolaget Optovent. OPC valde att inte villkora sitt offentliga uppköpserbjudande av att finansiering kunde erhållas. Trots det återkallades senare det offentliga uppköpserbjudandet med hänvisning till att den kredit som utlovats inte kunde utbetalas av kreditgivaren. Detta gav upphov till ett uttalande av AMN.⁴⁹

OPC hade av det portugisiska företaget Business Land Trading fått ett ovillkorat och oåterkalleligt finansieringsåtagande. Denna kredit skulle mer än väl täcka utbetalningarna för erbjudandet. Olyckligtvis uppfyllde Business Land Trading inte sitt finansieringsåtagande och OPC saknade därmed möjligheter att fullgöra sina skyldigheter. AMN riktade allvarlig kritik mot OPC samt dess rådgivare. AMN menade att det offentliga uppköpserbjudandet antingen skulle ha villkorats vid att Business Land Trading fullföljde sitt kreditlöfte, eller så skulle OPC ha avvaktat med erbjudandet till dess att medlen de facto influtit. I praktiken behövde således OPC inte fullfölja erbjudandet.

3.4 Offentliga uppköpserbjudanden inom EG

Den 2 oktober 2002 lade kommissionen fram ett nytt direktivförslag om offentliga uppköpserbjudande. Efter att direktivförslaget hade undertecknats av både europaparlamentet och rådet den 21 april 2004, publicerades det i "the official journal".⁵⁰ Det följer därav att direktivet måste implementeras i nationell rätt inom två år från och med publiceringsdatumet. Svenska lagändringar kan således förväntas ske fram till och med våren 2006.

3.4.1 Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2004/25/EC

Redan i förordet till direktivet framkommer medlemsstaternas syn på avtalsmekanismerna vid offentliga uppköpserbjudanden. Där sägs det i punkt 22, att medlemsstaterna skall införa regler om erbjudandets oåterkallelighet samt tillåtna villkor. Detta inledande uttalande regleras sedermera i direktivets artikel 13, som lyder (min kursivering):

⁴⁹ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:29 (Optovent)

⁵⁰ Official Journal L142, den 30 april 2004, s 12,
http://europa.eu.int/eur-lex/en/archive/2004/l_14220040430en.html



Medlemsstaterna skall dessutom fastställa regler om förfarandet för uppköpserbjudanden i åtminstone följande avseenden:

- a) *Acceptfristen.*
- b) *Ändring av erbjudanden.*
- c) *Offentliggörande av resultatet av erbjudandet.*
- d) ***Erbjudandets oåterkallelighet och tillåtna villkor***

Med hänsyn till att offentliga uppköpserbjudanden som huvudregel är oåterkalleliga i de tre jämförda länderna, får det anses föga förvånansvärt att medlemsstaterna enades om en sådan lösning. Däremot lämnar direktivet ett obegränsat utrymme för medlemsstaterna att avgöra vilka fullföljandevillkor som skall tillåtas. Detta skulle kunna leda till att budgivare får erfara avsevärda skillnader i hur fria de är att villkora sina erbjudanden, helt beroende på vilken medlemsstats börs som målbolaget är noterat vid.

3.4.2 Implementering av direktivet

Med anledning av att medlemsstaterna slutligen kunde enas om ett EG-direktiv på takeoverområdet, fattade regeringen beslut om att tillsätta en utredning om uppköpserbjudanden.⁵¹ Utredningen lyder under justitiedepartementet och leds av regeringsrådet Göran Schröder. Enligt direktiven för utredningen skall det lämnas förslag till hur rådets och europaparlamentets direktiv om uppköpserbjudande skall inkorporeras i svensk rätt.⁵² Uppdraget skall redovisas före midsommar 2005.

Om denna utredning ämnar modifiera avtalsmekanismerna vid offentliga uppköpserbjudande är ovisst. Det finns inget som tyder på det i kommittédirektivet. Däremot framkommer att en av huvudfrågorna i denna utredning är om direktivets genomförande kan uppfyllas genom regler som meddelas av ett privaträttsligt organ såsom NBK. Det förefaller vara i överensstämmelse med direktivet att behålla en sådan ordning.⁵³ Likväl skall utredaren överväga för- och nackdelar med de olika alternativen att inkorporera direktivet i svensk rätt. Genom att implementera takeover-direktivet i den offentliga lagstiftningen möjliggör man

⁵¹ Ju 2004:06, <http://www.sou.gov.se/utredningar/departementsordning/justitie/>

⁵² Justitiedepartementets direktiv 2004:38, sid. 2

⁵³ Justitiedepartementets direktiv 2004:38, sid. 3



utnyttjandet av såväl civilrättsliga som straffrättsliga sanktioner vid regelöverträdelser på detta område.

3.4 Intresseavvägning

Den komparativa studien uppvisar en gemensam inställning för att offentligt lämnade uppköpserbudanden inte skall kunna återkallas. När ett bud lämnats innebär det en betydande ansträngning för målbolaget och påverkar dess dagliga affärsverksamhet. En av de underliggande tankarna är att målbolaget inte skall förhindras att utöva sin affärsverksamhet utan grundad anledning.⁵⁴ Av denna princip följer att målbolag bör skyddas från erbjudanden som allt för enkelt kan återkallas av budgivaren. På så vis motverkas utnyttjandet av offentliga uppköpserbudanden i illojala syften. Följaktligen valdes att i så stor omfattning som möjligt begränsa en budgivares möjligheter att uppställa fullföljandevillkor som denne kan utnyttja för att utöka sina återkallelsemöjligheter. Samtidigt har man i samtliga tre jämförda länder, samt EG, ansett att det för budgivarens intresse av och förmåga att fullfölja ett erbjudande, kan vara av avgörande betydelse att vissa förutsättningar är för handen när erbjudandet fullföljs.⁵⁵

Trots de starka intressena bakom offentliga uppköpserbudandens oåterkallelighet, medges således vissa möjligheter att låta dem återgå genom att uppställa fullföljandevillkor. I slutändandan handlar det om att väga aktieägarna i målbolagets intresse av att kunna bedöma vilka förutsättningar budet har att bestå, mot budgivarens intresse av att kunna använda sig av fullföljandevillkor för att överhuvudtaget ha förmågan att kunna lämna ett offentligt uppköpserbudande.

4. ÄR ETT OFFENTLIGT UPPKÖPSERBUDANDE ETT RÄTTSLIGT BINDANDE ANBUD I AVTALSRETTSLIG MENING?

4.1 Anbudets bindande verkan

Ett anbud är en viljeyttring som ger uttryck för en parts önskan att ingå avtal under de i anbudet angivna förutsättningarna. Det är anbudet som sätter igång avtalsmekanismen enligt

⁵⁴ Se Lovells Law Firm, German Takeover Act, Juli 2002, sid. 3, <http://www.lovells.com/germany/ControlServlet/de/publication/pubId/474>

⁵⁵ Se Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s 23



AvtL.⁵⁶ Det framgår av 1 § AvtL att huvudregeln är att ett anbud, som mottagits av den eller dem som det är riktat till, är bindande för anbudsgivaren.⁵⁷ Det rör sig således om en ensidig bundenhet som upphör enbart för de fall att mottagaren avslår anbudet, alternativt att acceptfristen löper ut innan mottagaren bestämt sig för att anta det. När mottagaren av anbudet väljer att acceptera det lämnade anbudet, övergår budgivarens bundenhet till ett för båda parterna ömsesidigt förpliktigande avtal.

Efter det att ett erbjudande har kommit till mottagarens kännedom, men innan det har accepterats av mottagaren, finns en inneboende problematik som hänför sig till möjligheten att återkalla anbudet. I de nordiska länderna gäller vad som i doktrinen har benämnts 'löftesprincipen'.⁵⁸ Denna princip innebär att ett anbud inte kan återkallas om det inte framgår av detta att det kan återkallas eller inte är bindande.⁵⁹ Bundenheten innebär inte enbart att avgivaren inte längre kan avstå från att ingå avtalet om det accepteras. Det får även till följd att det pris som angetts i anbudet inte kan ändras.⁶⁰

4.2 Löftesprincipen kontra kontraktsprincipen

De nordiska reglerna om anbudets bindande verkan är inte av universell natur.

Utgångspunkten i Sverige att ett anbud skall vara bindande och därmed inte kunna återkallas, är inte på något sätt given i andra rättsordningar. Den ovan presenterade löftesprincipen är exempelvis inte gängse i länder som England och USA.⁶¹ Där tillämpas istället den så kallade kontraktsprincipen. Kontraktsprincipen utgår ifrån att anbudet blir bindande först i och med att mottagaren accepterar det.⁶² Fram till dess att erbjudandet ännu inte accepterats, är det således fritt fram för anbudsgivaren att återkalla det framlagda anbudet. Huvudregeln enligt denna princip är således den rakt motsatta mot vad som gäller i de nordiska länderna. Denna skillnad mellan löftes- och kontraktsprincipen gör sig dock inte gällande för det fall att ett anbud omedelbart accepteras av mottagaren. Det är först när mottagaren inte ännu har bestämt sig, och acceptfristen fortfarande löper, som skillnaderna mellan de två principerna uppenbarar sig.

⁵⁶ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 103

⁵⁷ Se Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001, s 70 f

⁵⁸ Se Adlercreutz, Axel, Avtalsrätt I, 11e uppl., 2000, s 48. Se även Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001, s 71 och Andersen, M B, Grundlæggende aftaleret, 1a uppl., 2002, s 478.

⁵⁹ Se AvtL 9 §

⁶⁰ Se Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001, s 71

⁶¹ Se Hellner, Jan, Kommersiell Avtalsrätt, 4e uppl., 2002, s 29. Se även Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001, s 71 f och Andersen, M B, Grundlæggende aftaleret, 1a uppl., 2002, s 91

⁶² Se Atiyah, P S, An introduction to the law of contract, 1995, s 56



Kontraktsprincipen är den av de två principerna som vunnit genomslag på den internationella arenan. CISG, som är en FN-konvention⁶³ angående avtal om internationella köp varor, utgår ifrån denna princip. Det framgår av dess artikel 16 att utgångspunkten är att ett anbud kan återkallas ända till dess att mottagaren har accepterat det. CISG har ratificerats av 63 stater, däribland Sverige.⁶⁴ Konventionen har implementerats i svensk rätt genom den internationella köplagen.⁶⁵ Till följd av den fundamentala skillnaden mellan de två principerna, valde såväl Sverige som andra länder som tillämpar löftesprincipen, att göra undantag från den delen av CISG som handlar om ingående av avtal (part II). Likväl gäller kontraktsprincipen i såväl UNIDROIT Principles som PECL, se artikel 2.4 respektive 2:202. Dessa sistnämnda kodifieringar ger uttryck för allmänna avtalsrättsliga principer i de västerländska rättssystemen.⁶⁶

4.3 Kriterier för uppfyllelsen av ett rättsligt bindande anbud

Enligt den allmänna avtalsrätten är ett erbjudande, som inte uppfyller kriterierna för ett anbud, att betrakta som en uppfordran till mottagaren att inkomma med anbud. Ett erbjudande av detta slag har överhuvudtaget ingen bindande verkan för avgivaren. Det får dock anses uteslutet att ett villkorat offentligt uppköpserbudande är att betrakta som en uppfordran att inkomma med anbud. Detta stämmer inte överens med NBK:s regler, där utgångspunkten är att ett offentligt uppköpserbudande inte får återkallas. Trots allt kommer ett avtal i regel till stånd i och med att aktieägarna accepterar erbjudandet. Det är enbart i undantagsfall som fullföljandevillkor inte uppfylls och aktieägarnas accept inte leder till ett får båda parterna ömsesidigt förpliktigande avtal. Det kan för övrigt noteras att det i WpÜG uttryckligen framgår att är det förbjudet med en på börserna öppen inbjudan för målbolagets aktieägare att inkomma med anbud till budgivaren.⁶⁷

Det är inte tillräckligt att rubricera ett erbjudande 'anbud' för att det skall bli rättsligt bindande. Avgörande blir istället vad som uttryckligen framgår av texten i meddelandet. Det handlar således om att bedöma om innehållet i ett offentligt uppköpserbudande uppfyller de kriterier som uppställs i den allmänna avtalsrätten.

⁶³ Wien, 11. April 1980

⁶⁴ <http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/countries/cntries.html>

⁶⁵ SFS 1987:822

⁶⁶ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 21

⁶⁷ Se § 17



4.3.1 Bestämd adressat

För att det skall vara fråga om ett rättsligt bindande anbud, har det i den avtalsrättsliga doktrinen uppställts ett krav på att meddelandet måste rikta sig till en tämligen bestämd adressat.⁶⁸ Det är framförallt när en anbudsgivare riktar ett masserbjudande, som det inte är utan svårighet att bedöma om detta kriterium är uppfyllt.⁶⁹ Exempel på sådana masserbjudanden är bl.a. annonser i tidningar, webbsidor på Internet, skyltfönster och cirkulär. För det fall att ett sådant erbjudande är likalydande för alla dem som accepterar det, i kombination med att det är betydelselöst vem som blir anbudsgivarens medkontrahent, finns det en risk att det istället anses vara ett så kallat utbud. Verkan av att det anses vara ett utbud, istället för ett bindande anbud, är att mottagarna av erbjudandet inte får till stånd ett för parterna bindande avtal genom att acceptera. Istället blir utbudet en uppfordran för mottagarna av erbjudandet att inkomma med anbud.

När ett bolag noteras på en registrerad värdepappersmarknad utbjuds dess aktier till allmänheten. Det följer av en börsintroduktion att ägandet i bolaget blir utspritt på mängder av aktieägare. Denna spridning innebär att en budgivare som vill förvärva samtliga aktier, svårligen kan förhandla om individuella avtalsvillkor med varje enskild aktieägare. Istället får budgivaren förlita sig på att rikta ett offentligt uppköpserbjudande till samtliga presumtiva säljare. Detta masserbjudande sker i form av ett pressmeddelande. Trots att erbjudandet riktar sig till många får adressaten anses vara bestämd. Budgivaren är nämligen inte likgiltig inför vem som blir dennes medkontrahent. Tvärtom är erbjudandet endast ämnat för dem som äger aktier i målbolaget. Antalet aktier är vidare fixerat vid den mängd som målbolaget har valt att emittera. Antalet aktieägare må variera från tid till annan, men det förtar inte det förhållande att adressaten är bestämd. Följaktligen får kravet på bestämd adressat anses uppfyllt vid ett offentligt uppköpserbjudande.

4.3.2 Definitivt ställningstagande

För att ett erbjudande skall anses vara ett anbud i avtalslagens mening måste det kunna ligga till grund för ett avtal. Detta innebär att det måste röra sig om en viljeförklaring som har

⁶⁸ Se Adlercreutz, Axel, Avtalsrätt I, 11e uppl., 2000, s 52

⁶⁹ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 105. Se även Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001, s 183 och Andersen, M B, Grundlæggende aftaleret, 1a uppl., 2002, s 370.



karaktären av ett definitivt ställningstagande. Det följer därav att det efter en accept inte skall krävas någon ytterligare viljeförklaring av parterna för att ett avtal ska komma till stånd.

Huvudregeln att ett offentligt uppköpserbudande är oåterkalleligt stämmer överens med kravet på ett definitivt ställningstagande. Det förhållandet att ett takeover-bud är beroende av att fullföljandevillkoren uppfylls, förtar inte dess definitiva karaktär. Detta beror på att uppfyllelsen av dessa villkor ligger utanför budgivarens kontroll. Offentliga uppköpserbudanden hade däremot inte varit definitiva ställningstaganden om det förblev budgivarens valmöjlighet att avgöra om denne ville vara bunden. Det utslagsgivande vid bedömningen om ett erbjudande är ett definitivt ställningstagande är således inte om det förekommer villkor, utan hur dessa villkor utformats. Fullföljandevillkoren som accepteras av NBK är inte av det slag att de ger budgivaren en frihet att ändra sitt ställningstagande som en gång lämnats i och med offentliggörandet av budet.

4.3.3 Återkallelse

Den finns stöd för att ett anbud förblir ett anbud även om det uppställts en rätt att få återkalla det. Det framgår av AvtL 1 § 2 st att vad som stadgas 2-9 §§ inte länder till efterrättelse om annat följer av anbudet. Den dispositiva bestämmelsen i 7 §, som i och för sig avser fall där mottagaren ännu inte tagit del av anbudet, ger uttryck för en möjlighet att återkalla anbud. Det förefaller således vara en allmän avtalsrättslig princip att budgivaren är herre över avtalsslutandet och att denne således kan utvidga återkallelsemöjligheterna.⁷⁰ Detta utan att samtidigt frånta det offentliga uppköpserbudandet dess egenskap av ett anbud. Mottagaren av ett anbud har trots allt full frihet att anta det, och därmed binda avgivaren, fram till den tidpunkt då det återkallas. Enligt den avtalsrättsliga doktrinen får det anses troligt att även om avgivaren har uppställt en återkallelserätt av något slag, det fortfarande är att betrakta som ett anbud i avtalslagens mening (dock inte rättsligt bindande).⁷¹ Det förutsätter emellertid att de andra kriterierna för ett rättsligt bindande anbud är uppfyllda.⁷²

Uppställandet av fullföljandevillkor vid offentliga uppköpserbudande kan inte jämföras med en oinskränkt återkallelserätt. Budgivaren får endast återkalla sitt bud när de uppställa

⁷⁰ Se Hellner, Jan, *Kommersiell Avtalsrätt*, 4e uppl., 2002, s 30. Se även Adlercreutz, Axel, *Avtalsrätt I*, 11e uppl., 2000, s 27

⁷¹ Se Hellner, Jan, *Kommersiell Avtalsrätt*, 4e uppl., 2002, s 29. Se även Adlercreutz, Axel, *Avtalsrätt I*, 11e uppl., 2000, s 51

⁷² Se ovan under 5.3



villkoren inte uppfyllts; förutsättningar som budgivaren inte råder över. Det rör sig således om att det offentliga uppköpserbudandet återtas till följd av utomstående förhållanden snarare än att budgivaren medvetet väljer att återkalla det. Det är för övrigt inte ovanligt det vid andra stora transaktioner förekommer att såväl anbud som avtal innehåller villkor som har en potential att få uppgörelsen att återgå. Förekomsten av fullföljandevillkor innebär således inte att offentliga uppköpserbudanden inte kan utgöra ett rättsligt bindande anbud.

4.3.4 Resultat

Det offentliga uppköpserbudandet förefaller uppfylla de uppställda kriterierna för ett rättsligt bindande anbud. Det finns emellertid vissa säregna avtalsmekanismer under acceptfristen som får till följd att en fullständig överensstämmelse med det rättsligt bindande anbudet inte kan anses föreligga.

4.4 Utmärkande avtalsmekanismer vid takeovers

Avtalsmekanismerna vid offentliga uppköpserbudandens innehåller inslag jämförbara med såväl löftes- som kontraktsprincipen. Å ena sidan är utgångspunkten, i linje med löftesprincipen, att ett takeover-erbjudande inte får återkallas. Å andra sidan tillåts i vissa fall budgivaren återkalla det offentliga uppköpserbudandet till följd av att ett fullföljandevillkor inte uppfyllts. Denna återkallelserätt är dock mer vidsträckt än den som gäller enligt kontraktsprincipen. Budgivaren tillåts i enlighet med ett uppställt fullföljandevillkor återkalla det lämnade offentliga uppköpserbudandet ända fram till acceptfristens utgång, oavsett om aktieägarna redan hunnit acceptera budet.

Den mekanism som är främmande vid ett offentligt uppköpserbudande, i jämförelse med det rättsligt bindande anbudet, är att aktieägarna tillåts återkalla sina lämnade accepter. Under förutsättning att budgivarens erbjudande fortfarande är villkorat, får detta ske fram till den tidpunkt som i erbjudandet angetts som den sista för accept.⁷³ Detta är i motsatsförhållande till vad som gäller när ett rättsligt bindande anbud accepterats av mottagaren, vilket omöjliggör en återkallelse av såväl anbud som accept. Det uppkomna avtalet kan då endast återgå om parternas uppställda villkor inte uppfylls. Den slutgiltiga bundenheten vid ett takeover-erbjudande inträder således vid ett senare skede än vad som vanligen är fallet. Inte förrän

⁷³ Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 7



acceptfristen löpt till ända blir båda parter bundna av sina rättshandlingar. Acceptfristen förlängs emellertid om fullföljandevillkoren inte uppfyllts när acceptfristen löpt till ända.

Det skall tilläggas att en aktieägare inte behöver försälja sina aktier till budgivaren när ett offentligt uppköpserbudande har lämnats. Aktierna är alltså fritt överlåtbara på börsen under acceptfristen. På så vis kan aktieägarna undgå att behöva invänta att fullföljandevillkoren uppfylls, och istället försälja aktierna direkt över värdepappersmarknaden. Ofta lär det vara budgivaren som är köparen av dessa aktier över börsen. På värdepappersmarknaden får aktieägarna vanligen det pris som budgivaren erbjuder. Detta beror på att efter att ett offentligt uppköpserbudande har lämnats, aktiekursen har för vana att omgående stiga till det pris som budgivaren erbjuder per aktie. Därefter förblir aktiekursen i princip enbart bestämd av budpriset.⁷⁴

4.5 Successiv avtalsbildningsprocess

Det har konstaterats att ett offentligt uppköpserbudande är näraliggande det rättsligt bindande anbudet, men att dess särpräglade avtalsmekanismer förorsakar en viss diskrepans. Offentliga uppköpserbudande innehållande fullföljandevillkor framstår mer som en successiv avtalsbildningsprocess, där aktieägarnas accept binder parterna först när samtliga uppställda villkor uppfyllts eller frånfallits och acceptfristen löpt till ända. Fram till och med denna tidpunkt är benämningen 'villkorad bundenhet'⁷⁵ passande för att beskriva parternas förhållanden. Till skillnad från vad som ofta är fallet vid successiva ingåenden av avtal, blir det dessbättre inte lika vanskligt att avgöra vid vilken tidpunkt som bundenheten övergår till att bli fullständig. Parterna är medvetna om vad som krävs för att villkoren skall anses uppfyllda. De kan sålunda bedöma när ett avtal kommer till stånd.

Det framgår därav att det är juridiskt-tekniskt svårt att pressa in de olika viljeförklaringarna vid ett offentligt uppköpserbudande i avtalslagens anbud-accept modell.⁷⁶ Det kan dock ifrågasättas om det överhuvudtaget är nödvändigt att kategorisera det offentliga uppköpserbudandet efter den allmänna avtalsrättens benämningar. Svaret på denna fråga beror på hur NBK:s regler verket förhåller sig till avtalslagen.

⁷⁴ Skog, Rolf, mailkontakt den 25 november 2004

⁷⁵ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 86

⁷⁶ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 121



4.6 AvtL i relation till NBK

Trots att avtalslagen är en lag om slutande av avtal på förmögenhetsrättens område, är det inte på något vis givet att den är tillämplig vid ett offentligt uppköpserbjudande. Avgörande för denna bedömning är stadgandet i AvtL 1 § 2 st. Där framgår det att handelsbruk och sedvänja kan få företräde framför vissa bestämmelser i avtalslagen. Såsom tidigare beskrivits, är det tveksamt om NBK:s regler får anses utgöra handelsbruk och sedvänja på aktiemarknaden.⁷⁷ Eftersom det aldrig ställts på sin spets är det osäkert huruvida det NBK stipulerar om det offentliga uppköpserbjudandet får företräde framför bestämmelserna om anbudet i avtalslagen.

Alltsedan revideringarna i NBK:s regler får det anses mindre tveksamt vilket regelverk som har företräde. Numera föreskriver NBK att ett offentligt uppköpserbjudande måste innehålla en hänvisning till dess regler. Enligt avsnitt II punkten 3, måste således pressmeddelandet innehålla uppgift om att NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv och AMN:s besked om tolkning och tillämpning därav, gäller för erbjudandet. Detta är emellertid endast svenska börsnoterade bolag skyldiga att efterkomma. Visserligen anger NBK att dess regler även skall gälla för såväl svenska som utländska juridiska och fysiska personer. När budgivaren är ett svenskt eller utländskt noterat bolag, eller ett utländskt noterat bolag, finns det dock ingen förpliktelse att följa dessa regler.⁷⁸

Följaktligen saknar det i princip betydelse vad ett offentligt uppköpserbjudande klassas som enligt avtalslagen, under förutsättning att budgivaren är ett svenskt börsnoterat bolag. Oavsett utgången i denna fråga, säkerställer budgivarens föreskrift om att NBK:s regler skall gälla, att det offentliga uppköpserbjudandet faktiskt lyder under detta regelverk. Den omdiskuterade frågan huruvida ett offentligt uppköpserbjudande är ett rättsligt bindande anbud, torde därmed inte längre vara lika problematisk.⁷⁹ Därigenom har NBK garderat sig mot en oförutsedd möjlighet för budgivaren att kunna återkalla erbjudandet med stöd av den allmänna avtalsrätten. För det fall att det inte finns någon skyldighet för budgivaren att föreskriva att NBK:s regler skall gälla, kvarstår emellertid problematiken om vilket regelverk som får företräde. I dessa situationer blir det offentliga uppköpserbjudandets bindande verkan således mer ovisst. Det vore därför önskvärt att i samband med EG-direktivets implementering

⁷⁷ Se ovan under 2.3

⁷⁸ Se ovan under 2.3

⁷⁹ Juhlin, Eddie, Aktiemarknadsnämnden kritiserar advokatbyråer, PointLex, 2003-11-07, s 1



införliva dessa regler i den offentliga lagstiftningen. På så vis skulle NBK:s regler gälla för samtliga budgivare.

5. BAKOMLIGGANDE INTRESSEN

Det har framkommit att NBK:s regelverk visserligen avviker från dispositiv avtalsrätt, men att ett offentligt uppköpserbjudande ändå liknar det rättsligt bindande anbudet i många avseenden. Detta utesluter emellertid inte att det kan finnas lösningar som är att föredra framför dessa regler. Det finns åtskilliga hänsynstaganden som gör sig gällande vid en analys av offentliga uppköpserbjudandens avtalsmekanismer. Det är väsentligt att i så stor utsträckning som möjligt undersöka dessa, innan en samlad bedömning av reglernas ändamålsenlighet kan göras.

5.1 Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden

Såväl NBK:s regler som AMN:s uttalanden får företrädesvis anses vila på börsrättsliga intresseavvägningar. Allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden är det intresse som brukar anses vara det mest grundläggande och betydelsefulla.⁸⁰ Detta har hamnat i förgrunden eftersom det styr omsättningen, effektiviteten samt förmågan att fördela risk och kapital på värdepappersmarknaden. För det fall att ett offentligt uppköpserbjudande uppfattas som orättvist eller otillbörligt, får det negativa konsekvenser för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

NBK:s regler har till uppgift att värna om förtroendet för värdepappersmarknaden.⁸¹ De ovan återgivna uttalandena av AMN, får anses vara representativa fall för när allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden har tagit skada.⁸² Reglerna skall sålunda motverka att ogynnsamma händelser av liknande slag skall kunna inträffa. En berättigad fråga är sålunda hur huvudregeln om offentliga erbjudandes oåterkallelighet, i kombination med inskränkta möjligheter att uppställa fullföljandevillkor, bevarar detta förtroende. Även de avtalsrättsliga reglerna syftar till att skapa förtroende. Det är möjligt att börsrätten kan dra lärdom av avtalsrätten i sin förtroendeskapande normbildning.

⁸⁰ Kågerman, Pontus, Värdepappersmarknadens regelsystem, 2001, s 223

⁸¹ Se NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden, under "Respekt för aktiemarknaden" i Inledningen

⁸² Se ovan 3.2.1 och 3.3



5.2 Acceptfristens längd

Löftesprincipen garanterar mottagaren av ett anbud en viss betänketid innan ett beslut om antagande måste fattas.⁸³ Budgivarens bundenhet under acceptfristen får således betraktas som ett instrument för att säkerställa mottagaren en viss betänketid. Detta är viktigt för att mottagaren på allvar skall ges möjlighet att värdera erbjudandet. Trots att ett offentligt uppköpserbjudande inte är ett rättsligt bindande anbud, förekommer det en acceptfrist som på ett likartat sätt ger aktieägarna en möjlighet att bedöma erbjudandet.

Sedan publiceringen av pressmeddelandet har ägt rum, har budgivaren upp till fem veckor på sig att upprätta ett prospekt.⁸⁴ Acceptfristen, eller anmälningsperioden som den även kallas,⁸⁵ börjar inte löpa förrän ett prospekt har offentliggjorts.⁸⁶ När detta har skett får inte en acceptfrist uppställas som understiger tre veckor; det saknas i dagsläget begränsningar för längsta tillåtna acceptfrist. Den faktiska betänketiden, d.v.s. från det att pressmeddelandet publiceras, till dess att aktieägarnas måste ha fattat ett beslut, lär således ytterst sällan understiga fyra veckor. I flertalet fall lär den snarare uppgå till uppemot tio veckor eller mer. Detta kan jämföras med den legala acceptfristen enligt AvtL 3 §, som gäller under skälig tid. Vad som är skälig tid beror på omständigheterna, men i de flesta fall är betänketiden mycket kort. Detta är särskilt fallet om avtalsföremålet är utsatt för snabba prisförändringar.⁸⁷

Under rubriken allmänna principer slås det i EG-direktivet fast att innehavarna av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet.⁸⁸ Direktivet kräver att acceptfristen skall vara åtminstone två veckor, vilket NBK:s regel uppfyller. Däremot skiljer sig direktivets bestämmelse i ett avseende. Det har medtagits en bestämmelse om acceptfristens maximala längd; denna får inte överstiga tio veckor. Acceptfristen kommer att börja löpa vid samma tidpunkt även efter att EG-direktivet implementerats i svensk rätt.⁸⁹

5.2.1 Haltande rättsförhållande

⁸³ Se ovan under 4.2

⁸⁴ Se NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 6 första stycket

⁸⁵ Se exempelvis AMN uttalande 2000:20, s 2

⁸⁶ Se NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden om aktieförvärv, avsnitt II punkten 6 fjärde stycket

⁸⁷ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 110

⁸⁸ Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2004/25/EC, Artikel 3 b)

⁸⁹ Se artikel 7



Löftesprincipens säkerställande av att ett anbud inte får återkallas, får till följd att anbudsgivaren är ensidigt förpliktigad under den tid då acceptfristen löper. Mottagaren av anbudet har emellertid inga förpliktelser gentemot avgivaren. Detta tillstånd har i doktrinen kallats för 'haltande rättsförhållande' (negotium claudicans).⁹⁰ Följaktligen har lagstiftaren, i och med första kapitlet AvtL, skapat ett haltande rättsförhållande. Detta förhållande består i och för sig inte permanent, eftersom en acceptfrist trots allt löper ut förr eller senare. Såvida ett erbjudande har karaktären av ett rättsligt bindande anbud, innebär denna ensidiga bundenhet sålunda ett risktagande för den som initierar avtalsprocessen. Anbudsgivaren svävar därmed i ovisshet under en viss tid, avseende huruvida anbud kommer leda till att avtal ingås. Vanligtvis eftersträvar rättssystemet att minimera sådana haltande förhållanden.⁹¹ Det förefaller vara en allmän princip att rättsordningen skall motverka, eller åtminstone begränsa, ett allt för bestående rättsförhållande.

Genom att stadga att ett offentligt uppköpserbjudande erbjudande inte får återkallas, förorsakar NBK haltande rättsförhållanden. Medan acceptfristen löper svävar budgivaren i ovisshet om vilka aktieägare i målbolaget som avser att ingå avtal under de i erbjudandet fastställda förutsättningarna. Det skall dock invändas att det haltande rättsförhållandet inte nödvändigtvis är helt jämförbart med det som inträffar vid andra bindande anbud. Återigen beror detta på budgivarens möjligheter att uppställa fullföljandevillkor. I strikt mening är det således endast ett haltande rättsförhållandet för det fall att det slås fast att samtliga fullföljandevillkoren antingen uppfyllts eller frånfallits. Eftersom budgivaren emellertid inte kontrollerar över fullföljandevillkorens utfall, blir situationen dock likartad.

5.2.2 Doctrine of consideration

Inom den angloamerikanska avtalsrätten är det inte enbart kontraktsprincipen som motverkar haltande rättsförhållanden. Den så kallade 'doctrine of consideration' lägger ytterligare hinder i vägen för att ett lämnat anbud skall vara bindande. Denna doktrin ger uttryck för tanken om ömsesidighet och innebär att det krävs en motprestation av mottagaren av ett anbud för att det skall vara bindande för avgivaren.⁹² Vederlagets storlek torde dock sakna betydelse. Inte ens i

⁹⁰ Se Andersen, M B, Grundläggande aftaleret, 1a uppl., 2002, s 478

⁹¹ Se Ramberg, Christina, Reklamation vid kontraktsbrott, 1a uppl., 1996, s 35

⁹² Se Chitty, Joseph, Chitty on contracts, Volume 1 General principles, 2004, s 215



de fall att det i anbudet uttryckligen anges att det skall vara bindande, accepterar dessa rättsordningar inte utan vidare en ensidig bundenhet.⁹³

The doctrine of consideration visar på att det ingalunda är en självklarhet att en avgivare av ett erbjudande skall vara ensidigt bunden utan att för det erhålla en motprestation. Haltande rättsförhållanden kan således vara berättigade när den som är ensidigt bunden blir kompenserad på något vis. Därigenom skapas en balans mellan parterna.⁹⁴ Den ersättning som utgår för denna bundenhet, kan ses som en slags försäkringsavgift för den spekulationsrisk som budgivaren utsätts för under den tid denne är ensidigt bunden.

5.2.3 Betänketidens konsekvenser

Flertalet intressen gör sig gällande vid bedömningen av vad som är en skälig acceptfrist. Å ena sidan är det angeläget för aktieägarna att de ges tillfälle att utvärdera villkoren för det offentliga uppköpserbjudandet. Det är då väsentligt att mottagaren skall kunna fästa tillit att det står sig under en rimlig tidsperiod.⁹⁵ Å andra sidan orsakar betänketiden ett svävande rättsförhållande som ger utrymme för spekulation. Risken för spekulation är mer påtaglig i de fall där avtalsobjektet tenderar att prisfluktuera. Priset på aktier varierar i princip från en minut till en annan. Det skall dock invändas att kursen på målbolagets aktier inte har en lika stor benägenhet att fluktuera. Såsom tidigare beskrivits förblir aktiekursen i princip enbart bestämd av budpriset.⁹⁶ Detta oavsett hur målbolagets omsättning, vinster och dylikt utvecklas under acceptfristen.

Trots att aktiekursen efter ett bud förblir näst intill statisk, utesluter det inte möjligheten för aktieägarna att spekulera. Fram till och med acceptfristens utgång kan utvecklingen inom målbolaget, branschen samt andra omständigheter, inverka på aktieägarnas värdering av budet. Denna spekulation sker på budgivarens risk, eftersom denne inte kan anpassa priset efter de nyttillkomna förhållandena. Ju längre acceptfrist, desto större risk att mottagaren av erbjudandet, utan egen risk, ges en möjlighet att spekulera i hur värdet på erbjudandet utvecklas.⁹⁷ Det får därför upplevas som en positiv nyhet att EU-direktivet föreskriver en

⁹³ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 109

⁹⁴ Se Andersen, M B, Grundläggande aftaleret, 1a uppl., 2002, s 132

⁹⁵ Se Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001, s 71. Se även Andersen, M B, Grundläggande aftaleret, 1a uppl., 2002, s 162

⁹⁶ Se ovan under 4.4

⁹⁷ Se Andersen, M B, Grundläggende aftaleret, 1a uppl., 2002, s 200



maximal acceptfrist. Därigenom skyddas budgivaren mot att ange en allt för långvarig acceptfrist som sedermera visar sig dyrbar för denne själv.

5.3 Riskfördelning

De nyss beskrivna möjligheterna att spekulera utan egen risk innebär ett risktagande för den som initierar avtalsprocessen. Det finns olika sätt att fördela de risker som uppstår. För att avgöra vilken fördelning som är lämplig måste det först undersökas vilka hänsyn som gör sig gällande.

Vid ett offentligt uppköpserbjudande utformar sig risken på så vis att ett lämnat bud kan visa sig ofördelaktigt för budgivaren vid ett senare skede. Denna risk är inte unik för denna företeelse utan kan uppstå vid varje tillfälle det lämnas ett rättsligt bindande anbud. En viktig skillnad är dock att det vid offentliga uppköpserbjudanden inte är riktat till endast en eller några enstaka, utan till mängder av aktieägare. Budgivaren står således en risk gentemot var och en av dessa. Det följer därav att risken blir av en annan dignitet än vid många andra typer av rättsligt bindande anbud.

Problemen kring riskfördelningen ställs på sin spets när målbolaget oförutsett uppvisar en försämrad ekonomisk ställning. Sådan information får vanligtvis den konsekvensen att bolagets aktier värderas lägre på värdepappersmarknaden. Budgivaren befinner sig då i en situation där han är förpliktigad att betala ett, med hänsyn till de nytillkomna omständigheterna, överpris. Samtidigt kommer det knappast att råda någon tvekan bland aktieägarna om erbjudandet skall antas eller inte. Det blir därmed ett överpris som måste betalas för varje enskild aktie, vilket får till följd att det sammanlagda budpriset hamnar betydligt över det egentliga marknadsvärdet.

För att skapa en uppfattning om storleksförhållandena på den risk en budgivare tar, kan Nordic Capitals nyligen lämnade bud på Finnveden användas som exempel. Där erbjuds aktieägarna 75 kronor per aktie, vilket innebär ett budvärde uppgående till knappt 2 miljarder kronor.⁹⁸ Låt oss anta att det under acceptfristen meddelas ett oväntat besked om en kraftig nedgång i fordonsindustrins orderingång. Presumera att detta hade lett till kursnedgång med tio procent, om inte ett bud funnits med i bilden. Det följer därav att Nordic Capital skulle få

⁹⁸ Se <http://www.affarsvarlden.se/article.jsp?article=88638>



betala ett överpris, i jämförelse med det marknadsmässiga värdet, uppgående till så mycket som 200 miljoner kronor.

Det skulle kunna invändas att det är ett medvetet risktagande från budgivarens sida när ett offentligt uppköpserbjudande lämnas och att budgivaren tar denna risk i beaktande i det pris som erbjuds aktieägarna. Enligt denna argumentation skulle det därmed framstå som stötande att ändra på denna riskplacering. Mot detta resonemang måste dock invändas, att även om det stämmer att budgivaren verkligen uppmärksammar och värderar denna risk inför ett bud, det trots allt inte förefaller befogat att denna risk skall vara ensidig. Detta kan ställas i relation till förhållandet efter att aktieägarna har accepterat budet då risken är ömsesidig; det kan då uppenbara sig att såväl budgivaren betalat ett överpris som att ägarna sålt till underpris.

Framförallt framstår det som oskäligt att en motsvarande oväntad förbättring i målbolagets ekonomiska ställning inte kommer budgivaren tillgodo. Detta beror på att aktieägarna inte är förpliktigade att sälja sina aktier till det av budgivaren erbjudna priset. Fram till dess att aktieägarna har accepterat erbjudandet, lär en förbättring av målbolagets ekonomi enbart leda till en motvillighet hos aktieägarna att anta budgivarens erbjudna köpeskilling.

Ris fördelningen torde dock inte nödvändigtvis behöva förbli av det slag som NBK:s regler ger upphov till. För att budgivaren skall komma ifrån den beskrivna fördelningen krävs emellertid att bundenheten inte under alla omständigheter kvarstår. Följaktligen måste det göras möjligt att återkalla det lämnade erbjudandet. Såsom framkommit tidigare, kan detta endast ske såvida ett uppställt fullföljandevillkor tillåter det. För detta ändamål skulle det tidigare beskrivna MAC-villkoret vara tjänligt.⁹⁹ Dessvärre lär det dock vara vanskligt för en budgivare att fullständigt motverka ett sådant risktagande med ett MAC-villkor, eftersom det samtidigt måste uppfylla kravet på att det objektivt skall kunna fastställas när det är uppfyllt.

Frågan är vilken risk aktieägarna skulle utsättas för om det istället var de som fick inkomma med anbud? Detta skulle försätta aktieägarna i haltande rättsförhållanden av det slag som budgivare hamnar i med de nuvarande reglerna. Budgivare skulle då kunna spekulera på aktieägarnas bekostnad på ett motsvarande sätt som är fallet när budgivaren är ensidigt bunden.

⁹⁹ Se ovan under 3.2.4



Risikfördelningen skulle dock kunna justeras om en budgivare i sitt offentliga uppköpserbjudande fick uppställa MAC-villkor. Då skulle budgivaren reducera sitt risktagande, samtidigt som aktieägarna i målbolaget egentligen inte exponeras för någon nyttillkommen risk i jämförelse med om ett offentligt uppköpserbjudande inte hade lämnats. Om kursen på målbolagets aktier då skulle falla, finns det en påtaglig risk för att budgivaren inte längre är intresserad av att fullfölja budet. Konsekvensen av en sådan återkallelse är att målbolagets aktier åter åsätts ett marknadsmässigt värde, som dock ligger lägre än det pris som budgivaren erbjudit. Denna risk skiljer sig emellertid inte från den osäkerhet som ett aktieinnehav alltid innebär. Tillåts en budgivare återkalla sitt erbjudande i dessa situationer, drabbas sålunda aktieägarna av en förlust som de ändå hade fått utstå om ett bud inte hade lämnats. Det förefaller därför märkligt att aktieägarna inte längre behöver utsättas för någon som helst risk för att målbolagets verksamhet utvecklas negativt (eftersom aktiekursen inte faller under det pris budgivaren har erbjudit), enbart för att ett offentligt uppköpserbjudande lämnats.

Ser man till vilka möjligheter det finns att avtala om risikfördelningen i den allmänna avtalsrätten, framstår det som avvikande att budgivaren inte får uppställa MAC-villkor. Såsom tidigare beskrivits, kan en anbudsgivare uppställa återkallelsemöjligheter utan att det för den sakens skull upphör att vara ett anbud.¹⁰⁰ Det torde därför sällan finnas några hinder för anbudsgivaren att föreskriva att det skall få återtas om varans egenskaper försämras. Härutöver brukar det inom avtalsrätten generellt inte finnas några inga hinder mot att avtala om risikfördelningen. Det kan exempelvis nämnas att det är vanligt förekommande att det i avtal intas omförhandlingslausuler, så kallade hardship clauses, eller prisjusteringsklausuler.¹⁰¹ Dessa är till för att återställa parternas risikfördelning när utomstående förhållanden har ändrat avtalets förutsättningar.

5.4 Illojala förfaranden

Offentliga uppköpserbjudanden har stor betydelse för prisbildningen på de berörda bolagens aktier.¹⁰² Det är därför av vikt för aktiehandeln att det finns en allvarligt menad avsikt med ett bud. När det finns allt för stora möjligheter att kunna återkalla offentliga uppköpserbjudanden, ökar risken för att budgivare använder sig av takeovers på ett illojalt

¹⁰⁰ Se ovan under 4.3.3

¹⁰¹ Se Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2002, s 245

¹⁰² Se NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, kommentar till NBK avsnitt II punkten 4



sätt. Bland annat skulle en budgivare, som redan äger en betydande aktiepost i målbolaget, kunna lämna ett bud avsevärt högre än värdet enligt börskursen. Detta skulle få priset på aktien att stiga till den erbjudna nivån. Därefter skulle budgivaren kunna försälja sin aktiepost alldeles innan denne allt för enkelt kan återkalla erbjudandet. På så vis lyckas budgivaren göra en vinst på den uppgång i börskursen som sker utan att det funnits några intentioner att någonsin förvärva målbolaget.

Den begränsade möjligheten för budgivare att uppställa fullföljandevillkor motverkar sålunda illojala förfaranden. Samtidigt har det visats att det ur ett budgivares perspektiv skulle vara önskvärt med mer långtgående möjligheter att uppställa fullföljandevillkor. Frågan är därför om detta skyddsintresse väger tyngre än budgivarens behov? Illojala förfaranden på värdepappersmarknaden påverkar allmänhetens förtroende, och det får därmed anses förståeligt att detta intresse prioriterats framför budgivarens behov. Det kan emellertid ifrågasättas om inte andra möjligheter står till buds för att förhindra sådana förfaranden.

Det är möjligt att i samband med EG-direktivets implementering i svensk rätt införa straffrättsliga och/eller civilrättsliga sanktioner mot illojala förfaranden.¹⁰³ I sådana fall skulle budgivare kunna tillåtas använda fler fullföljandevillkor än vad som är fallet idag, utan att aktiemarknaden skulle behöva riskera att antalet ohederliga offentliga uppköpserbjudanden ökar. I de allra flesta fall lär budgivaren ha en allvarligt menad avsikt med det lämnade erbjudandet, och fullföljandevillkoren är då uppställda av skäl hänförliga till riskfördelning snarare än illojalitet. I de fall budgivaren inte har haft någon avsikt att någonsin genomföra ett förvärv av målbolaget, skulle dennes återkallelse kunna angripas i allmän domstol. Det torde kunna framgå av omständigheterna i det enskilda fallet huruvida budgivaren varit illojal i sitt agerande. Visar sig budgivaren ha saknat en seriös och allvarlig avsikt, skulle denne vara skyldig att utge ersättning för den skada agerandet har orsakat.

6. SYNPUNKTER

Eftersom ett offentlig uppköpserbjudande har en kraftig inverkan på prissättning av aktier, är det nödvändigt att budgivaren noggrant har övervägt och förberett sig innan ett bud lämnas. Det framstår därför som en rimlig utgångspunkt att ett lämnat erbjudande skall vara bindande

¹⁰³ Se ovan under 3.4.2



och oåterkalleligt under den av budgivaren valda acceptfristen. En sådan regel motverkar således att det lämnas erbjudanden där det inte finns en allvarligt menad avsikt. Vissa omständigheter är emellertid så betydelsefulla för budgivaren att denne bör medges en möjlighet att förbehålla sig rätten att återkalla erbjudandet genom att uppställa fullföljandevillkor.

Med hänsyn till bland annat vikten av att värna om allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden, är det av central betydelse att minimera förekomsten av illojala förfaranden. Budgivare skall därför inte allt för lättvindigt kunna återkalla sina takeover-erbjudande. Likaledes är det av väsentlig betydelse för aktiemarknadens aktörer, framförallt aktieägarna i målbolaget, att tämligen exakt kunna bedöma om ett fullföljandevillkor är uppfyllt eller ej. Kravet på att det objektivt skall kunna fastställas när ett fullföljandevillkor är uppfyllt framstår sålunda som motiverat. Jag har dock med hjälp av den allmänna avtalsrätten påvisat att flertalet intressen talar för att det inte på något sätt är givet att denna valda lösning i alla avseenden är den mest ändamålsenliga. Framförallt handlar det om att det offentliga uppköpserbjudandets bindande verkan orsakar ett haltande rättsförhållande, som aktieägarna under acceptfristen kan utnyttja till att spekulera i budets värdeutveckling. Vidare uppvisar avtalsrätten möjligheter att bevara allmänhetens förtroende utan att försätta den som initierar avtalsprocessen i ett allt för utsatt position vad gäller riskfördelning.

Ett underliggande tema i diskussionen om takeovers i allmänhet är att de är viktiga för omstruktureringen av näringslivet.¹⁰⁴ Reglerna på detta område bör därför inte i något avseende hämma budgivares avsikter att förvärva börsbolag. Enligt nu gällande regler kan en budgivare tvingas fullfölja ett uppköpserbjudande och köpa aktier trots att det under acceptfristen tillkommit omständigheter som för med sig att budgivaren inte längre önskar förvärva aktierna. Upphovet till detta problem är de begränsade möjligheterna att använda sig av MAC-villkor.

Den ekonomiska riskfördelning som i dagsläget gäller för parterna kan hämma budgivares incitament att lämna offentliga uppköpserbjudanden. Med hänsyn till hur viktiga takeovers är för en väl fungerande kapitalmarknad, framstår det som önskvärt att MAC-villkor uttryckligen tillåts. Kravet på att det objektivt skall kunna fastställas när ett fullföljandevillkor

¹⁰⁴ Skog, Rolf, *Förslaget till takeover-direktiv, breakthrough-regeln och aktier med olika röstvärden*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Nr. 4 2003, sid. 474



är uppfyllt borde således inte gälla fullt ut för MAC-villkor. Visserligen skulle allt för allmänt hållna villkor om målbolagets ekonomiska utveckling kunna försvåra aktieägarnas möjligheter att bedöma när en återkallelse får äga rum. Utöver detta skulle dock krävas att den bristande uppfyllelsen av MAC-villkoret är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget, såsom är det vanliga vid en återkallelse.¹⁰⁵ Detta krav frambringar en viss förutsebarhet hos aktieägarna om hur pass kraftig den negativa ekonomiska utvecklingen i målbolaget måste vara, för att budgivaren skall ha rätt att återkalla erbjudandet. Vad som uppfyller väsentlighetskravet i detta avseende skulle i sista hand en dömande instans få avgöra. På så vis skulle det utvecklas en praxis som skapar en hjälplig klarhet i när ett MAC-villkor får anses uppfyllt. Slutligen skall tilläggas att det står i överensstämmelse med EG-direktivet att tillåta MAC-villkor, eftersom det lämnats åt medlemsstaterna att bestämma vilka fullföljandevillkor som accepteras.¹⁰⁶

Avtalsmekanismerna vid det offentliga uppköpserbjudandet påminner om det rättsligt bindande anbudet, men avviker på så vis att aktieägare kan återta sina lämnade accepter. För att försäkra sig om att NBK:s regler gäller framför avtalslagen är det säkrast att budgivare föreskriver att NBK:s regler är tillämpliga på det offentliga uppköpserbjudandet. Det finns en skyldighet för budgivare som är noterade vid Stockholmsbörsen att föreskriva detta i deras erbjudanden till aktieägarna. Däremot saknas en sådan förpliktelse för andra budgivare. Det hade därför varit att förordna om NBK:s regler införlivades i den offentliga lagstiftningen, för att på så vis tvinga alla budgivare att följa NBK:s regler vid utformningen av ett takeover-erbjudande.

¹⁰⁵ Se ovan under 3.3

¹⁰⁶ Se ovan under 3.4.1



KÄLLFÖRTECKNING

Offentligt tryck

Lagar

Aktiebolagslag (1975:1385)

Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område

Lag (1987:822) om internationella köp

Europaparlamentets och rådets direktiv om uppköpserbjudanden, 2004/25/EC

Övrigt

NBK:s regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, 2003-11

AMN

Principles of European Contract Law

The City Code on Takeovers and Mergers

Unidroit Principles

United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Litteratur

Adlercreutz, Axel, Avtalsrätt I, 11e uppl., 2000

Andersen, M B, Grundläggande aftaleret, 1a uppl., 2002

Atiyah, P S, An introduction to the law of contract, 1995

Chitty, Joseph, Chitty on contracts, Volume 1 General principles, 2004



- Davies, Paul, Gower's Principles Of Modern Company Law, 6e uppl, 1997
- Hellner, Jan, Kommersiell Avtalsrätt, 4e uppl., 2002
- Kågerman, Pontus, Värdepappersmarknadens regelsystem, 2001
- Nyström, Göran, Ohlsson, Robert & Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004
- Ramberg, Jan & Ramberg, Christina, Allmän Avtalsrätt, 6e uppl., 2003
- Runesson, Eric M., Avtals- och Tvistlösningsförhandling, 2002
- Woxholth, Geir, Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning, 2001

Tidsskifter

- Froste, Calle, Näringslivet tricksar bort självbestämmandet, Affärsvärlden nr 39, 22 September 2004
- Hansen, J L, The Mandatory bid rule – the rise to the prominence of a misconception, Scandinavian Studies in Law, Vol 45, 2003
- Juhlin, Eddie, Aktiemarknadsnämnden kritiserar advokatbyråer, PointLex, 2003-11-07
- Lovells Law Firm, German Takeover Act,
<http://www.lovells.com/germany/ControlServlet/de/publication/pubId/474>, Juli 2002, s 3,
- Munck, J., Aktiemarknadsnämnden tio år, SvJT 1996
- Ej angiven, Bud på Finnveden, Affärsvärlden,
<http://www.affarsvarlden.se/article.jsp?article=88638>, 2004-11-15

Internet

1.) WpÜG

http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/wp_g/htmltree.html

2.) AMN



<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/>

3.) NBK

<http://www.naringslivetsborskommitte.se/>

http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover_20030901_v3.pdf

4.) Takeoverutredningens direktiv 2004:38

http://rixlex.riksdagen.se/htbin/thw?%24%7BHTML%7D=DIR_LST&%24%7BOOHTML%7D=DIR_DOK&%24%7BSNHTML%7D=DIR_ERR&%24%7BMAXPAGE%7D=26&%24%7BTRIPSHOW%7D=format%3DTHW&%24%7BBASE%7D=DIR&%24%7BFREETEXT%7D=&RUB=&BET=2004%3A38&ORG=JUST%24&UDAT

5.) CCTM

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>

6.) CISG

<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/principles/uni6.html>

<http://www.cisg.law.pace.edu/cisg/countries/cntries.html>

7.) Noteringsavtalet

[http://domino.omgroup.com/www/InfoSupervision.nsf/48b05a67b780646dc12569b6004124d6/5096ce7b3089fb1ac1256eae004169a2/\\$FILE/Noteringsavtalet.pdf](http://domino.omgroup.com/www/InfoSupervision.nsf/48b05a67b780646dc12569b6004124d6/5096ce7b3089fb1ac1256eae004169a2/$FILE/Noteringsavtalet.pdf)

8.) The Official Journal, den 30 april 2004, s 12,

http://europa.eu.int/eur-lex/en/archive/2004/l_14220040430en.html