

Juridiska institutionen vid Göteborgs universitet

Examensarbete Juristprogrammet 30 högskolepoäng

Vårterminen 2015

Exklusivitetsavtal vid offentliga uppköpserbudanden

Med fokus på målbolagsstyrelsens överväganden och ansvar
i samband med avtalets ingående

Isabella Lidström

Handledare: Claes Martinson
Examinator: Rolf Dotevall



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Sammanfattning

Exklusivitetsavtal ökar i användning på den svenska offentliga uppköpsmarknaden. Detta grundar sig framförallt på att allt fler utländska aktörer lägger bud på bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholm AB. I en förhandlad transaktion, till skillnad från en fientlig, har budgivaren möjlighet att med hjälp av exklusivitetsavtal gardera sig mot eventuella förluster om transaktionen blir resultatlös. Då det är kostsamt att genomföra ett offentligt uppköpserbjudande är denna möjlighet mycket värdefull för budgivaren. Det är emellertid inte enbart budgivaren som gynnas, utan även målbolaget och dess aktieägare kan dra fördelar av avtalet. Fördelarna består vanligtvis av att exklusivitetsavtalet ökar förutsättningarna för att ett bud överhuvudtaget kommer till stånd. Avtalet utnyttjas även som ett förhandlingsverktyg i den initiala fasen av transaktionsprocessen. Slutligen kan exklusivitetsavtalet medföra en skyldighet för budgivaren att lägga ett bud på målbolaget. Denna funktion är viktig då en misslyckad transaktion, som grundar sig på att budgivaren trots förhandlingar avstår från att lägga ett bud, kan få allvarliga konsekvenser för målbolaget.

Det problematiska med exklusivitetsavtal är emellertid att målbolagsstyrelsen avtalar med budgivaren för målbolagets räkning. Då exklusivitetsavtal framförallt vuxit fram i amerikanska transaktioner måste avtalet och dess tillkommande klausuler anpassas till svensk rätt. Framförallt måste målbolagsstyrelsen säkerställa att åtagandena i avtalet inte hindrar dem från att uppfylla omsorgsplikten gentemot bolaget eller deras förpliktelser enligt Stockholmsbörsens takeover-regler. Vid svenska offentliga uppköpserbjudanden är målbolagsstyrelsen förhindrad att avtala med budgivaren om dels en *no talk-klausul* men även *lock ups*. Däremot är målbolagsstyrelsen oförhindrad att ingå klausulerna *no shop* och *best effort*. Det föreligger vidare inga hinder för målbolagsstyrelsen att avtala med budgivaren om en *break up fee*. Emellertid är det oklart hur pass långtgående klausulerna får vara för att inte strida mot försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA. Exklusivitetsavtal med omfattande klausuler som hindrar alternativa budgivare från att lämna konkurrerande bud ligger nära de försvarsåtgärder som målbolagsstyrelsen normalt är förhindrade att företa utan bolagsstämmans godkännande. Utöver målbolagsstyrelsens skyldighet att säkerställa att klausulerna i avtalet inte strider mot svensk rätt har de även ett metodansvar avseende frågan huruvida exklusivitetsavtalet ligger i samtliga aktieägares intresse. Metodansvaret är ett utflöde från den aktiebolagsrättsliga omsorgsplikt och garanterar ett visst mått av tillförlitlighet till målbolagsstyrelsens arbetssätt innan beslut fattas om att ingå exklusivitetsavtal.

Innehållsförteckning

Förord	V
Förkortningar	VI
1 Exklusivitetsavtal – ett nödvändigt ont?	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Syfte och frågeställningar	4
1.3 Metod	5
1.4 Material	6
1.5 Avgränsningar	7
1.6 Disposition	8
2 Exklusivitetsavtalets utformning och förenlighet med svensk rätt	10
2.1 Inledning	10
2.2 Performance promises	10
2.2.1 Best effort-klausul	10
2.2.2 No shop-klausul	11
2.2.3 No talk-klausul	13
2.3 Lock ups	14
2.3.1 Aktie-lock up	14
2.3.2 Tillgångsrelaterad lock up	15
2.4 Break up fees	16
2.4.1 Kostnadstäckning till budgivaren	16
2.4.2 Transaktionens karaktär	16
2.4.3 Krav på ömsesidighet	17
2.4.4 Kostnadstäckning eller vite	17
2.4.5 Allmänna kontraktsrättsliga principer	18
2.4.6 Ersättningsgilla kostnader och beräkningen av dessa	19
2.4.7 Beloppsbegränsning	20
2.4.8 Omständigheter som utlöser målbolagets skyldighet att betala	21
2.5 Fiduciary out-klausul	22
2.6 Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen	23
3 Exklusivitetsavtal och försvarsåtgärdsförbudet i LUA	26
3.1 Inledning	26
3.2 Förbudet mot försvarsåtgärder	26
3.3 Utgör klausulerna i exklusivitetsavtalet förbjudna försvarsåtgärder?	27
3.4 Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen	29
4 Målbolagsstyrelsens förpliktelse att agera i aktieägarnas intresse	31
4.1 Inledning	31
4.2 Målbolagsstyrelsens skyldighet i enlighet med II.17 takeover-reglerna	31
4.3 Målbolagsstyrelsens omsorgsplikt	32
4.3.1 Plikt att agera i bolagets intresse	32
4.3.2 Aktsamhetskravet	33

5	Regleringen av exklusivitetsavtal i utländsk rätt	35
5.1	Inledning.....	35
5.2	Amerikansk rätt.....	35
5.2.1	Fiduciary duties och the duty of care.....	35
5.2.2	Business judgement rule.....	36
5.2.3	Målbolagsstyrelsens ansvar vid ingående av exklusivitetsavtal	37
5.3	Finsk rätt.....	39
5.3.1	Helsinki Takeover Code.....	39
5.3.2	Målbolagsstyrelsens handlingsutrymme	40
5.4	Engelsk rätt.....	42
5.4.1	Förbud mot exklusivitetsavtal i Takeover Code	42
5.4.2	Argumenten till grund för förbudet	42
5.4.3	Inverkan av förbudet på den engelska uppköpsmarknaden.....	44
5.5	Sammanfattande analys av utländsk rätt	45
6	Prövningen av avtalets förenlighet med aktieägarnas intresse	48
6.1	Inledning.....	48
6.2	Fördelar med exklusivitetsavtal.....	48
6.2.1	Mervärde för aktieägarna	48
6.3	Kravet på tillräcklig beredning	49
6.3.1	Styrelsens beslutsförhet.....	49
6.3.2	Kan ett alternativt bud påräknas?.....	50
6.3.3	Indikativa bud.....	51
6.3.4	Extern rådgivning.....	52
6.3.5	Motiverat risktagande	53
6.4	Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen	54
7	Styrelseledamöternas ansvar då skada uppstår som en följd av exklusivitetsavtalet.....	56
7.1	Inledning.....	56
7.2	Skada med adekvat orsakssamband.....	56
7.3	Ansvar mot aktieägarna för direkt skada.....	57
7.3.1	Aktieägarnas hypotetiska förmögenhetsförlust	57
7.3.2	Kvalificerad skadehandling.....	57
7.3.3	Försvarsåtgärdsförbudet	58
7.3.4	Överträdelse av omsorgsplikten.....	58
7.4	Ansvar mot aktieägarna för indirekt skada.....	59
7.5	Ansvar mot bolaget	59
7.5.1	Överträdelse av lag eller föreskrift.....	59
7.5.2	Fri culpabedömning vid överträdelse av omsorgsplikten.....	60
7.6	Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen	62
8	Slutsatser	63

9 Käll-och Litteraturförteckning	65
9.1 Europeisk offentligt tryck.....	65
9.2 Svenskt offentligt tryck.....	65
9.2.1 Propositioner	65
9.2.2 Statens offentliga utredningar	65
9.3 Självregleringsinstrument	65
9.3.1 Sverige.....	65
9.3.2 Finland	65
9.3.3 England	66
9.4 Litteratur	66
9.5 Artiklar	68
9.6 Elektroniska källor	68
9.7 Rättsfall och utlåtanden	69
9.7.1 Högsta domstolen.....	69
9.7.2 Rättsfall från USA.....	69
9.7.3 Aktiemarknadsnämndens uttalanden.....	69

Förord

Med detta examensarbete avslutar jag mina studier vid Juridiska institutionen vid Göteborgs Universitet. Intresset för aktiemarknadsrätt väcktes hösten 2013 då jag läste fördjupningskursen Börsrätt ledd av Rolf Skog. Kursen var inspirerande och pekade på många intressanta frågeställningar. I synnerhet växte ett intresse för offentliga uppköpserbjudanden och tillhörande juridiska problem.

Jag vill rikta ett stort tack till min handledare, Docent Claes Martinson, för god vägledning och stöd under arbetets gång.

Lund den 17 maj 2015

Isabella Lidström

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
HB	Handelsbalk (1736:0123 2)
HD	Högsta Domstolen
Helsinki Takeover Code	Värdepappersmarknadsföreningen rf:s kod för uppköpserbudanden
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden
NJA	Nytt Juridiskt arkiv, avdelning I
Prop.	Proposition
Stockholmsbörsen	Nasdaq OMX Stockholm AB
Takeover Code	City Code on Takeovers and Mergers
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden
Takeover-reglerna	Nasdaq OMX Stockholm AB:s regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (2012-07-01)
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

1 Exklusivitetsavtal – ett nödvändigt ont?

1.1 Bakgrund

Det är kostsamt att genomföra ett offentligt uppköpserbjudande. För att gardera sig mot eventuella förluster är det naturligt att den som planerar att lägga ett bud försäkras sig om att de vidtagna förberedelserna inte går förlorade.¹ *Exklusivitetsavtal*² syftar främst till att minska denna risk för budgivaren.³ Avtalet grundar sig dels på exklusivitetsförpliktelser, s.k. *performance promises*. Dessa förpliktigar målbolaget, gentemot budgivaren, att inte förhandla eller aktivt söka efter alternativa budgivare under transaktionsprocessen (se figur 1).⁴ Exklusivitetsavtalet innehåller även vanligtvis *lock ups* med syfte att säkra relationen mellan målbolaget och budgivaren. Detta för att utestänga alternativa budgivares möjlighet att lämna konkurrerande bud. Avtalet innehåller vanligtvis även en *break up fee* som ålägger målbolaget att ersätta budgivaren om förhandlingarna mot förmodan skulle bli resultatlösa.⁵ Det är emellertid inte enbart budgivaren som gynnas utan målbolaget och dess aktieägare kan även dra fördelar av exklusivitetsavtalet.



FIGUR 1. Förenklad tidslinje över ett framgångsrikt offentligt uppköpserbjudande där aktieägarna antar budgivarens bud i slutet av transaktionsprocessen.

¹ Stattin (2009) s. 237.

² Eng. *deal protection*, delas ofta upp i exklusivitetsavtal och lock-ups. Den förra avtalsformen delas i sin tur in i *performance promises* och *break up fees*. Se Bainbridge (2012) s. 87. För att hålla isär begreppen och underlätta för läsaren kommer begreppet *exklusivitetsavtal* användas för både exklusivitetsavtal och lock-ups. I de fall en specifik variant avses kommer denna benämnas vid dess precisa namn.

³ Stattin (2009) s. 237.

⁴ Bainbridge (2012) s. 87.

⁵ Avseende benämningen på klausulerna i exklusivitetsavtalet följer jag Stattin i framställningen *Takeover – Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*.

Exklusivitetsavtal blev först vanliga i amerikanska transaktioner. Dess användning i Sverige ökar framförallt på grund av att allt fler utländska aktörer lägger bud på bolag noterade på NASDAQ OMX Stockholm AB.^{6,7} Trots att exklusivitetsavtal blir allt vanligare går det emellertid inte att tala om någon marknadspraxis.⁸ Avtal som syftar till att underlätta förhandlingar och undanröja kostnader är inte främmande i svensk rätt. Mot bakgrund av detta är avtalet som utgångspunkt tillåtet.⁹ Det som däremot skiljer exklusivitetsavtal från avtal som syftar till att underlätta förhandlingar och undanröja kostnader är att målbolagsstyrelsen ingår avtalet för annans räkning. I detta fall ingår målbolagsstyrelsen avtalet för målbolagets räkning och indirekt dess aktieägare. Detta på grund av att det offentliga uppköpserbudandets riktning sig mot dem.

För att få till stånd ett bud kan det vara nödvändigt att målbolaget åtar sig att helt eller delvis ersätta budgivaren för dennes nedlagda transaktionskostnader.¹⁰ Kostnaderna blir vanligtvis omfattande för budgivaren och risken att inte återfå de pengar som investerats i erbjudandet kan hindra ett bud från att komma till stånd.¹¹ Mot bakgrund av detta kan det vara motiverat att målbolagsstyrelsen ingår exklusivitetsavtal med budgivaren för att på så sätt öka förutsättningarna för att transaktionen genomförs.¹²

För att underlätta transaktionsprocessen kan det vara givande för målbolaget att ingå exklusivitetsavtal med budgivaren. Då avtalet frångår målbolagets rätten att initiera förhandlingar med konkurrerande budgivare kan parterna förhandla i lugn och ro. Budgivarens riskerar då inte att användas som en s.k. *stalking horse* för att provocera fram alternativa budgivare att lämna konkurrerande bud.¹³ Som en följd av detta ökar budgivarens incitament att i den initiala fasen lägga ett högt bud. Exklusivitetsavtalet utgör således ett förhandlingsverktyg. Om målbolaget och budgivaren har incitament att fullfölja uppköpet finns det goda chanser att affären blir framgångsrik.¹⁴

⁶ Vidare benämnd Stockholmsbörsen.

⁷ Stattin (2009) s. 238. Se även Gripenberg och Sprängs (2014). Pharmacia köps up av amerikanska Pfizer 2003, Volkswagen uppköp av Scania 2007, Svenska företaget Astra går samman med brittiska Zeneca 1999 och Canons bud på svenska företaget Axis 2015.

⁸ Stattin (2012) s. 44.

⁹ Stattin (2009) s. 254.

¹⁰ Transaktionskostnader är sådana kostnader som uppkommer vid ett ekonomiskt utbyte. Se Korling och Zamboni (2013) s. 187.

¹¹ Stattin (2012) s. 52.

¹² Stattin (2009) s. 237.

¹³ Stattin (2012) s. 55.

¹⁴ Stattin (2009) s. 238.

Avtalet kan dessutom innefatta en skyldighet för budgivaren att lägga ett bud på målbolaget vid slutet av förhandlingsfasen. Det har visat sig att misslyckade uppköp, som beror på att budgivaren dragit tillbaka sitt bud, kan få mycket negativa konsekvenser för målbolaget. Ur marknadens synvinkel kan detta signalera på brister hos målbolaget som kan komma att påverka informationsflödet på marknaden och kursen på bolagets aktier. Bygger exklusivitetsavtalet på ömsesidighet så minskar denna risk. Detta då målbolagsstyrelsen kan kräva försäkran att ett bud i slutändan av förhandlingarna offentliggörs.¹⁵

Det problematiska är emellertid inte exklusivitetsavtalet i sig utan de enskilda klausulerna som aktualiserar en rad rättsliga problem. Då exklusivitetsavtal har sitt ursprung i amerikanska transaktioner måste avtalet anpassas till svensk rätt. Klausuler är problematiska dels utifrån aktiemarknadsrättsliga men även aktiebolagsrättsliga regler. Aktiemarknadsrättsligt kan de enskilda klausulerna i avtalet komma att strida mot Stockholmsbörsens regelverk för offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, även kallat takeover-reglerna. Det har även diskuterats huruvida klausulerna i avtalet innebär ett försvårande för alternativa budgivare att lämna konkurrerande bud på målbolaget. Detta kan leda till att målbolagsstyrelsen vidtar försvarsåtgärder som de normalt är förhindrade att genomföra utan bolagsstämans godkännande eller med dispens från Aktiemarknadsnämnden.^{16, 17} Aktiebolagsrättsligt har det, utöver diskussionen avseende klausulernas förenlighet med ABL och bolagsordningen, diskuterats kring vilka förpliktelser målbolagsstyrelsen har gentemot bolaget innan exklusivitetsavtalet ingås. Framförallt är målbolagsstyrelsens omsorgsplikt av intresse i detta avseende.

Exklusivitetsavtal omnämns för närvarande enbart i kommentaren till skrivelsen i II.17 takeover-reglerna. Där kan man utläsa att avtal som begränsar målbolagets rätt att under viss tid föra diskussioner med eller aktivt söka andra potentiella budgivare endast bör ingås av målbolagsstyrelsen om särskilda skäl motiverar detta. Desamma gäller för avtal som ålägger målbolaget att ersätta budgivaren för nedlagda kostnader om affären inte skulle bli av. Av kommentaren framgår det vidare att målbolagsstyrelsen, i de fall särskilda skäl föreligger, dels är skyldig att säkerställa att avtalsvillkoren i exklusivitetsavtalet är förenliga med gällande rätt men även noga pröva om avtalet ligger i samtliga aktieägares intresse. Vilka skäl som motiverar avtalets ingående omnämns däremot inte i kommentaren. Det

¹⁵ Stattin (2009) s. 239.

¹⁶ Vidare benämnd AMN.

¹⁷ Se 5 kap. 1 § 1 st. LUA.

framgår inte heller hur avtalet bör utformas för att vara förenligt med aktiebolagsrättsliga och aktiemarknadsrättsliga regler. Av kommentaren framgår inte heller hur målbolagsstyrelsen ska gå tillväga för att pröva huruvida avtalet är förenligt med samtliga aktieägares intresse. Den handfull av offentliga uppköpserbjudanden som använt sig av exklusivitetsavtal har dessvärre inte lett till något uttalande från AMN eller någon prejudicerande dom till vägledning.¹⁸

Rättsläget i USA, England och Finland, gällande exklusivitetsavtal, är jämfört med Sverige betydligt klarare. I USA är exklusivitetsavtal vanligt förekommande i publika transaktioner. Avtalet regleras inte i lag utan har behandlats främst i rättspraxis.¹⁹ I Finland är exklusivitetsavtal reglerade i en självständig rekommendation i Helsinki Takeover Code. I England däremot infördes ett nästintill undantagslöst förbud mot exklusivitetsavtal år 2011. Detta avviker från utvecklingen på övriga uppköpsmarknader där användningen ökar.

Denna uppsats utreder hur målbolagsstyrelsen bör agera i samband med exklusivitetsavtal vid offentliga uppköpserbjudanden. Följande avsnitt i detta kapitel beskriver ingående uppsatsens syfte och frågeställningar, de metoder och material som använts samt vilka avgränsningar som gjorts. Slutligen ges en övergripande disposition av uppsatsens följande kapitel.

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att ge råd till målbolagsstyrelsen inför de överväganden²⁰ som aktualiseras vid budgivarens förfrågan om att ingå exklusivitetsavtal i samband med det offentliga uppköpserbudandet. För att ge råd till målbolagsstyrelsen avser jag att först klargöra huruvida det finns några rättsliga begränsningar, och i så fall vilka, avseende exklusivitetsavtalets utformning. Detta mot bakgrund av att åtagandena i avtalet dels kan strida mot målbolagsstyrelsens omsorgsplikt men även mot målbolagsstyrelsens skyldigheter i takeover-reglerna. Åtagandena riskerar även att utgöra förbjudna försvarsåtgärder i strid med 5 kap. 1 § LUA. Med uppsatsen vill jag vidare undersöka hur målbolagsstyrelsen praktiskt bör gå tillväga för att pröva avtalets förenlighet med samtliga aktieägares intresse. Slutligen avser jag utreda målbolagsstyrelsens ansvar efter att avtal ingås. Här undersöks målbolagsstyrelsens ansvar i enlighet med 29 kap. 1 § ABL då skada

¹⁸ Se exempelvis Powerwave Technologies bud på LGP Allgons 2003, LogicaCMG:s bud på VM-data 2006 samt Vodafones bud på Wayfinder 2008. Se Stattin (2009) s. 238.

¹⁹ Lagstiftning avseende exklusivitetsavtal saknar dels på federal nivå men även i de viktigaste delstaterna. Se Stattin (2009) s. 241.

²⁰ Med överväganden avses skyldigheten att tillse att avtalsvillkoren är förenliga med gällande rätt samt skyldigheten att noga pröva om avtalet ligger i samtliga aktieägares intresse. Se kommentaren till II.17 takeover-reglerna.

uppstår som en följd av exklusivitetsavtalet. Följande frågeställningar kommer jag att besvara genom uppsatsen:

- 1) Vilka begränsningar uppställer svensk rätt för exklusivitetsavtal?
- 2) Utgör åtagandena i exklusivitetsavtalet förbjudna försvarsåtgärder?
- 3) Hur bör målbolagsstyrelsen gå tillväga för att säkerställa att avtalet är förenligt med samtliga aktieägarnas intresse?
- 4) Riskerar målbolagsstyrelsen att ställas till ansvar om skada uppstår till följd av att exklusivitetsavtal ingås med budgivaren?

1.3 Metod

Då föremålet för uppsatsen, exklusivitetsavtal, är oreglerat i svensk rätt behandlas det inte i traditionella rättskällor. Eftersom exklusivitetsavtal fortfarande är ett relativt nytt fenomen vid svenska offentliga uppköpserbudanden har ämnet heller inte behandlats i någon vidare omfattning i svensk doktrin. Trots detta har jag funnit att en traditionell rättsutredande metod, där lag, förarbeten, rättspraxis och doktrin studerats, är mest fördelaktig. Detta då målbolagsstyrelsen vid uppköpssituationen dels måste förhålla sig till lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden²¹ men även till aktiebolagslag (2005:551).²² Nämnade lagar har således varit centrala i mitt arbete och stor vikt har lagts vid deras förarbeten. Genom att studera lagarnas bakomliggande syften och ändamål tillsammans med doktrin har jag klargjort hur exklusivitetsavtal bör utformas för att inte strida mot svensk rätt och hur målbolagsstyrelsen ska gå tillväga för att pröva avtalets förenlighet med aktieägarnas intresse. Vidare har Stockholmsbörsens takeoverregler studerats där bestämmelsen i II.17 varit viktig. Slutligen har Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden²³ studerats på grund av dess inflytande på LUA och takeoverreglerna.

Där vägledning från förarbeten till ABL och LUA varit bristfällig har rättsekonomiska argument använts. Detta gäller för uppsatsens första frågeställning. Kapitlet innehåller en normativ inriktning avseende främjandet av ekonomisk effektivitet och undvikande av höga transaktionskostnader. De rättsekonomiska argumenten har i sin tur vägts mot skyddshänsyn för budgivaren.

För att komplettera ovan nämnda svenska rättskällor har en internationell utblick gjorts med hjälp av en komparativ metod. Utblicken företas som ett led i att besvara

²¹ Vidare benämnd LUA.

²² Vidare benämnd ABL.

²³ Vidare benämnd takeover-direktivet.

uppsatsens tredje frågeställning och redogör dels för hur exklusivitetsavtal regleras i andra länder men primärt vilka förpliktelser och normer som åläggs målbolagsstyrelsen innan exklusivitetavtal ingås. De länder som studeras är USA, Finland och England. Amerikansk rätt har studerats då användningen av exklusivitetsavtal först tillämpades i samband med amerikanska transaktioner. I synnerhet har praxis från delstaten Delaware studerats.²⁴ Emellertid har varsamhet iakttagits vid utnyttjande av amerikansk rättslig argumentation för svenskt vidkommande. Detta mot bakgrund av de olikheter som förekommer mellan svensk och amerikansk rätt. Finland studeras dels på grund av dess rättslikhet med Sverige men även på grund av att exklusivitetsavtal reglerats i en självständig rekommendation i Helsinki Takeover Code. Rättsläget i England har studerats mot bakgrund av att engelsk rätt har ett argumentativt värde i svensk rätt. Detta då de svenska takeover-reglerna till stora delar bygger på engelsk rätt.²⁵

1.4 Material

För uppsatsens första och andra frågeställning har primär vägledning tagits från ABL och LUA med tillhörande förarbeten. Tillsammans med lag och förarbeten har även doktrin studerats. I detta sammanhang har Daniel Stattins framställning *Takeover – offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt* sörjt för god vägledning i undersökningen och bistått min analys med värdefulla synpunkter. Utöver Stattins framställning har *Takeover-reglerna En kommentar* av Nyström, Ohlsson, Sjöman och Skog gett bidrag till tolkning och tillämpning av 5 kap. 1 § LUA och bestämmelsen i II.17 takeover-reglerna.

För uppsatsens tredje frågeställning har doktrin inom det aktiebolagsrättsliga området använts. Rättsvetenskapliga författare som Bergström, Samuelsson, Sandström och af Sandeberg har bidragit med värdefulla infallsvinklar och diskussioner. Med anledning av aktiebolagsrättens starka koppling till aktiemarknadsrätten har det varit fruktbart att granska associationsrättsliga regler. Detta för att ge vägledning till hur målbolagsstyrelsen bör agera i samband med exklusivitetsavtalets ingående. Vidare har Stattins avhandling *Företagsstyrning – En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning* bistått med intressanta tankegångar gällande styrelsens skyldigheter gentemot bolaget innan beslut tas om att ingå exklusivitetsavtal. Dessutom har utländsk praxis och takeover-reglering studerats för att besvara frågeställningen.

²⁴ Lagstiftning avseende exklusivitetsavtal saknar dels på federal nivå men även i de viktigaste delstaterna. Se Stattin (2009) s. 241.

²⁵ Stattin (2009) s. 240.

Vid behandling av uppsatsens fjärde frågeställning har proposition 1997/98:99 legat till grund för stora delar av den rättsliga argumentationen. Skadeståndsreglerna i 29 kap. ABL och deras möjliga tillämpning i aktiemarknadsrättsligt sammanhang har vidare undersökts med hjälp av Dotevalls *Bolagsledningens skadeståndsansvar, Stattins Takeover – offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt* samt *Aktiebolagslagen En kommentar Del III* av Andersson, Johansson och Skog.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen avser att behandla offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknadsbolag vars aktier handlas med på Stockholmsbörsen. Regelverk på övriga marknadsplatser har således inte studerats. Vidare förutsätts det att budgivarens bud omfattar samtliga aktier i målbolaget och att budet är rekommenderat eller förhandlat.²⁶

Uppsatsen tar sikte på att undersöka II.17 takeover-reglerna och dess tillhörande kommentar. På grund av utrymmesskäl kommer målbolagsstyrelsens övriga skyldigheter i samband med det offentliga uppköpserbjudandet inte att studeras ingående.²⁷ Vidare kommer målbolagsstyrelsens aktiebolagsrättsliga omsorgsplikt att behandlas i uppsatsen.²⁸ Detta då målbolagsstyrelsen är skyldig att agera i bolagets intresse, dvs. aktieägarnas intresse, vid avtalets ingående.²⁹ Uppsatsen avser således att inte att behandla målbolagsstyrelsens lojalitetsplikt då denna vanligtvis inte aktualiseras i samband med avtalets ingående.³⁰

²⁶ Rekommenderat eller förhandlat bud, *negotiated takeover*, innebär att budgivaren träder i förbindelse med målbolaget och föreslår att lägga ett erbjudande under vissa villkor. Se Stattin (2009) s. 153.

²⁷ Se II.18, II.19 samt II.20 takeover-reglerna.

²⁸ Meningarna går isär om det är rättsligt korrekt att göra en delning av de två plikterna. Stattin tillsammans med Samuelsson och Bergström tycks förespråka en delning som även jag kommer att göra i den fortsatta framställningen. Se Stattin (2009) s. 256 samt Bergström och Samuelsson (2012) s. 112 ff.

²⁹ Meningarna går dock isär i doktrin om huruvida aktieägarnas intresse kan likställas med bolagets intresse vid ett offentligt uppköpserbjudande. Nyström och Sjöman berör spörsmålet något och hävdar att den vinst som aktieägarna gör vid överlåtelsen till den nya aktieägaren synes vara något annat då bestämmelsen i 3 kap. 3 § ABL fokuserar på att generera vinst *”till fördelning mellan aktieägarna”*, alltså via bolaget. På grund av att bolaget inte är part i det offentliga uppköpserbjudandet synes aktieägarnas vinst efter försäljningen till budgivaren vara något annat. Se Nyström och Sjöman (2009). Se även Lindskog (2012) s. 69 samt Stattin (2009) s. 52 ff.

³⁰ Det kan dock uppkomma situationer där tystnadsplikten gentemot bolaget bryts av målbolagsstyrelsen i samband med ingående av exklusivitetsavtal. I uppsatsen förutsätts emellertid inte att en lojalitetskonflikt föreligger. Desamma ska gälla för rättshandlingar som aktualiserar jävsbestämmelsen i 8 kap. 23 §.

I uppsatsen antar jag ett *shareholder*-perspektiv. Detta mot bakgrund av att målbolagsstyrelsen är skyldig att agera i aktieägarnas intresse i samband med de rättsliga övervägandena som företas vid budgivarens förfrågan om att ingå exklusivitetsavtal.³¹ Med anledning av omsorgsplikten utestängs möjligheten för målbolagsstyrelsen att tillvarata övriga intressen.³² Omsorgsplikten är med detta perspektiv exklusiv och innebär att målbolagsstyrelsen endast ska tjäna aktieägarna.³³

Det grundläggande instrument som används för att reglera exklusivitet är avtal. Detta medför att avtalsrättsliga regler, som utgångspunkt, aktualiseras. Då målbolagsstyrelsen primärt rättshandlar inom ABL, LUA och takeover-reglerna skapas dock en särskild avtalssituation som innebär att de avtalsrättsliga reglerna inte tillämpas.³⁴ Den avtalsrättsliga principen om culpa in contrahendo tjänar emellertid som vägledning för resonemanget kring budgivarens ersättningsgilla kostnader.

I samband med diskussionen kring målbolagsstyrelsens ansvar vid ingående av exklusivitetsavtal med budgivaren är påföljdreglerna i ABL centrala. Eventuell skadeståndsskyldighet på grund av skada som vållats genom brott i enlighet med 2 kap. 4 § skadeståndslagen (1972:207) omfattas ej av uppsatsen.

1.6 Disposition

Uppsatsens inleds, i kapitel 2, med en redogörelse över vilka begränsningar som svensk rätt uppställer för exklusivitetsavtal. Kapitlet avser att utreda huruvida klausulerna i exklusivitetsavtalet strider mot ABL, bolagsordning, LUA eller takeover-reglerna. Kapitlet avslutas med sammanfattade råd till målbolagsstyrelsen för hur de bör utforma avtalet mot bakgrund av den osäkerhet som råder. I uppsatsens tredje kapitel redogörs för dels huruvida målbolagsstyrelsens avtalande med budgivaren kan strida mot försvaråtgärdsförbudet och dels om betalningen av en break up fee utgör en olovlig försvarsåtgärd i strid med 5 kap. 1 § LUA.

Fjärde, femte och sjätte kapitlet behandlar uppsatsens tredje frågeställning – hur målbolagsstyrelsen bör gå tillväga för att säkerställa att avtalet är förenligt med samtliga aktieägares intresse. Kapitel fyra utreder de förpliktelser som åläggs målbolagsstyrelsen i II.17 takeover-reglerna. Detta för att fastställa vad som utgör

³¹ Se kommentar till II.17 takeover-reglerna.

³² Under förutsättning aktiemarknadsbolaget är solvent. Ett solvent aktiebolag utgår från att styrelsen agerar i aktieägarnas intresse. Däremot kräver ett insolvent aktiebolag att styrelsen agerar i borgenärernas intresse. Se Stattin (2008) s. 91 samt Stattin (2009) s. 153, 268.

³³ Bergström och Samuelsson (2012) s. 114 ff.

³⁴ Stattin (2009) s. 255.

aktieägarnas intresse. Vidare fastställs vilka förpliktelser som följer av målbolagsstyrelsens aktiebolagsrättsliga omsorgsplikt. Dels behandlas skyldigheten att tillvarata bolagets intresse men även kravet på aktsamhet vid förvaltningen av bolagets angelägenheter. Kapitel fem behandlar dels hur exklusivitetsavtal reglerats i andra länder men primärt vilka förpliktelser och normer som åläggs målbolagsstyrelsen innan exklusivitetavtal ingås. Först redovisas rättsläget i USA, sedan läget i Finland och avslutningsvis i England. Därefter, i kapitel sex, utreds vilka förpliktelser som bör åläggas målbolagsstyrelsen, enligt svensk rätt, innan de avtalar med budgivaren om att ingå exklusivitetsavtal. Kapitlet redogör för de åtgärder som målbolagsstyrelsen bör företa för att uppfylla kravet på aktsamhet utifrån omsorgsplikten.

I uppsatsens sjunde kapitel behandlas möjligheterna att rikta ansvar mot målbolagsstyrelsen om skada uppstår till följd av att exklusivitetsavtal ingås med budgivaren. Centralt för sammanhanget är 29 kap. 1 § ABL. Avslutningsvis, i det åttonde kapitlet, behandlas de slutsatser som dragits av ovanstående framställning.

2 Exklusivitetsavtalets utformning och förenlighet med svensk rätt

2.1 Inledning

I detta avsnitt avser jag att klargöra vilka rättsliga begränsningar svensk rätt uppställer för exklusivitetsavtal. Detta innebär att klausulerna i avtalet inte får strida mot ABL, bolagsordning, LUA eller takeover-reglerna.³⁵ På grund av den bristande vägledningen i kommentaren till II.17 takeover-reglerna föreligger en osäkerhet i hur avtalet bör utformas. Osäkerheten grundar sig även till viss del på det nästintill undantagslösa förbud som infördes mot exklusivitetsavtal år 2011 i den engelska motsvarigheten till de svenska takeover-reglerna, City Code on Takeovers and Mergers.³⁶ Detta då engelsk rätt länge har sört för argumentativ vägledning avseende tolkning och tillämpning av de svenska reglerna gällande offentliga uppköpserbjudanden.³⁷ Kapitlet inleds med en redogörelse för avtalets exklusivitetsförpliktelser, s.k. *performance promises*. Därefter behandlas *lock ups* och sedan *break up fees*. Slutligen behandlas den s.k. *fiduciary out-klausulen*. Kapitlet avslutas med sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen.

2.2 Performance promises

2.2.1 Best effort-klausul

Det villkor som är minst ingripande för målbolaget kallas *best effort* och förbinder målbolaget att efter bästa förmåga verka på ett sätt som möjliggör att transaktionen fullbordas.³⁸ Klausulen är i praktiken oprecist utformad men innebär vanligtvis att målbolaget åläggs en skyldighet att uppnå en form av miniminivå där de ska agera i god tro utifrån deras skyldighet enligt avtalet.³⁹ Klausulen har därmed betydelse för den lojalitet som krävs mellan målbolaget och budgivaren under transaktionsprocessen.

Klausulen omfattar vanligtvis även en skyldighet för målbolagsstyrelsen att rekommendera budet för aktieägarna vilket gör den mer ingripande. Som utgångspunkt har målbolagsstyrelsen enbart en skyldighet att uttala sig om budgivarens erbjudande men däremot inte en skyldighet att rekommendera det för aktieägarna. Skyldigheten att uttala sig om budgivarens erbjudande fastställs i II.19 takeover-reglerna. Senast två veckor före acceptfristens utgång måste

³⁵ Stattin (2009) s. 259, Nyström och Sjöman (2011) s. 98 ff.

³⁶ Vidare benämnd Takeover Code.

³⁷ Stattin (2009) s. 240.

³⁸ Sevenius (2011,1) s. 169.

³⁹ Bainbridge (2012) s. 87 not. 88.

målbolagsstyrelsen offentliggöra sin uppfattning samt skälen därtill gällande budgivarens bud.⁴⁰ Syftet med bestämmelsen är att styrelsen måste lämna en rekommendation till huruvida aktieägarna bör acceptera budet eller inte. Styrelsen i målbolaget har i regel en sådan omfattande insikt i bolaget och dess förhållande att det är av värde för aktieägarna att de lämnar sin syn på erbjudandet.⁴¹ Målbolagsstyrelsen ska primärt redovisa sin uppfattning om hur erbjudandet kommer att påverka målbolaget och de effekter som budgivarens strategiska planer kommer att ge upphov till. Framförallt ska målbolagsstyrelsen undersöka hur sysselsättningen och de orter där målbolaget bedriver sin verksamhet kommer att påverkas av det lämnade erbjudandet.⁴² Syftet med bestämmelsen i II.19 takeover-reglerna är således att hjälpa aktieägarna att ta ställning till erbjudandet.

Målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om budgivarens bud i enlighet med II.19 takeover-reglerna ska även tolkas i ljuset av takeover-reglernas inledande principer. Av principerna framkommer det dels att aktieägarna ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet.⁴³ Det framkommer även att målbolagsstyrelsen ska handla med beaktande av de intressen som bolaget har i sin helhet. Målbolagsstyrelsen får därför inte förvägra aktieägarna möjlighet att ta ställning till ett erbjudande.⁴⁴ Aktieägarna har således den slutgiltiga beslutanderätten om vilket erbjudande som ska antas.⁴⁵ Åtgärder som kan komma att inverka på aktieägarnas beslut i viss riktning ska därför undvikas av målbolagsstyrelsen.⁴⁶ Mot bakgrund av detta är det tveksamt om målbolagsstyrelsen i förväg, med bindande verkan, kan rekommendera ett bud till aktieägarna.

2.2.2 No shop-klausul

Exklusivitetsavtalet innehåller även en s.k. *no shop-klausul*. Klausulen syftar till att begränsa målbolagets förhandlingsutrymme med alternativa budgivare.⁴⁷ Förpliktelsen innebär att målbolaget förbinder sig att inte aktivt söka efter eller initiera förhandlingar med konkurrerande budgivare. Avtalsvillkoret förhindrar däremot inte målbolaget från att förhandla om förhandlingarna initierats av en alternativ budgivare.⁴⁸

⁴⁰ Se II.19 takeover-reglerna.

⁴¹ Se kommentar II.19 takeover-reglerna.

⁴² Se II.19 takeover-reglerna.

⁴³ Princip b) takeover-reglernas inledning.

⁴⁴ Princip c) takeover-reglernas inledning.

⁴⁵ Broneus och Stattin (2010-11) s. 37.

⁴⁶ Ydén (2008) s. 346.

⁴⁷ Stattin (2009) s. 257.

⁴⁸ Sevenius (2011,1) s. 169.

Som utgångspunkt är no shop klausulen förenlig med god sed på aktiemarknaden. Då målbolagsstyrelsen inte är skyldig att aktivt verka för ett bättre erbjudande utgör klausulen inget hinder för målbolagsstyrelsen att uppfylla sina förpliktelser gentemot aktieägarna.⁴⁹ Detta innebär emellertid inte att styrelsen ska inta en passiv roll vid det offentliga uppköpserbudandet.⁵⁰ Klausulen kan under en viss tid övergå till en *go shop-klausul*. Detta villkor förbinder målbolaget att endast söka efter alternativa budgivare under en begränsad tid. Vanligtvis övergår klausulen till en no shop då tiden löpt ut.⁵¹ Det finns inte några hinder för att uppställa detta villkor i avtalet.

Av klausulen följer också vanligtvis en förpliktelse att informera budgivaren i de fall då ett konkurrerande bud läggs på målbolaget. Informationsförpliktelsen ger upphov till en s.k. *matching right* för budgivaren.⁵² Informationsförpliktelser gentemot budgivaren är som utgångspunkt oproblematiska. Detta mot bakgrund av att det anses ligga i linje med målbolagets skyldighet att informera marknaden. Dessutom är målbolagsstyrelsen skyldig att förhålla sig rättvis till alla konkurrerande bud för att på så sätt tillvarata aktieägarnas intresse av att ha en budgivning på lika villkor.⁵³ Målbolagsstyrelsen är skyldig att uppriktigt och objektivt granska alla seriösa erbjudanden som lämnas. Konkurrerande bud är till fördel för aktieägarna. Detta då ersättningen för aktierna därmed pressas upp i budstriden.⁵⁴

Däremot är det inte klarlagt hur pass långtgående no shop-klausulen får lov att vara för att inte strida mot god sed på aktiemarknaden. Klausulen medför att målbolaget i ett tidigt skede låser sig till budgivaren. Skälen till att avtala om en no shop-klausul vid ett offentligt uppköpserbudande är att villkoret kan stimulera och öka möjligheterna för genomförandet av en transaktion. Däremot kan en allt för långtgående förpliktelse resultera i övervägande negativa effekter för målbolaget och dess aktieägare. De negativa effekterna består vanligtvis av att klausulen förhindrar alternativa budgivare från att en genomföra *due diligence*-undersökning av målbolaget.⁵⁵ Då denna undersökning vanligtvis ligger till grund för att en budgivare ska lägga ett bud finns det anledning att anta en restriktiv hållning till att målbolagsstyrelsen ingår allt för omfattande no shop-klausuler med budgivaren. Det finns även anledning att begränsa no shop-klausulen i tid. Mot bakgrund av de

⁴⁹ Nyström m.fl. (2013) s. 194.

⁵⁰ Broneus och Stattin (2010-11) s. 34 ff.

⁵¹ Sevenius (2011,1) s. 169.

⁵² Stattin (2009) s. 259.

⁵³ Stattin (2009) s. 227. Avsnittet gäller primärt regeln II.20 takeover-reglerna om målbolagsstyrelsens möjlighet att godkänna en due diligence-undersökning.

⁵⁴ Stattin (2009) s. 337.

⁵⁵ Även kallad företagsbesiktning. Se Sevenius (2012) s. 283.

inlåsnings effekter som målbolaget kan drabbas av är det motiverat att klausulen upphöra att gälla då budgivarens bud definitivt fallit (se punkt 4 i figur 1).⁵⁶

2.2.3 No talk-klausul

Ett betydligt mer ingripande och långtgående villkor i exklusivtetsavtalet är *no talk-klausulen*. Klausulen innebär en strikt kommunikationsrestriktion för målbolaget vilket innebär att målbolaget inte tillåts, under några omständigheter, att kommunicera med alternativa budgivare rörande erbjudandet.⁵⁷ Klausulen är därav, i jämförelse med no shop-klausulen, en betydligt mer långtgående inskränkning i målbolagets handlingsutrymme.

Utifrån svensk rätt finns det mycket som talar för att en no talk-klausul inte går att uppställa i exklusivtetsavtal vid svenska offentliga uppköpserbjudanden.⁵⁸ Detta då klausulen innebär att målbolagsstyrelsen åsidosätter sin omsorgsplikt. Omsorgsplikten ålägger målbolagsstyrelsen att agera i bolagets intresse dvs. samtliga aktieägares intresse.⁵⁹ Omsorgsplikten förutsätter vidare att målbolagsstyrelsen iakttar de skyldigheter som följer av takeover-regleringen men även att målbolagsstyrelsen visar aktsamhet, i aktieägarnas intresse, vid hanteringen av konkurrerande bud.⁶⁰

Målbolagsstyrelsen har en central roll i det offentliga uppköpserbjudandet och ska under hela förfarandet sträva efter att agera i aktieägarnas intresse.⁶¹ Bestämmelsen i II.17 takeover-reglerna härrör ursprungligen från principen i punkten c) i takeover-reglernas inledning. Principen syftar till att säkerställa att målbolagsstyrelsen handlar med beaktande av de intressen som bolaget har i sin helhet. Av principen följer även att målbolagsstyrelsen inte förvägrar aktieägarna att ta ställning till erbjudandet. Principen syftar således till att säkerställa att grundläggande rättigheter respekteras av målbolagsstyrelsen och att de tillämpar en rättvis behandling gentemot samtliga aktieägare i budsituationen. Åtgärder som kan komma att inverka på aktieägarnas beslut i viss riktning ska därför undvikas av målbolagsstyrelsen.⁶² Av II.17 takeover-reglerna framkommer det även att styrelsens inte får agera i eget intresse eller låta sig styras av vissa aktieägare. Finns det mer än en budgivare är målbolagsstyrelsen förhindrad att utan saklig grund

⁵⁶ Stattin (2009) s. 270.

⁵⁷ Benämns som *no-negotiation clause* på den internationella marknaden. Se Sevenius (2011,1) s. 169.

⁵⁸ Stattin (2009) s. 259.

⁵⁹ Nyström m.fl. (2013) s. 194.

⁶⁰ Stattin (2009) s. 260.

⁶¹ Se kommentar II.17 takeover-reglerna.

⁶² Ydén (2008) s. 346.

främja en viss budgivare. Detta mot bakgrund av aktieägarnas intresse av att budkonkurrensen sker på lika villkor mellan budgivarna.⁶³ Dessutom förhindras målbolagsstyrelsen att utöva sin skyldighet i enlighet med II.19 takeover-reglerna. Lämnas ett erbjudande är målbolagsstyrelsen, som ovan nämnt, skyldig att uttala sig. Aktieägarna ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet.⁶⁴

Mot bakgrund av det ovan anförda kan man konstatera att no talk-klausulen inte går att uppställa i exklusivitetsavtal vid svenska offentliga uppköpserbjudanden. Detta då klausulen strider mot målbolagsstyrelsens förpliktelser enligt takeover-reglerna. Det finns emellertid varianter av no talk-klausulen som inte är lika inskränkande som en strikt kommunikationsrestriktion. En sådan konstruktion är exempelvis att målbolaget tillåts kommunicera med alternativa budgivare men att kommunikationen måste hållas på lägsta möjliga nivå. Målbolaget åläggs därmed vanligtvis att inte tillåta alternativa budgivare genomföra en due diligence-undersökning och att enbart uttala sig om det mest nödvändiga angående budet.⁶⁵ Konstruktionen, är i likhet med en ren no talk-klausul, problematisk. Om det ligger i aktieägarnas intresse att mer än den påbudna informationen kommuniceras eller att en due diligence-undersökning genomförs av en alternativ budgivare är målbolagsstyrelsen skyldig att tillåta detta med beaktande av omsorgsplikten.

2.3 Lock ups

2.3.1 Aktie-lock up

Lock ups kommer ursprungligen från amerikanska transaktioner och syftar till att målbolaget, i ett tidigt skede, rättshandlar för att säkra relationen med budgivaren.⁶⁶ Rättshandlingarna utgörs vanligtvis av att målbolaget åläggs att avyttra en nyckeltillgång till budgivaren under förhandlingarna, en s.k. tillgångsrelaterad-lock up, eller att målbolaget förfogar över icke utgivna aktier eller emitterar nya aktier till budgivaren, s.k. aktie-lock up, under transaktionsprocessen.⁶⁷ I svenska offentliga uppköpserbjudanden har aktie-lock ups inget praktiskt intresse. Enligt de associationsrättsliga emissionsreglerna är målbolagsstyrelsen förhindrad att emittera nya aktier eller förfoga över ett lager av icke utgivna aktier. Beslut kring emission av nya aktier ligger inom ramen för bolagsstämmans exklusiva kompetens.⁶⁸

⁶³ Nyström m.fl. (2013) s. 196.

⁶⁴ Princip b) takeover-reglernas inledning.

⁶⁵ Stattin (2009) s. 260.

⁶⁶ Stattin (2009) s. 240.

⁶⁷ Stattin (2009) s. 261 ff.

⁶⁸ Se 13 kap. ABL.

2.3.2 Tillgångsrelaterad lock up

I svensk rätt är tillgångsrelaterade lock ups även en sällsynt förekomst. De är jämförelsevis enkla att genomföra och kan företas dels före men även under transaktionsprocessen. Det ska påpekas att med tillgångsrelaterade lock ups menas inte strategiska allianser, s.k. *joint ventures*, som kan företas i affärssamarbeten eller i andra sammanhang mellan målbolaget och budgivaren.⁶⁹ Dessa strider med största sannolik inte, till skillnad mot tillgångsrelaterade lock ups, mot försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA. Målbolagsstyrelsen är därmed oförhindrad att ingå sådana typer av samarbeten.⁷⁰ Tillgångsrelaterade lock ups är emellertid problematiska på grund av villkorets avskräckande effekt på alternativa budgivare.⁷¹ Detta kan resultera i att aktieägarnas möjligheter att få till stånd en transaktion med högsta möjliga ersättning hindras.⁷² Villkoret har således effekten av att försämma förutsättningarna för att ett konkurrerande bud lämnas. Klausulernas effekt ligger således nära de försvarsåtgärder som målbolagsstyrelsen normalt är förhindrade att företa utan bolagsstämmobeslut eller med dispens från AMN.⁷³ Mer om detta i nästa kapitel.

För det andra är en tillgångsrelaterad lock up problematisk på grund av att rättshandlingen, att avyttra en betydande tillgång, troligtvis faller in under bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens.⁷⁴ Trots att bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens inte är fastslagen i svensk praxis pekar majoritetsuppfattningen på att en sådan kompetens föreligger.⁷⁵ Diskussionen kring bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens tar sikte på att de rättshandlingar som är så pass ingripande att de kan komma att påverka förutsättningarna för aktieägandet måste underställas stämman. När målbolagsstyrelsen ingår en tillgångsrelaterad lock up avyttras en central tillgång hos bolaget vilket kan förändra föremålet för verksamheten.⁷⁶ Utifrån diskussionen kring bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens är målbolagsstyrelsen skyldig att hänföra denna fråga till bolagsstämman. Rättshandlingen kan även strida mot bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens i den meningen att avyttrandet av nyckeltillgången hindrar aktieägarna från att i praktiken kunna anta bästa möjliga bud. Detta anses

⁶⁹ Stattin (2009) s. 258.

⁷⁰ Stattin (2008) s. 142 ff.

⁷¹ Stattin (2012) s. 52.

⁷² Då denna framställning fokuserat på bolagets intresse i form av genererad vinst till fördelning mellan aktieägarna, bortser jag därför från bud som i övriga fall kan anses vara det "bästa" utan att för den saken skall innebära högsta premie per aktie.

⁷³ Se 5 kap. 1 § 1 st. LUA.

⁷⁴ Stattin (2009) s. 261.

⁷⁵ Se Stattin (2008) s. 144 med hänvisningar för vidare läsning.

⁷⁶ Om föremålet för verksamheten, som anges i bolagsordningen, ska ändras kräver detta som utgångspunkt stämmobeslut. Se 3 kap. 4 § ABL.

också strida mot förutsättningarna för aktieägandet.⁷⁷ Svagheten i argumentationen är däremot, som ovan nämnts, att det inte finns någon svensk praxis som har fastställt den oreglerade exklusiva bolagsstämmokompetensen.⁷⁸ Detta gör resonemanget tämligen teoretiskt. Däremot finns det mycket som talar för att tillgångsrelaterade lock ups riskerar att omfattas av försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA. Mer om denna diskussion i nästa kapitel.

2.4 Break up fees

2.4.1 Kostnadstäckning till budgivaren

Budgivaren kan även önska avtala om en *break up fee* i exklusivitetsavtalet.⁷⁹ Villkoret är mycket vanligt i förhandlande bud och ålägger målbolaget att ersätta budgivaren för de kostnader som denne ådragits under erbjudandet om affären, mot förmodan, skulle bli resultatlös.⁸⁰ Break up feen innebär att det dels blir dyrare för alternativa budgivare att lämna konkurrerande bud och även att budgivaren får kostnadstäckning.⁸¹ Lämpligheten av att införa en break up fee i exklusivitetsavtalet måste övervägas i varje enskilt fall. Målbolagsstyrelsen måste noggrant överväga om transaktionens karaktär talar för att en break up fee bör stipuleras i avtalet. Utöver detta bör målbolagsstyrelsen pröva om åtagandet är ömsesidigt, om villkoret är begränsat till att avse faktiska kostnader och i så fall vilka kostnader som är ersättningsgilla. Vidare pröva om åtagandet är förenat med en beloppsbegränsning och slutligen vilka omständigheter som utlöser betalningsskyldigheten.⁸²

2.4.2 Transaktionens karaktär

För att få till stånd ett bud kan det vara nödvändigt att målbolaget åtar sig att helt eller delvis ersätta budgivaren för dennes nedlagda kostnader. Kostnaderna blir vanligtvis omfattande för budgivaren och risken att inte återfå de pengar som investerats i erbjudandet kan hindra ett bud från att komma till stånd.⁸³ Budgivarens utgifter, s.k. transaktionskostnader, består vanligtvis av finansiell och juridisk rådgivning.⁸⁴ Mot bakgrund av detta kan det vara motiverat att målbolagsstyrelsen avtalar med budgivaren om en break up fee för att på så sätt öka förutsättningarna för att transaktionen genomförs. När målbolaget förbinder sig att ersätta budgivarens transaktionskostnader lockas förhoppningsvis fler seriösa

⁷⁷ Stattin (2009) s. 262.

⁷⁸ Stattin (2009) s. 261.

⁷⁹ Sevenius (2011,1) s. 169.

⁸⁰ Se kommentar II.17 takeover-reglerna. Se även Bainbridge (2012) s. 88.

⁸¹ Stattin (2012) s. 52.

⁸² Nyström m.fl. (2013) s. 199.

⁸³ Stattin (2012) s. 52.

⁸⁴ Bainbridge (2012) s. 87.

budgivare att delta i budstriden. Dessutom kan break up fee medföra att budgivaren redan från början lämnar en väl tilltagen budpremie vilket gynnar aktieägarna.⁸⁵

2.4.3 Krav på ömsesidighet

För att kunna avtala med budgivaren om en break up fee bör avtalet även innehålla ett krav på motprestation från budgivaren. Åtagandet bör som utgångspunkt vara ömsesidigt.⁸⁶ Genom att målbolaget åtar sig att betala budgivarens kostnader kan styrelsen i utbyte kräva att budgivaren förpliktigar sig att lägga ett bud på målbolaget vid slutet av transaktionsprocessen.⁸⁷ Det har visat sig att misslyckade uppköp, som grundar sig på att budgivaren dragit tillbaka budet på målbolaget, kan få mycket negativa konsekvenser för målbolaget. I marknads ögon kan detta signalera på brister och problem i målbolaget. Detta kan komma att påverka informationsflödet på marknaden och därmed kursen på bolagets aktier.⁸⁸

2.4.4 Kostnadstäckning eller vite

Funktionen av en break up fee tvådelad. Dels medför klausulen att det blir dyrare för alternativa budgivare att lägga konkurrerande bud vilket korresponderar med att det samtidigt blir dyrare för målbolaget att dra sig ur affären. Break up fee medför även att budgivaren får rätt till kostnadstäckning för de transaktionskostnader denne haft i samband med erbjudandet om affären blir resultatlös.⁸⁹ Funktionen av att göra det svårare för alternativa budgivare att lämna konkurrerande bud är i likhet med tillgångsrelaterade lock-ups problematiskt. Detta då villkorets effekt ligger mycket nära försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA. Huruvida klausulen omfattas av försvarsåtgärdsförbudet i LUA diskuteras i nästa kapitel.

Vad gäller funktionen av att utge ersättning till budgivaren, för dennes transaktionskostnader i samband med erbjudandet, är denna teoretiskt mindre problematisk i jämförelse med villkorets avskräckande effekt. Ersättning för budgivarens transaktionskostnader aktualiserar emellertid två viktiga frågor. För det första måste avtalsparterna fastställa vilka kostnader som är ersättningsgilla och för det andra hur dessa kostnader ska beräknas.⁹⁰ Utifrån kommentaren till II.17 takeover-reglerna framkommer det inte vilka kostnader som typiskt är att anse som

⁸⁵ Stattin (2009) s. 238.

⁸⁶ Nyström m.fl. (2013) s. 199.

⁸⁷ Stattin (2009) s. 238.

⁸⁸ Stattin (2009) s. 239.

⁸⁹ Stattin (2012) s. 52.

⁹⁰ Stattin (2012) s. 53.

ersättningsgilla eller hur dessa bör beräknas för att vara förenliga med god sed på aktiemarknaden.⁹¹

Innan de två ovanstående frågorna besvaras ska en kort diskussion föras kring huruvida det är möjligt för parterna att i förväg fastställa ett vite till budgivaren, s.k. *liquidated damages*.⁹² I svensk rätt är det inte okänt att den part som begår ett kontraktsbrott förpliktigas att utbetala ett på förhand bestämt penningbelopp till motparten i enlighet med avtalet.⁹³ Vitet utgör vanligtvis en viss procentandel av priset per tidsenhet och är dessutom förenad med en övre begränsning för att begränsa vitets omfattning.⁹⁴ Ersättning för budgivarens transaktionskostnader kan, till skillnad mot ett vite, enbart fastställas i efterhand. Detta medför en större risk för att budgivaren drar på sig omfattande kostnader under transaktionsprocessen. Att i efterhand fastställa budgivarens ersättningsgilla kostnader medför även en större risk att målbolaget hamnar i tvist med budgivaren avseende ersättningens storlek. Ur ett transaktionsekonomiskt perspektiv är detta även mindre fördelaktigt för målbolaget och dess aktieägare.⁹⁵ Mot bakgrund av detta, anser jag att det finns skäl, att även tillåta vitesklausuler i exklusivitetsavtal.

2.4.5 Allmänna kontraktsrättsliga principer

Att målbolagsstyrelsen tillsammans med budgivaren i förväg avtalar om en break up fee-klausul i exklusivitetsavtalet innebär i första hand att tvist över huruvida ersättning ska utgå i de fall då transaktionen blir resultatlös elimineras. Däremot bör klausulen, för att motverka eventuella tvister mellan budgivare och målbolag, ge närmare vägledning till vilka kostnader som ska anses vara ersättningsgilla och hur dessa bör beräknas. Instrumentet vilket ligger till grund för att reglera exklusivitet är som ovan nämnt avtal. Detta innebär att vägledning kan hämtas från allmänna kontraktsrättsliga principer för att besvara de två ovanstående frågorna. Detta i brist på rättslig vägledning från ABL, LUA och takeover-reglerna.

Utifrån avtalslagens allmänna principer är en part som utgångspunkt fri att delta i avtalsförhandlingar. Skulle förhandlingarna inte leda fram till något avtal är parterna enligt huvudregeln ansvariga för sina egna kostnader.⁹⁶ Däremot är den part som illojalt inleder, fortsätter eller avbryter förhandlingar med motparten

⁹¹ Se kommentar till II.17 takeover-reglerna.

⁹² Ramberg och Ramberg (2014) s. 232. Det har först en diskussion att god sed på aktiemarknaden endast omfattar ersättning för budgivarens transaktionskostnader (s.k. kostnadstäckning). Däremot har det hävdats att ersättning i form av ett förutbestämt vite är svårförenligt med god sed. Se Stattin (2012) s. 51.

⁹³ Stattin (2009) s. 265.

⁹⁴ Ramberg och Ramberg (2014) s. 232.

⁹⁵ Stattin (2012) s. 53.

⁹⁶ Avtalslagen 2010, avsnitt 1.3.

ansvarig för dennes skador som vållats genom det illojala beteendet.⁹⁷ Den part som inte sköter avtalsförhandlingarna på ett lojalt sätt eller agerar i strid med hur parterna åtagit sig att uppträda riskerar att bli skadeståndsskyldig upp till det negativa kontraktsintresset. Detta följer av principen culpa in contrahendo.⁹⁸ Begreppet "det negativa kontraktsintresset", som aktualiseras i samband med culpa in contrahendo, avser vanligtvis kostnader och förluster som en part vållats i samband med att denne gett sig in på förhandlingar om ett avtal som inte blir av eller som saknar rättslig verkan. Den oaktsamme avtalsparten ska därmed försätta motparten i samma ekonomiska läge som denne hade befunnit sig i om förhandlingarna inte kommit till stånd eller om förhandlingarna inte hade pågått onödigt länge.⁹⁹ Principen om culpa in contrahendo synes därmed ha likartad funktion som break up feen i exklusivitetsavtalet. Däremot kräver principen om culpa in contrahendo att avtalsparten som krävs på skadestånd varit oaktsam. När break up feen utlöses går det inte att tala om ett i egentlig mening culpöst beteende likt det som uppstått vid culpa in contrahendo. Principen om culpa in contrahendo förutsätter ett illojalt beteende där det förekommer någon form av illasinnad vetskap. Likheter ligger således på de fakta att inget avtal kommer till stånd, kostnader uppkommer för motparten och frågan kring hur dessa kostnader ska beräknas på ett tillförlitligt sätt.¹⁰⁰

2.4.6 Ersättningsgilla kostnader och beräkningen av dessa

I svensk rättspraxis har det endast förekommit ett fåtal fall som aktualiserat principen om culpa in contrahendo och beräkningen av det negativa kontraktsintresset. I NJA 1963 s. 105 dömdes den oaktsamme avtalsparten till att ersätta motpartens kostnader som uppstått efter falska ingivelser om att få tillträda en tjänst som verkställande direktör. Den skadelidande drabbades av merkostnader då denne var tvungen att flytta från Venezuela till Colombia för att tillträda tjänsten. HD konstaterade att den skadeståndsskyldige inte tillräckligt tydligt manifesterat att det fanns en betydande risk att anställningsavtalet inte skulle komma till stånd. Detta trots vetskap om att motparten företog kostsamma förberedelser för att kunna uppfylla avtalet. Den skadeståndsskyldige blev därför förpliktigad, på grund av det illojala beteendet, att utge ersättning till motparten för dennes rese- och representationskostnader i samband med förberedelserna inför den tänka anställningen. Utöver detta blev den skadeståndsskyldige även förpliktigad att ersätta motparten för dennes förlorade inkomst.

⁹⁷ Avtalslagen 2010, avsnitt 3.2(1). Illojalt beteende brukar ofta aktualiseras i de fall då en part fortsätter att förhandla trots att denne inte avser att sluta ett avtal med motparten. Se Avtalslagen 2010, avsnitt 3.2(2).

⁹⁸ Ramberg och Ramberg (2014) s. 67.

⁹⁹ Avtalslagen 2010 avsnitt 3.2.

¹⁰⁰ Stattin (2012) s. 53 not 35.

I NJA 2012 s. 1095 uttalade HD obiter dictum om hur skadestånd vid culpa in contrahendo ska beräknas. Av HDs domskäl framgår det att *"rätten till ersättning omfattar i dessa fall säljarens utgifter för förhandling, avtalsingående och uppfyllelse eller förberedelse för uppfyllelse av avtalet. Härutöver kan ersättning utgå för s.k. dispositionsförluster, dvs. sådana förluster som säljaren har gjort genom att ha vidtagit eller ha låtit bli att vidta rättsliga dispositioner i tillit till det förutsatta avtalet. En sådan förlust kan uppkomma för säljaren om han har avböjt att träffa ett fördelaktigt avtal med någon annan i förlitan på att avtalet med den förste köparen skulle bli bindande."*

Mot bakgrund av rättsfallen kan vikt fästas vid att utgifter i samband med förhandlingar, avtalsingående och uppfyllelse eller förberedelse av budgivarens erbjudande kan utgöra ersättningsgilla kostnader. Däremot ställer jag mig tveksam till att målbolaget ska belastas av budgivarens dispositionsförluster. Detta med anledning av att dispositionsförluster, till skillnad från transaktionskostnader, är svårare att fastställa. Transaktionskostnader har en direkt koppling till budgivarens förberedelser av erbjudandet. Däremot är dispositionsförluster till skillnad från transaktionskostnader fiktiva då de grundar sig på utebliven affärsvinst för budgivaren. Mot bakgrund av detta bör dispositionsförluster inte utgöra ersättningsgilla kostnader. I sammanhanget finns det även risk att budgivaren simulerar olika typer av rättsliga dispositioner för att gardera sig mot eventuell förlust. Detta leder även till högre transaktionskostnader vilket sett ur ett rättsekonomiskt perspektiv inte kan anses optimalt.

Utifrån ett aktieägarperspektiv är ersättning för dispositionsförluster dels oskäligen men även oproportionerliga. Principiellt måste budgivare vara beredda att stå de risker som är förenade med ett offentligt uppköpserbjudande. Detta för att kunna uppbära de förtjänster som följer av företagsförvärvet.¹⁰¹ För att exklusivtavsavtal inte ska förlora funktionen av att tillgodose budgivaren en rimlig ersättning och aktieägarnas intresse av att få en så förmånligt ersättning som möjligt för sina aktier bör enbart, enligt mitt förmenande, kostnader som är direkt kopplade till erbjudandet ersättas.

2.4.7 Beloppsbegränsning

Under alla omständigheter bör ersättningen till budgivaren, oavsett hur den utformas, kombineras med en övre gräns som parterna inte kan tvista över.¹⁰² Skäl till varför en begränsning bör införas är att det dels medför att risken för att målbolaget i slutändan tvingas betala en oskäligt hög ersättning till budgivaren

¹⁰¹ Sevenius (2011,2).

¹⁰² Stattin (2012) s. 51.

elimineras. En övre begränsning minskar även risken för att målbolaget hamnar i en kostsam process med budgivaren i de fall då oenighet uppstår över ersättnings omfattning.¹⁰³ Ur ett aktieägarperspektiv kan det dessutom vara motiverat att begränsa break up feen. Detta mot bakgrund av att break up feen annars riskerar avskräcka alternativa budgivare från att lämna konkurrerande bud.¹⁰⁴ Konstruktionen av klausulen genererar således en effekt som ligger nära de försvarsåtgärder vilka målbolagsstyrelsen normalt är förhindrade att företa utan bolagsstämmobeslut eller med dispens från AMN.¹⁰⁵ Då alternativa budgivare inte vet vilket belopp som maximalt kommer att belasta målbolaget finns det risk att de avstår från att lämna ett konkurrerande bud. Den alternativa budgivaren måste dels värdera bolaget högre än den ursprungliga budgivaren men även räkna in den merkostnad som break up feen utgör.¹⁰⁶ Finns det en övre begränsning ökar sannolikheten för att alternativa budgivare lämnar konkurrerande bud. Detta mot bakgrund av ersättnings förutsägbarhet.

En övre begränsning kan utformas i likhet med den tidigare rådande regeln i 21.2 Takeover Code som angav att ersättningsbeloppet till budgivaren var begränsat till maximalt en procent av budgivarens erbjudna ersättning till aktieägarna, s.k. *deal value*.¹⁰⁷ Trots införandet av förbudet mot exklusivitetsavtal i Takeover Code och det faktum att engelsk rätt har ett stort argumentativt värde för svensk vidkommande finns det inget som tyder på att den svenska uppköpsmarknaden ser striktare på enprocent-gränsen av budgivarens erbjudna ersättning nu än innan förbudet infördes. Det finns dessutom inget som tyder på att ett förbud kommer att införas i de svenska takeover-reglerna.¹⁰⁸ Enligt mitt förmenande finns det mot bakgrund av detta ingen anledning att se striktare på enprocent-gränsen förrän AMN uttalat sig i frågan.

2.4.8 Omständigheter som utlöser målbolagets skyldighet att betala

Målbolagsstyrelsen ska vidare avtala om vilken eller vilka faktorer, *triggers*, som utlöser målbolagets skyldighet att ersätta budgivaren för dennes kostnader i samband med erbjudandet. Att i förväg fastställa vilken eller vilka triggers som målbolagsstyrelsen får lov att avtala med budgivaren om är svårt. Målbolagsstyrelsen måste därför överväga villkoret i varje enskilt fall för att försäkra sig om att förenlighet med svensk rätt föreligger.¹⁰⁹

¹⁰³ Stattin (2012) s. 55.

¹⁰⁴ Stattin (2009) s. 264.

¹⁰⁵ Se 5 kap. 1 § 1 st. LUA.

¹⁰⁶ Stattin (2009) s. 239.

¹⁰⁷ Stattin (2009) s. 249.

¹⁰⁸ Stattin (2009) s. 240.

¹⁰⁹ Stattin (2009) s. 263.

Break up feen utlöses vanligtvis då målbolagsstyrelsen väljer att dra tillbaka eller ändra tidigare angivna rekommendationer till aktieägarna. Den utlösande faktorn kan även aktualiseras då målbolagsstyrelsen väljer att rekommendera ett alternativt erbjudande.¹¹⁰ Vanligtvis strider målbolagsstyrelsens agerande i detta fall mot best effort-klausulen i exklusivitetsavtalet. Då best effort-klausulen inte med bindande verkan kan förpliktiga målbolagsstyrelsen att rekommendera budgivarens bud kombineras den vanligtvis med en break up fee.¹¹¹ Break up feen kan även utlösas i de fall då målbolaget aktivt väljer att söka eller inleda förhandlingar med en alternativ budgivare. Detta trots en stipulerad no shop-klausul i exklusivitetsavtalet. Detta strider även mot målbolagets skyldighet att efter bästa förmåga aktivt verka för att transaktionen ska genomföras.¹¹² Däremot bör, som ovan konstaterats, den utlösande faktorn inte grunda sig på en no talk-klausul. Detta på grund av dess oförenlighet med målbolagsstyrelsens skyldigheter utifrån takeover-reglerna. Klausulen strider mot aktieägarnas beslutanderätt i uppköpssituationen och hindrar dem från att ta ställning till alla tänkbara bud. Desamma bör gälla om målbolaget väljer att inte fullfölja en tillgångsrelaterad lock up. Detta då rättshandlingen troligtvis faller in under bolagsstämmans oregrerade exklusiva kompetens.

2.5 Fiduciary out-klausul

Slutligen bör målbolagsstyrelsen uppställa en *fiduciary out-klausul* i exklusivitetsavtalet. Trots de fördelar målbolaget erhåller av avtalet finns det risk att klausulerna kan komma att stå i strid med styrelseledamöternas plikter gentemot målbolaget och dess aktieägare. Om det efter avtalets ingående visar sig att åtagandena i exklusivitetsavtalet hindrar målbolagsstyrelsen från att ta tillvarata bolagets intresse måste de ha möjlighet att frångå avtalet.¹¹³ Det har argumenterats för att fiduciary out-klausulen även bör medföra att målbolaget får lov att frångå skyldigheten att betala break up feen i enlighet med avtalet.¹¹⁴ Enligt mitt förmenande är möjligheterna för målbolaget att undgå skyldigheten att betala break up feen till budgivaren små. Mot bakgrund av att break up feen därmed förlorar sin funktion av att kompensera budgivaren för dennes transaktionskostnader ter sig denna konstruktion att underminera exklusivitetsavtalets syfte. Att målbolaget, trots åberopandet, måste betala break up feen kan dessutom verka i handlingsdirigerande syfte. Detta så att målbolagsstyrelsen noga överväger utformningen av klausulerna innan avtalet ingås. Målbolagsstyrelsen bör även uppställa en fiduciary out-klausul i avtalet mot bakgrund av bestämmelsen i II.17

¹¹⁰ Stattin (2009) s. 240.

¹¹¹ Bainbridge (2012) s. 89.

¹¹² Stattin (2009) s. 263.

¹¹³ Stattin (2009) s. 268.

¹¹⁴ Stattin (2009) s. 270.

takeover-reglerna och dess relation till principen c) i takeover-reglernas inledning. Av principen framkommer det att aktieägarna har rätt att få del av och ta ställning till alla seriösa bud. Om åtagandena i avtalet hindrar målbolagsstyrelsen från att tillvarata sina skyldigheter gentemot bolaget och dess aktieägare ska målbolagsstyrelsen inte fullfölja avtalet.

Hur fiduciary out-klausulen formuleras i exklusivitetsavtalet varierar beroende på transaktionens karaktär. Klausulen kan naturligtvis vara olika långtgående men för allmän vägledning bör den, anser jag, tydliggöra vilka subjekt som ska omfattas av avtalet. Viktigt att poängtera är att klausulen inte endast omfattar styrelseledamöterna utan även den verkställande direktören.¹¹⁵ Detta trots att den verkställande direktören inte vidtar åtgärder på egen hand i samband med det offentliga uppköpserbudandet. För det andra bör målbolagsstyrelsen utforma klausulen så detaljerat som möjligt. Detta för att undvika ofullständighet eller otydlighet i hur klausulen ska tillämpas. Målbolagsstyrelsen ska således tänka på att aktuella regler i ABL och LUA beaktas. Utöver detta bör målbolagsstyrelsen beakta takeover-reglerna, principer i rättspraxis samt det som kommer till uttryck i god sed på aktiemarknaden. Anser målbolagsstyrelsen, att en uppräkningslista av normkällor är överflödigt, bör det för god sed på aktiemarknaden emellertid vara tillräckligt att uttala att avtalet inte behöver fullgöras om det innebär ett åsidosättande av deras förpliktelser mot målbolaget och dess aktieägare.¹¹⁶

2.6 Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen

Ambitionen med detta kapitel är att klargöra de rättsliga begränsningar som svensk rätt uppställer för exklusivitetsavtal. Utifrån ovan förda resonemang kan det konstateras att målbolagsstyrelsen är förhindrad att avtala med budgivaren om en no talk-klausul i exklusivitetsavtalet. Klausulen innebär en omfattande kommunikationsrestriktion för målbolaget och hindrar styrelsen från att fullgöra sina skyldigheter i det offentliga uppköpserbudandet. Mot bakgrund av detta kan no talk-klausuler inte tillåtas i exklusivitetsavtal vid svenska offentliga uppköpserbudanden.

Avseende aktie-lock ups så har dessa inget praktiskt intresse för svenskt vidkommande. Enligt de associationsrättsliga emissionsreglerna är målbolagsstyrelsen förhindrad att emittera nya aktier eller förfoga över ett lager icke utgivna aktier. Detta då beslut kring emission av nya aktier ligger inom ramen för bolagsstämmans exklusiva kompetens. Beträffande tillgångsrelaterade lock ups

¹¹⁵ Stattin (2009) s. 268.

¹¹⁶ Stattin (2009) s. 269.

bör dessa även undvikas av målbolagsstyrelsen. Detta då rättshandlingen troligtvis faller inom ramen för bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens.

Utifrån svensk rätt är det enbart möjligt för målbolagsstyrelsen att uppställa en best effort-klausul, en no shop-klausul och en break up fee i exklusivitetsavtalet. Avseende best effort-klausulen får denna emellertid inte ålägga målbolagsstyrelsen en skyldighet att rekommendera budgivarens bud. Detta då aktieägarna har den slutgiltiga beslutanderätten om vilket erbjudande som ska antas. Målbolagsstyrelsen bör vidare tidsbegränsa no shop-klausulen i exklusivitetsavtalet. Detta för att undvika allt för omfattande inlåsnings effekter för målbolaget. Som utgångspunkt bör klausulen inte gälla längre än till den tidpunkt då budet definitivt fallit. Risken för att alternativa budgivare avstår från att lämna konkurrerande bud ökar med avtalsklausulens längd.

Gränsdragningsproblematiken är ett faktum för målbolagsstyrelsen i samband med utformningen av break up feen i exklusivitetsavtalet. Genom att införa en break up fee i exklusivitetsavtalet uppnår parterna i första hand att tvistekällan, huruvida ersättning ska utgå, elimineras. Däremot elimineras inte den andra tvistekällan - vilka kostnader som är ersättningsgilla och hur de ska beräknas.¹¹⁷ För att målbolaget ska undvika att betala höga transaktionskostnader samt risken av att hamna i process med budgivaren bör målbolagsstyrelsen närmare precisera vilka kostnader som ska ersättas och hur de ska beräknas. Ersättningen till budgivaren bör dessutom vara förenad med en övre begränsning. Analysen ovan avseende vilka kostnader som kan anses ersättningsgilla, utifrån den allmänna kontraktsrättsliga principen om culpa in contrahendo, ger dessvärre enbart teoretisk vägledning. Dessutom är det mycket svårt att fastställa beloppens storlek utifrån det negativa kontraktsintresset. Detta då fastställandet av skadeståndersättningen till budgivaren baseras på en schablonmässig beräkning som inte återspeglar de relevanta förhållandena.¹¹⁸

Mot bakgrund av rättsekonomisk argumentation och strävandet efter att minska transaktionskostnaderna är ett i förväg bestämt vite mest optimalt för målbolaget och dess aktieägare. På detta sätt minskar målbolaget även den processuella risken av att hamna i kostsamma förhandlingar och utdragna rättstvister med budgivaren i de fall då oenighet uppstår avseende ersättningens omfattning.¹¹⁹ Genom ett i förväg fastställt vite minskar även villkorets avskräckande effekt som en följd av dess förutsägbarhet. Ett avtalat vite ger alternativa budgivare insikt i över vilket belopp

¹¹⁷ Stattin (2012) s. 54.

¹¹⁸ Avtalslagen 2010, avsnitt 11.5.2.

¹¹⁹ Stattin (2012) s. 55.

som i slutändan kommer att belasta målbolaget vid en eventuell realisation av åtagandet. Förutsägbarheten kan därmed generera att fler budgivare ger sig in i striden om att köpa upp målbolaget vilket ofta är till fördel för aktieägarna.¹²⁰

Svagheten i att motivera målbolagsstyrelsen att avtala om ett vite är att det kan generera överkompensation. Risk finns för att vitet överstiger budgivarens sammanlagda transaktionskostnader. Emellertid kan ersättningen i teorin då även medföra underkompensation.¹²¹ Sett till totaliteten medför dock inte ett i förväg bestämda belopp, enligt mitt förmenande, en övervägande negativ effekt till nackdel för målbolaget och dess aktieägare. Inte heller finns det något som talar för att marknaden skulle påverkas negativt.¹²² Detta då vitesklausuler är vanligt förekommer i kommersiella avtal.¹²³ Snarare kan ett vite bättre sörja för exklusivitetsavtalets syfte att å ena sidan garantera budgivaren en rimlig säkerhet och å andra sidan öka möjligheten för aktieägarna att göra en god affär.

Det ligger även i linje med en rättsekonomisk argumentation att rekommendera målbolagsstyrelsen att avtala om kostnadstäckning till budgivaren för dennes transaktionskostnader. Kravet i detta sammanhang är emellertid att målbolagsstyrelsen i förväg avtalar vilka kostnader som är ersättningsgilla och hur dessa ska beräknas. Under alla omständigheter ska ersättningen till budgivaren förenas med en övre gräns vilken parterna inte kan tvista över. Begränsningen kan formuleras i likhet med den tidigare rådande regeln i 21.2 Takeover Code där break up feen maximalt fick utgöra en procent av deal value.

Slutligen ska målbolagsstyrelsen avtala om en fiduciary out-klausul i exklusivitetsavtalet. Om det skulle visa sig att åtagandena i exklusivitetsavtalet hindrar målbolagsstyrelsen från att fullgöra sina skyldigheter i det offentliga uppköpserbjudandet ska avtalet inte fullföljas. Detta för att målbolagsstyrelsen inte ska åsidosätta sina förpliktelser enligt aktiebolagslagen, aktiemarknadsrätten och andra normer. Däremot frångår målbolaget troligtvis inte skyldigheten att betala break up feen till budgivaren. Detta då exklusivitetsavtalets syfte och funktion, utifrån en sådan konstruktion, skulle undermineras.

¹²⁰ Stattin (2009) s. 337.

¹²¹ Stattin (2012) s. 55.

¹²² Stattin (2012) s. 55.

¹²³ Ramberg och Ramberg (2014) s. 232.

3 Exklusivitetsavtal och försvarsåtgärdsförbudet i LUA

3.1 Inledning

I detta kapitel ska uppsatsens andra frågeställning besvaras – huruvida målbolagets förpliktelser i exklusivitetsavtalet utgör förbjudna försvarsåtgärder. Effekten av långtgående klausuler i exklusivitetsavtalet, exempelvis höga break up fees utan beloppsbegränsning, kan försvåra för alternativa budgivare att lämna konkurrerande bud. Effekten av att försvåra för alternativa budgivare är problematisk då den ligger nära de försvarsåtgärder som målbolagsstyrelsen normalt är förhindrade att företa utan bolagsstämmebeslut eller med dispens från AMN.¹²⁴

3.2 Förbudet mot försvarsåtgärder

Försvarsåtgärder är en av de mest omdiskuterade företeelserna vid offentliga uppköpserbjudanden, både inom svensk och internationell doktrin.¹²⁵ Bestämmelsen om målbolagsstyrelsens förbud att vidta försvarsåtgärder vid fientliga bud utan bolagsstämmans medgivande återfinns i 5 kap. 1 § LUA. Regeln är en implementering av artikel 9 i takeover-direktivet som fastställer styrelseneutralitetsregeln, den s.k. *board neutrality rule*.¹²⁶ Eftersom svensk rätt ska tolkas föredragskonformt måste 5 kap. 1 § LUA tolkas i ljuset av artikel 9 takeover-direktivet. Av takeover-direktivets preambel framgår det att målbolagsstyrelsens möjligheter att vidta åtgärder av extraordinär karaktär ska begränsas. Däremot ska bestämmelsen inte oskäligt hindra målbolaget från att utöva sin normala verksamhet.¹²⁷

Förbudet mot att vidta försvarsåtgärder i 5 kap. 1 § 1 st. LUA aktualiseras då en styrelseledamot eller den verkställande direktören, på grund av information som härrör från budgivaren, har grundad anledning att anta att ett offentligt uppköpserbjudande är nära förstående. Rena spekulationer eller gissningar räcker inte för att aktualisera bestämmelsen utan styrelsen och den verkställande direktören måste ha visst stöd för sitt antagande. Informationen som ger upphov till *"en grundad anledning att anta att ett erbjudande är nära förstående"* måste vara någorlunda konkret och det måste finnas incitament som talar för att budgivaren har finansiella resurser för att genomföra erbjudandet.¹²⁸ Förbudet inträder även i de fall då ett bud redan lämnats.

¹²⁴ Bronelius och Stattin (2010) s. 61.

¹²⁵ Stattin (2009) s. 345.

¹²⁶ Se även artikel 3 p. 1 c) takeover-direktivet.

¹²⁷ Se punkten (16) takeover-direktivets inledning.

¹²⁸ Prop. 2005/06:140 s. 109.

Syftet bakom att målbolagsstyrelsen måste erhålla ett stämmobeslut innan försvarsåtgärder vidtas baserar sig på att aktieägarna ska veta vad de ger tillåtelse till. Detta då det offentliga uppköpserbudandet primärt riktar sig mot dem. Kravet, på att beslutet ska vara taget på den senaste bolagsstämman, syftar till att hindra möjligheten att på förgående bolagsstämma beslutar om framtida försvarsåtgärder.¹²⁹

I paragrafens andra stycke, som är en implementering av artikel 9.2 takeoverdirektivet, har målbolagsstyrelsen trots förbudet i första stycket möjlighet att på eget bevåg leta efter alternativa budgivare, s.k. *white knights*. Möjligheten för målbolagsstyrelsen att söka efter ett alternativt erbjudande grundar sig på aktieägarnas önskan att hitta en så fördelaktig budgivare som möjligt. Det kan även grunda sig på att en alternativ budgivare framstår som mer förhandlingsvänlig gentemot målbolagsstyrelsen.¹³⁰ Förutsättningen för att anta ett alternativt erbjudande är emellertid att det är minst lika förmånligt som det första erbjudandet.¹³¹ Om inte, kan det anses strida mot aktieägarnas intresse i enlighet med II.17 takeover-reglerna.¹³²

3.3 Utgör klausulerna i exklusivetsavtalet förbjudna försvarsåtgärder?

Exklusivetsavtal syftar till att stärka avtalsrelationen mellan målbolaget och budgivaren. Exklusivetsavtalet ingås mellan parterna för att öka sannolikheten för att transaktionen genomförs. Trots dessa fördelar riskerar klausulerna i exklusivetsavtalet att försvåra för alternativa budgivare att lämna konkurrerande bud. Detta gäller framförallt för no shop-klausuler, som inte är begränsade i tid, extensiva break up fees och tillgångsrelaterade lock ups. Klausulernas effekt, att försvåra för alternativa budgivare, ligger således nära de försvarsåtgärder som målbolagsstyrelsen normalt är förhindrade att företa utan bolagsstämmobeslut eller med dispens från AMN.¹³³ Det har även diskuterats om break up feen, som utbetalats efter att en alternativ budgivare blivit känd, utgör en olovlig försvarsåtgärd.

För att försvarsåtgärdsförbudet ska aktualiseras i detta sammanhang krävs det, utifrån en strikt lagtolkning av LUA, att målbolagsstyrelsen på grund av information

¹²⁹ Bronelius och Stattin (2010) s. 62 ff.

¹³⁰ Stattin (2009) s. 384.

¹³¹ Bronelius och Stattin (2010) s. 65.

¹³² Stattin (2009) s. 386.

¹³³ Se 5 kap. 1 § 1 st. LUA.

som direkt eller indirekt härrör från en möjlig konkurrerande budgivare har grundad anledning att anta att ett bud från en alternativ budgivare är nära förstående vid tidpunkten då exklusivitetsavtalet ingås. Är ett konkurrerande bud nära förstående måste målbolagsstyrelsen inhämta godkännande från bolagsstämman eller dispens från AMN innan åtgärderna, som ägnar att försämra förutsättningarna för att ett erbjudandes lämnande eller genomförande, utförs. Skulle exklusivitetsavtalet redan vara ingånget hindrar detta emellertid inte att åtgärderna faller in under förbudet i 5 kap. 1 § 1 st. LUA.¹³⁴

Vilka slags åtgärder som typiskt sett är ägnade att försämra förutsättningarna för att ett erbjudande lämnas eller genomförs framkommer inte av 5 kap. 1 § LUA. Detta beror på att det inte har ansetts möjligt att uttömmande ange vilka åtgärder som bolaget inte får vidta i de fall bestämmelsen är tillämplig. Åtgärder som emellertid vanligtvis träffas av försvarsåtgärdsförbudet är riktade emissioner, apportemissioner, återköp av egna aktier, överlåtelser och förvärv av tillgångar eller erbjudande till aktieägare i budgivarbolaget eller något annat bolag om förvärv av deras aktier.¹³⁵ Avgörande för, om en åtgärd är ägnad att försämra förutsättningarna för att ett erbjudande lämnas eller genomförs, är dess effekt. Det finns således inga krav på att visa att målbolagsstyrelsen hade för avsikt att försvåra erbjudandet med den avsedda åtgärden.

Mot bakgrund av det ovan nämnda och utifrån en strikt lagtolkning av LUA verkar klausulerna i exklusivitetsavtalet inte omfattas av förbudet i 5 kap. 1 § LUA. Det har även framhållits att då villkoren i exklusivitetsavtalet primärt syftar till, i motsats till de typiska försvarsåtgärderna uppräknade ovan, att skydda ett erbjudande från ett annat kan de inte anses omfattas av försvarsåtgärdsförbudet. Detta mot bakgrund av att klausulerna inte syftar till att försvåra för den ursprunglige budgivaren. Exklusivitetsavtalet påverkar främst alternativa budgivare vilka inte skyddas av bestämmelsen.¹³⁶ Det har vidare framhållits att då rättshandlingen, att ingå exklusivitetsavtal, inte är en ensidigt introducerad handling av målbolaget kan det inte anses omfattas av försvarsåtgärdsförbudet. Detta då avtalsförhållandet är ömsesidigt mellan parterna.¹³⁷

¹³⁴ Se även artikel 9.3 takeover-direktivet.

¹³⁵ SOU 2005:58 s. 152.

¹³⁶ Stattin (2012) s. 52.

¹³⁷ Sevenius (2011,2).

3.4 Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen

Jag anser att de argument som ovan anförts, att klausulerna i exklusivitetsavtal med avskräckande effekt inte omfattas av försvarsåtgärdsförbudet, till vissa delar är problematiska. Skulle exklusivitetsavtal lämnas oinskränkta finns det risk att ändamålet bakom försvarsåtgärdsförbudet undermineras. Stipuleras alltför omfattande villkor i avtalet kommer detta dels att innebära att målbolagsstyrelsen hindrar aktieägarna från att ta ställning till ett erbjudande i strid med princip c) i takeover-reglernas inledning men även medföra att möjligheten för aktieägarna att göra en god affär minskar. Mot bakgrund av ändamålet med försvarsåtgärdsförbudet, att hindra målbolagsstyrelsen från att vidta åtgärder som försämrar förutsättningarna för lämnande eller genomförande av ett bud, bör en något restriktivare syn tillämpas. En restriktiv syn är även motiverad med beaktande av den inskränkning i målbolagsstyrelsens rätt att söka efter alternativa budgivare som exklusivitetsavtalet vanligtvis medför.¹³⁸ Om de klausuler i exklusivitetsavtalet, som effektivt avskräcker alternativa budgivare från att lämna konkurrerande bud, inte begränsas med hjälp av 5 kap. 1 § LUA finns det stor risk att målbolagsstyrelsen kringgår skyldigheten att tillvarata aktieägarnas intresse. Aktieägarna, som erbjudandet riktar sig till, har rätt att veta vad de ger tillåtelse till. De avskräckande klausulerna inverkar negativt på aktieägarnas beslutanderätt. Detta då aktieägarna indirekt tvingas anta ett visst bud på grund av klausulernas avskräckande effekt. Mot bakgrund av aktieägarnas rätt att själva avgöra när och till vem försäljningen ska ske är klausulerna problematiska.

I brist på praxis är det oklart huruvida långtgående klausuler i exklusivitetsavtal omfattas av försvarsåtgärdsförbudet. Naturligtvis är frågan huruvida exklusivitetsavtalet ingås med syftet att försvåra eller försämma förutsättningarna för ett annat erbjudande att lämnas eller genomföras mycket viktig för bedömningen. Jag anser att rimligt avvägda klausuler i exklusivitetsavtalet inte utgör försvarsåtgärder. Detta då det ingår i exklusivitetsavtalets duala funktion att dels skydda affären och även ge kompensation till budgivaren. Exklusivitetsavtalet inbegriper således alltid en viss effekt av att avskräcka alternativa budgivare från att lämna konkurrerande bud. Enligt min uppfattning bör bestämmelsen i 5 kap. 1 § 1 st. LUA emellertid hindra målbolagsstyrelsen från att ingå alltför omfattande exklusivitetsavtal till aktieägarnas nackdel. Detta bör gälla för break up fees utan beloppsbegränsning, en no shop-klausul utan tidsbegränsning eller en tillgångsrelaterad lock up.¹³⁹ I dessa fall bör målbolagsstyrelsen inhämta godkännande från bolagsstämman eller dispens från AMN under förutsättning att en

¹³⁸ Se 5 kap. 1 § 2 st. LUA.

¹³⁹ Under förutsättning att tillgångsrelaterade lock ups inte faller inom ramen för bolagsstämmans oreglerade exklusiva kompetens. Se avsnitt 2.2.2.

alternativ budgivare planerar lämna ett konkurrerande bud. AMN har i uppgift att tolka och uttala sig om huruvida en åtgärd strider mot takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden. På detta sätt bör målbolagsstyrelsen minska risken att utkrävas på ansvar enligt skadeståndsreglerna i ABL om det visar sig att målbolaget och dess aktieägare, trots inhämtande av råd från AMN, lider skada som följd av exklusivitetsavtalet. Om avtal redan har ingåtts hindrar detta inte att ett godkännande inhämtas i efterhand. Uppdagad en alternativ budgivare under transaktionsprocessen bör målbolagsstyrelsen inhämta godkännande från bolagsstämman eller dispens från AMN om de ingått långtgående klausuler. Detta då det är själva utlösandet av åtagandet och dess genomförande som är förbjudet.¹⁴⁰

Emellertid kan det ifrågasättas om långtgående klausuler överhuvudtaget ska vara förenliga med god sed på aktiemarknaden. Detta då aktieägarna indirekt tvingas acceptera ett visst bud. Detta står i strid med principen om aktieägarnas beslutanderätt i uppköpssituationen. Klausulerna motverkar även den balans som bör föreligga mellan å ena sidan aktieägarnas intresse av att göra en så god affär som möjligt och å andra sidan budgivarens önskan om en framgångsrik transaktion. Övergår exklusivitetsavtalet till att bli mer förmånligt för budgivaren riskerar målbolagsstyrelsen att åsidosätta bolagets och aktieägarnas intresse i strid med omsorgsplikten. Exklusivitetsavtalets syfte, att öka förutsättningarna för aktieägarna att få en så hög ersättning som möjligt, riskerar då att gå förlorad.

¹⁴⁰ Stattin (2009) s. 271ff.

4 Målbolagsstyrelsens förpliktelse att agera i aktieägarnas intresse

4.1 Inledning

Uppsatsens tredje frågeställning – hur bör målbolagsstyrelsen gå tillväga för att säkerställa att avtalet är förenligt med samtliga aktieägares intresse – behandlas i detta och nästkommande två kapitel. I förvarande kapitel kommer målbolagsstyrelsens förpliktelser som följer av II.17 takeover-reglerna att behandlas. Centralt för sammanhanget är diskussionen kring vad som utgör aktieägarnas intresse och vilka skyldigheter som följer av den aktiebolagsrättsliga omsorgsplikten. I nästkommande kapitel ges en internationell utblick om hur exklusivitetsavtal reglerats i USA, Finland och England. Genomgången avser även att åskådliggöra de förpliktelser som åläggs målbolagsstyrelsen innan beslut, om att ingå exklusivitetsavtal, fattas. I kapitel 6 redogörs slutligen för de förpliktelser som bör åläggas målbolagsstyrelser, enligt svensk rätt, innan beslut fattas om att ingå exklusivitetsavtal.

4.2 Målbolagsstyrelsens skyldighet i enlighet med II.17 takeover-reglerna

Målbolagsstyrelsen en central roll och ska i frågor relaterade till det offentliga uppköpserbudandet agera i aktieägarnas intresse.¹⁴¹ Bestämmelsen i II.17 takeover-reglerna härrör ursprungligen från principen c) i takeover-reglernas inledning som syftar till att säkerställa att målbolagsstyrelsen handlar med beaktande av de intressen som bolaget har i sin helhet. Av principen följer även att målbolagsstyrelsen inte får lov att förvägra aktieägarna att ta ställning till erbjudandet. Skyldigheten för målbolagsstyrelsen att agera i aktieägarnas intresse kom tidigare till uttryck i kommentaren till bestämmelsen i II.19 takeover-reglerna där styrelsen numera åläggs skyldigheten att uttala sig om erbjudandet.¹⁴² Skyldigheten, att agera i aktieägarnas intresse, har även manifesterats i uttalanden från AMN. I AMN 2008:43 behandlades främst jävsfrågor i samband med det offentliga uppköpserbudandet men AMN poängterade även att målbolagsstyrelsen har en skyldighet, under hela budprocessen, sträva efter att agera i bolagets och samtliga aktieägares intresse. I AMN 2007:10 uttalade AMN att bedömningen av vad som ligger i aktieägarnas intresse, är en skyldighet som följer av målbolagsstyrelsens aktiebolagsrättsliga omsorgsplikt.¹⁴³

¹⁴¹ Se II.17 takeover-reglerna.

¹⁴² Nyström m.fl. (2013) s. 193.

¹⁴³ Benämnd som vårdplikt i uttalandet.

4.3 Målbolagsstyrelsens omsorgsplikt

4.3.1 Plikt att agera i bolagets intresse

Målbolagsstyrelsens skyldighet att agera i aktieägarnas intresse, i enlighet med II.17 takeover-reglerna, har även beröringspunkter med målbolagsstyrelsens aktiebolagsrättsliga plikt att agera i bolagets intresse.¹⁴⁴ Omsorgsplikten sikte på målbolagsstyrelsens skyldighet att alltid tillvarata bolagets intresse vid förvaltningen av bolagets angelägenheter. Plikten innebär primärt att styrelsens ska se till att bolaget förvaltar de ekonomiska resurser som tillhandahållits av aktieägare och övriga finansörer på bästa sätt.¹⁴⁵ Omsorgsplikten tar även sikte på att ålägga målbolagsstyrelsen en skyldighet att agera med aktsamhet då de förvaltar bolagets verksamhet.¹⁴⁶ Omsorgsplikten skiljer sig således från lojalitetsplikten som främst har som uppgift att förhindra styrelsen att skaffa sig fördelar utifrån sitt uppdrag.¹⁴⁷

Skyldigheten att agera i bolagets intresse är ett utflöde av den lojalitet- och omsorgsplikt som anses följa av styrelseledamöternas ställning gentemot målbolaget.¹⁴⁸ Redan i motiven till 1944 års aktiebolagslag slogs det fast att styrelseledamöter och den verkställande direktören har en sysslomannaliknande ställning gentemot bolaget.¹⁴⁹ En identisk ståndpunkt upprepades sedan i motiven till 1975 års aktiebolagslag.¹⁵⁰ Gällande styrelsens uppgifter och ansvar i nuvarande aktiebolagslag hänvisas det tillbaka till 1975 års lag.¹⁵¹ Däremot framkommer det i förarbetena till den revision av aktiebolagslagen som utfördes 1999 att styrelsen ska iaktta den omsorg som krävs av en syssloman i allmänhet.¹⁵²

Karakteristiskt för en syssloman är att denne anlitas av huvudmannen för att utföra en viss typ av uppgift.¹⁵³ Liknande gäller för styrelsen och dess ledamöter att handla

¹⁴⁴ Nyström m.fl. (2013) s. 193.

¹⁴⁵ Sandström (2015) s. 213.

¹⁴⁶ Dotevall (2008) s. 143, 161 samt Stattin (2007) s. 362-363.

¹⁴⁷ Lojalitetsplikten ålägger målbolagsstyrelsen i första hand en plikt att undvika självkontrahering och utnyttjande av corporate opportunities. Se 8 kap. 23 § AB samt Bergström och Samuelsson (2012) s. 112. Styrelsens lojalitetsplikt återspeglas även i skyldigheten att beakta begränsningar i att bedriva konkurrerande verksamhet samt plikten att inte utnyttja information eller åsidosätta tystnadsplikten. Se Sandström (2015) s. 260 samt Stattin (2008) s. 363.

¹⁴⁸ SOU 1941:9 s. 323, prop. 1975:103 s. 376-377, prop. 1997/98:99, s. 186. Se även Skog (2014) s. 221 samt Nyström m.fl. (2013) s. 193.

¹⁴⁹ SOU 1941:9 s. 323.

¹⁵⁰ Prop. 1975:103 s. 376-377.

¹⁵¹ Prop. 2004/05:85 s. 308.

¹⁵² Detta anges i samband med revisionen av skadestandsreglerna i aktiebolagslagen. Se prop. 1997/98:99 s. 186.

¹⁵³ 18 kap. 1 § HB.

i bolagets, huvudmannens, intresse. Det har emellertid diskuterats i doktrin att innebörden och betydelsen av det traditionella sysslomanna-begreppet i aktiebolagsrättsliga sammanhang inte ska överdrivas. Styrelsen intar en mer självständig och friare ställning gentemot bolaget i jämförelse med sysslomannen.¹⁵⁴ Detta innebär att styrelsen inte är skyldig att rådfråga aktieägarna om deras vilja varje gång ett osäkert moment uppstår. Styrelsen har vidare en friare ställning på grund av den risk som uppkommer i och med syftet att uppnå vinst i affärsrörelsen. Det ska emellertid uppmärksammas att målbolagsstyrelsen, trots det nödvändiga risktagandet, är skyldig att sörja för bolagets intresse.¹⁵⁵

I 8 kap. 41§ ABL, den s.k. generalklausulen, konkretiseras omsorgspliktens första funktion – styrelsens skyldighet att agera i bolagets intresse – dvs. aktieägarnas intresse.¹⁵⁶ Bolagets intresse definieras utifrån ABL:s bestämmelse om föremålet och syftet med verksamheten. Enligt 3 kap. 3 § ABL utgör syftet med verksamheten att generera vinst till fördelning mellan aktieägarna.¹⁵⁷ Vinstsyftet är dock inte det primära i alla aktiebolag.¹⁵⁸ Något generellt faktiskt ägarintresse i handlingsdirigerande syfte går det således inte att tala om.¹⁵⁹ Att försöka utröna varje enskild aktieägares intresse är emellertid otänkbart då det är både resurs- och tidskrävande. Styrelsen får därför vägledas av ett hypotetiskt och troligt gemensamt intresse hos aktieägarna.¹⁶⁰ Under förutsättning att bolagsordningen inte anger att verksamheten ska ha ett helt eller delvis annat syfte än att bereda vinst åt aktieägarna ska målbolagsstyrelsen sträva efter att maximera aktiernas försäljningsvärde vid det offentliga uppköpserbjudandet. Styrelsen är således förhindrad att företa rättshandlingar som är ägnade att motverka detta syfte.¹⁶¹

4.3.2 Aktsamhetskravet

Omsorgspliktens andra funktion tar sikte på målbolagsstyrelsens aktsamhetskrav då de förvaltar bolagets angelägenheter. Aktsamhetskravet innebär att styrelsen har en skyldighet att företa en tillräcklig beredning innan ett beslut fattas. En naturlig följd av styrelseuppdraget är dessutom att fatta affärsmässiga beslut. Emellertid kan

¹⁵⁴ Sandström (2015) s. 251.

¹⁵⁵ Dotevall (2008) s. 159-160.

¹⁵⁶ Nyström m.fl. (2013) s. 194.

¹⁵⁷ 3 kap. 1 § ABL.

¹⁵⁸ Det ska uppmärksammas att det är tillåtet enligt ABL att ta in föreskrifter i bolagsordningen vilka anger att verksamheten helt eller delvis har ett annat syfte än att bereda vinst åt aktieägarna. Det kan alternativt röra sig om att verksamheten ska bedrivas genom ett majoritetsägande eller att aktieägarna ska ha kontroll över resurser eller samarbeten. Se prop. 2004/05:85 s. 540 samt Andersson m.fl. (2010) s. 3:10.

¹⁵⁹ Stattin (2009) s. 63.

¹⁶⁰ Stattin (2007) s. 114.

¹⁶¹ Andersson m.fl. (2010) 8:84.

ett särskilt utpräglat risktagande vid beslutsfattande innebära att aktsamhetskravet bryts. Utöver detta är målbolagsstyrelsen även skyldig att iaktta den initiativskyldighet som följer av styrelseuppdraget. Detta innebär att styrelseledamöterna ska vara aktiva i sitt uppdrag.¹⁶² Samtliga ovanstående aspekter av aktsamhetskravet aktualiseras vid målbolagsstyrelsens beredning av huruvida exklusivitetsavtal ska ingås med budgivaren.¹⁶³ Däremot återstår det att fastställa vilka typer av åtgärder som målbolagsstyrelsen bör företa för att uppfylla aktsamhetskravets vid beslutsprocessen att ingå exklusivitetsavtal.

¹⁶² Stattin (2007) s. 373 ff.

¹⁶³ Aktsamhetskravet innefattar även en övervakningsskyldighet. Övervakningsskyldigheten aktualiseras emellertid inte i samband med budgivarens förfrågan om att ingå exklusivitetsavtal. Skyldigheten tar främst sikte på att styrelsen ska försäkra att förvaltningen av bolagets angelägenheter och i synnerhet att bolagets bokföring är ändamålsenligt organiserad. Se Stattin (2007) s. 373.

5 Regleringen av exklusivitetsavtal i utländsk rätt

5.1 Inledning

I brist på svenska rättskällor avseende exklusivitetsavtal har en internationell utblick företagits. Detta för att dels undersöka hur exklusivitetsavtal reglerats i andra länder men primärt för att undersöka vilka regler samt normer målbolagsstyrelsen ska förhålla sig till innan beslut om att ingå exklusivitetsavtal fattas. Utblicken företas som ett led i att besvara uppsatsens tredje frågeställning – hur målbolagsstyrelsen bör gå tillväga för att säkerställa att exklusivitetsavtalet är förenligt med samtliga aktieägares intresse. I kapitlet redogörs för hur exklusivitetsavtal hanterats i amerikansk, finsk och engelsk rätt. Exklusivitetsavtal har framförallt behandlats i praxis från delstaten Delaware i USA. Detta till skillnad från Sverige där praxis avseende offentliga uppköpserbjudanden är sparsamt förekommande. I Finland har exklusivitetsavtal inte behandlats speciellt omfattande i praxis. Däremot återfinns en självständig rekommendation som tar sikte på exklusivitetsavtal i Helsinki Takeover Code. I England infördes år 2011 ett nästintill undantagslöst förbud mot exklusivitetsavtal i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Utvecklingen i England är intressant utifrån aspekten att förbudet går emot den trend som sker i övriga uppköpsmarknader där användningen av exklusivitetsavtal ökar.

5.2 Amerikansk rätt

5.2.1 Fiduciary duties och the duty of care

Det var först i amerikanska transaktioner som fenomenet kring exklusivitetsavtal uppdagades. Idag är olika typer av deal protections mycket vanliga inom amerikanska uppköpserbjudanden och förekommer i flertalet stora publika transaktioner. Trots marknadspraxis finns det dock ingen reglering på området vare sig på federal nivå eller i de viktigaste delstaterna.¹⁶⁴ I amerikansk doktrin uppfattas exklusivitetsavtal som lagliga i och för sig. Däremot har klausulerna ansetts problematiska i hänseendet att de kan vara avtalsrättsligt ogiltiga.¹⁶⁵ I amerikanska domstolar har avtalets giltighet emellertid inte prövats utifrån de avtalsrättsliga förpliktelserna. Istället har giltigheten prövats utifrån de aktiebolagsrättsliga frågorna med fokus på målbolagsstyrelsens *fiduciary duties*.¹⁶⁶ Utifrån amerikanska rättsfall kan man konstatera att domstolen valt att angripa

¹⁶⁴ Stattin (2009) s. 241.

¹⁶⁵ Bainbridge (2012) s. 89.

¹⁶⁶ Bainbridge (2012) s. 90.

målbolagsstyrelsens fiduciary duties två olika sätt vid rättsliga problem kopplade till det offentliga uppköpserbudet.¹⁶⁷

Den första utvecklingslinjen fokuserar på att utreda målbolagsstyrelsens ansvar med bedömning utifrån den allmänna aktsamhetsplikten, *duty of care* vilken hänför sig till den företagsledande position som målbolagsstyrelsen innehar i bolaget.¹⁶⁸ Kärnan i the duty of care syftar till att styrelseledamoten i målbolaget, då denne företar sitt uppdrag, ska handla *in good faith* och på ett sätt som ligger i bolagets intresse.¹⁶⁹ Vid bedömningen av styrelseledamotens allmänna aktsamhetsplikt undersöker domstolen om the duty of care åsidosatts av styrelseledamoten vid tidpunkten för avtalets ingående.¹⁷⁰

Utgångspunkten är att avtal i strid med styrelsens förpliktelser mot bolaget är ogiltiga och leder till ansvar för styrelseledamoten. Detta är således ett betydligt mer långtgående rättsligt ställningstagande i jämförelse med övriga common law-system där en överträdelse av en fiduciary duty endast ger upphov till ansvar men inte innebär att avtalet civilrättsligt bedöms som ogiltigt.¹⁷¹ The duty of care har också, utifrån amerikansk praxis, inneburit en förpliktelse för målbolagsstyrelsen att fortlöpande utvärdera huruvida det initiala budet fortfarande ligger i linje med aktieägarnas intresse. Skulle det visa sig att exklusivtetsavtalet inte längre ligger i aktieägarnas intresse är målbolagsstyrelsen skyldiga att frånträda avtalet för att undvika ansvar.¹⁷²

5.2.2 Business judgement rule

Den andra utvecklingslinjen fokuserar på att utreda huruvida beslutet, att ingå exklusivtetsavtal med budgivaren, omfattas av *the business judgment rule*.¹⁷³ Prövningen av the duty of care i amerikanska domstolar har under de senaste åren successivt minskat till fördel för the business judgment rule.¹⁷⁴ Var gränsen går mellan the duty of care och the business judgment rule är däremot svårare att fastställa.¹⁷⁵ The business judgment rule innebär att styrelseledamotens ansvar prövas utifrån om beslutet, som ligger till grund för ansvaret, togs under välinformerade förhållanden. Tanken bakom regeln är att ansvar för skada, vilken orsakats i bolagets verksamhet, inte ska drabba styrelseledamoten om denne enbart

¹⁶⁷ Uppdelningen görs av Bainbridge. Se Bainbridge (2012) s. 90 ff.

¹⁶⁸ Dotevall (1989) s. 144.

¹⁶⁹ Dotevall (1989) s. 143.

¹⁷⁰ Dotevall (1989) s. 144.

¹⁷¹ Stattin (2009) s. 241.

¹⁷² Bainbridge (2012) s. 90.

¹⁷³ Bainbridge (2012) s. 63.

¹⁷⁴ Backer (2002) s. 1183.

¹⁷⁵ Dotevall (1989) s. 144.

tagit ett oskickligt affärsmässigt beslut. Skyddet omfattar misstag avseende både faktiska och rättsliga förhållanden inom ramen för uppdraget.¹⁷⁶ Förutsättningen för att ansvar inte utkrävs är avhängigt om styrelsen fattat beslutet med ett för situationen tillräckligt underlag och att de var i uppriktigt god tro angående beslutets inverkan på bolagets bästa.¹⁷⁷ Då målbolagsstyrelsens beslut kan hänföras till ett rationellt affärsmässigt beslut inom ramen för the business judgment rule är domstolen förhindrad att bedöma beslutets karaktär.¹⁷⁸

För att the business judgment rule ska kunna aktualiseras krävs det att fyra rekvisit uppfylls. I rättsfallet *Smith v. Van Gorkom*¹⁷⁹ uttalade sig Delaware Supreme Court att målbolagsstyrelsen för det första måste ha fattat ett beslut. Detta då the business judgment rule endast kan tillämpas i de fall då målbolagsstyrelsen utövat ett *business judgement*. För det andra krävs det att målbolagsstyrelsen inte varit jävig i frågan.¹⁸⁰ För det tredje måste målbolagsstyrelsen ha tagit beslutet på grundval av en tillräcklig utredning. På detta stadium utövar målbolagsstyrelsen sin *due care* och beslut ska, för att vara skyddat av the business judgment rule, vara präglad av *reasonable diligence*. Det fjärde och sista rekvisit som måste uppfyllas är att styrelsen ska ha agerat i uppriktigt god tro angående beslutets inverkan på bolagets intresse.¹⁸¹ Detta innebär att målbolagsstyrelsens beslut ska präglas av rationalitet. Möjligheten för målbolagsstyrelsen att undkomma ansvar med åberopande av the business judgment rule kan emellertid inte företas om beslutet inneburit ett åsidosättande av en förpliktelse eller överträdelse av en befogenhet som stipuleras i lag.¹⁸²

5.2.3 Målbolagsstyrelsens ansvar vid ingående av exklusivitetsavtal

Skillnaden mellan de två olika riktningarna kan sammanfattas med att the duty of care tar sikte på att styrelsen alltid ska agera med bolagets bästa för ögonen och i intresset av samtliga aktieägare medan the business judgment rule ställer krav på att målbolagsstyrelsens beslut ska vara tillräckligt underbyggt av information. I samband med att målbolagsstyrelsen ingår exklusivitetsavtal med budgivaren råder det viss osäkerhet om hur ansvaret ska fastställas. Vid fastställandet av målbolagsstyrelsens ansvar utifrån the duty of care bedöms agerandet med beaktande av en objektiv standard utifrån en *ordinarily prudent person*. The duty of care skapar således en normativ måttstock för målbolagsstyrelsens handlade vid

¹⁷⁶ Dotevall (1989) s. 150.

¹⁷⁷ Dotevall (1989) s. 152.

¹⁷⁸ Bainbridge (2012) s. 61.

¹⁷⁹ *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985).

¹⁸⁰ Bainbridge (2012) s. 60.

¹⁸¹ Bainbridge(2012) s. 61.

¹⁸² Dotevall (1989) s. 153.

tidpunkten för avtalets ingående. Detta resulterar i att hänsyn måste tas till omständigheterna i det enskilda fallet.¹⁸³ Däremot betecknas the business judgement rule snarare som ett verktyg än en objektiv standard som avser begränsa ansvaret för bolagsledningen inom vissa angivna ramar.¹⁸⁴

I rättsfallet *Unocal v. Mesa Petroleum*¹⁸⁵ visade Delaware Supreme Court upp en förstärkt syn på the business judgement rule än vad som tidigare presenterats i rättsfallet *Smith v. Van Gorkom*. I *Unocal v. Mesa Petroleum* fastställde domstolen att målbolagsstyrelsen även är skyldiga att undersöka om erbjudandet ligger i samtliga aktieägares intresse. Domstolens ställningstagande gjordes mot bakgrund av den potentiella konflikt som föreligger mellan målbolagsstyrelsen och aktieägarna. För att minimera risken att målbolagsstyrelsen agerar i eget intresse ska de åläggas att undersöka åtagandet i relation till aktieägarnas intresse. Detta innebär att målbolagsstyrelsen ska agera *in good faith* och med *reasonable investigation*.¹⁸⁶

I rättsfallet *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings*¹⁸⁷ modifierades bedömningen av the business judgment rule ytterligare. Rättsfallet aktualiserade frågan kring företagna försvarsåtgärder av Revlon i syfte att förhindra genomförandet av Pantry Prides fientliga bud. Efter Pantry Prides bud på Revlon bemyndigade målbolagsstyrelsen ledningen att inleda förhandlingar med potentiella budgivare, *white knights*, som en försvarsåtgärd. Sökandet efter alternativa budgivare resulterade i att Forsmann Little & Co la ett bud på Revlon med en efterföljande budstrid med Pantry Pride. Efter ett antal höjningar krävde dock Forsmann, med Revlons godkännande, att budet skulle villkoras med hjälp av dels en tillgångsrelaterad lock up dels en no shop-klausul och en break up fee på 25 miljoner dollar för att säkra genomförandet och försvåra Pantry Prides möjligheter att vinna striden. Villkoren godkändes av målbolagsstyrelsen och Forsmann höjde sitt bud vilket toppade Pantry Prides och striden avslutades. Delaware Supreme Court konstaterade att i de fall då målbolaget otvivelaktigt kommer att köpas upp och det därmed inte handlar om att försöka bevara bolagets verksamhet inträder en plikt för målbolagsstyrelsen att maximera bolagets värde. Detta till fördel för aktieägarna. Den s.k. *Revlon duty* innebär att målbolagsstyrelsen intar en auktionsroll med uppgift att få det bästa priset för aktierna. I och med att målbolagsstyrelsen godkände villkoren med Forsmann åsidosatte de sin duty of care och kunde därmed inte skyddas av the business judgement rule. Genom lock up-

¹⁸³ Dotevall (1989) s. 149.

¹⁸⁴ Dotevall (1989) s. 154 ff.

¹⁸⁵ *Unocal Corp. V. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

¹⁸⁶ Bainbridge (2012) s. 256.

¹⁸⁷ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

klausulen begränsades målbolagsstyrelsen aktieägarnas möjlighet att få en högre och förmånligare ersättning. The Revlon duty innebar en betydande skärpning av rättsläget mot den tidigare rådande Unocal-standarden som enbart krävde att målbolagsstyrelsen agerade in good faith och med reasonable investigation. Rättsfallet väckte många frågor kring målbolagsstyrelsens roll och framförallt ifrågasattes auktionsrollen. Rollen ansågs, enligt kritiker, inte överensstämma med styrelsens uppdrag i det offentliga uppköpserbudandets.¹⁸⁸

The Revlon duty utvecklades vidare i rättsfallet *Paramount Communications v. Time*.¹⁸⁹ Rättsfallet behandlade dels en lock up-klausul men även en no shop-klausul i ett samarbetsavtal mellan Time och Warner Communications. Kort före tidpunkten då Times aktieägare röstade om sammangående med Warner Communications la Paramount Communications ett fientligt bud. Efter företagna åtgärder från Time och Warner Communications beslöt Paramount att dra tillbaka sitt bud. Därefter lämnade Paramount emellertid in en stämningsansökan och hävdade att Times styrelse brutit mot the Revlon duty. Delaware Supreme Court slog fast att målbolagsstyrelsen inte har en skyldighet att inta auktionsrollen i de fall då alternativa lösningar finns att tillgå. I rättsfallet *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings* var uppköpet oundvikligt. The Revlon duty aktualiseras enbart i de fall då en kontrollförändring sker. Detta ansågs inte vara fallet mellan Time och Warner Communications.¹⁹⁰

5.3 Finsk rätt

5.3.1 Helsinki Takeover Code

Inom ramen för den svenska juridiska diskussionen kring exklusivtetsavtal tjänar finsk rätt god argumentativ vägledning. Detta grundar sig på att Finland och Sverige har grundläggande aktiebolagsrättsliga likheter. Finland har tillika Sverige valt att reglera offentliga uppköpserbudanden via börsens egna regler genom Helsinki Takeover Code.¹⁹¹ Samtliga 14 rekommendationer i Helsinki Takeover Code är konstruerade utifrån en övergripande inledning följt av den officiella rekommendationen. Efter varje rekommendation ges en motivering och närmare beskrivning av bakgrunden till rekommendationen och dess syfte.

Trots likheter både i aktiebolagsrätten och den aktiemarknadsrättsliga självregleringen har Helsinki Takeover Code, enligt min mening, kommit betydligt

¹⁸⁸ Bainbridge (2012) s. 257ff.

¹⁸⁹ *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

¹⁹⁰ Bainbridge (2012) s. 265 ff.

¹⁹¹ Stattin (2009) s. 252.

längre avseende regleringen av exklusivitetsavtal. Detta på grund av att en självständig bestämmelse införts i Helsinki Takeover Code. I inledningen till rekommendation 3 i Helsinki Takeover Code fastställs det att målbolagsstyrelsen inte ska förbinda sig till företagsarrangemang som begränsar bolaget och styrelsens verksamhetsmöjligheter. De olika företagsarrangemangen kan antingen baseras på exklusivitet där budgivaren begär att målbolagsstyrelsen ska förbinda sig att inte under några som helst omständigheter diskutera konkurrerande arrangemang med övriga aktörer. Däremot är *non solicitation*-förbindelser i jämförelse med exklusivitetsarrangemang mindre ingripande. Detta mot bakgrund av att målbolagsstyrelsen enbart förpliktigas att inte aktivt försöka hitta konkurrerande erbjudanden eller alternativa arrangemang.

Helsinki Takeover Code skiljer således rena exklusivitetsarrangemang, i likhet med no talk-klausuler, från övriga non solicitation-förbindelser och no shop-klausuler. Ett totalförbud mot rena exklusivitetsarrangemang har ansetts för ingripande enligt Helsinki Takeover Code. Dels på grund av parternas avtalsfrihet men även på grund av aktieägarnas intresse. Detta skiljer sig från rättsläget i Sverige där rena no talk-klausuler inte är förenliga med god sed på aktiemarknaden. Styrelsen ska emellertid alltid ha möjlighet att handla obehindrat i de fall en konkurrerande budgivare tar kontakt. Målbolagsstyrelsen får därmed inte, under några omständigheter, hindras från att utreda ett eventuellt uppköpserbjudande och följaktligen agera i aktieägarnas intresse. Mot bakgrund av exklusivitetsarrangemanget, att målbolagsstyrelsen förbinder sig att inte diskutera med övriga aktörer, ter sig detta motsägelsefullt.

Då budgivaren gör en förfrågan om att ingå ett arrangemang med målbolaget måste styrelsen överväga om de kan acceptera begäran och under vilka förutsättningar. Målbolagsstyrelsen är i detta sammanhang skyldig att kartlägga övriga alternativ för bolaget. Detta mot bakgrund av tillvaratagandet av aktieägarnas intresse. Styrelsen är dessutom skyldig att i alla lägen uppfylla sin lojalitet- och omsorgsplikt samt respektera principen om aktieägarnas likställighet.¹⁹²

5.3.2 Målbolagsstyrelsens handlingsutrymme

Som utgångspunkt bör målbolagsstyrelsen endast, med beaktande av aktieägarnas intresse, ingå en non solicitation-förbindelse med budgivaren. Förbindelsen till budgivaren måste även vara tidsbunden för att anses ligga inom ramen för aktieägarnas intresse. Av rekommendationen framgår det inte vilka situationer som motiverar målbolagsstyrelsen att förbinda sig till en non solicitation-förbindelse. En

¹⁹² Se motiveringen till rekommendation 3 Helsinki Takeover Code.

situation som kan anses ligga i linje med aktieägarnas intresse är då budgivaren ställer ett förhandlingsförbud som villkor för att lämna ett erbjudande. Detta under förutsättning att erbjudandet är förmånligt för aktieägarna. Dock är det viktigt att målbolagsstyrelsen inte hindras från att ta ställning till konkurrerande bud. Om en alternativ budgivare initierar förhandlingar eller om omständigheterna i övrigt ändras är målbolagsstyrelsen skyldig att omvärdera rekommendationen till aktieägarna.¹⁹³

Aktieägarnas intresse förutsätter i allmänhet att styrelsen aktivt strävar efter att få ett så högt erbjudande som möjligt för bolagets aktier. Av rekommendationen framkommer det emellertid, likt de svenska takeover-reglerna, att målbolagsstyrelsen inte har några skyldigheter att försöka hitta alternativa budgivare. Målbolagsstyrelsen ska vidare försäkra sig om att det konkurrerande erbjudandet går att genomföra. I praktiken kräver detta att målbolagsstyrelsen inleder förhandlingar med den alternativa budgivaren. Utgångspunkten är således att non solicitation-förbindelsen inte får hindra styrelsen från att inleda nya förhandlingar, om detta ligger i aktieägarnas intresse.¹⁹⁴

Målbolagsstyrelsen har även möjlighet att ingå ett transaktionskostnadsavtal med en medföljande uppbrottsersättning¹⁹⁵ med budgivaren. Genom den avtalade uppbrottsersättning kan målbolagsstyrelsen påverka det pris och övriga villkor som budgivaren erbjuder aktieägare i uppköpserbjudandet. På så sätt ökar sannolikheten för att erbjudandet genomförs. Av motiveringen framkommer det emellertid att avtalet under alla omständigheter inte får hindra målbolagsstyrelsen att agera i aktieägarnas intresse. Detta innebär att målbolagsstyrelsen inte får hindras att ta ställning till ett bättre erbjudande från en alternativ budgivare eller ändra rekommendationen om omständigheterna ändras avsevärt.

Målbolagsstyrelsen måste vidare se till att åtagandet inte orimligt begränsar målbolagets affärsverksamhet under avtalets giltighetstid. Det är dessutom en förutsättning att beloppet på ersättningen är rimlig med beaktande av de kostnader som budgivaren belastas med för att bereda erbjudandet. I jämförelse med den tidigare regeln i 21.2 Takeover Code finns det däremot ingen övre gräns för ersättningsbeloppet i Helsinki Takeover Code. I de fall då uppbrottsersättningen poneras ha en avskräckande effekt på alternativa budgivare bör målbolagsstyrelsen avstå från att acceptera budgivarens förfrågan.

¹⁹³ Se motiveringen till rekommendation 3 Helsinki Takeover Code.

¹⁹⁴ Se motivering till rekommendation 8 Helsinki takeover Code.

¹⁹⁵ Även benämnt break up fee. Se motiveringen till rekommendation 3 i Helsinki takeover Code.

5.4 Engelsk rätt

5.4.1 Förbud mot exklusivitetsavtal i Takeover Code

Exklusivitetsavtal vid offentliga uppköpserbudanden var tidigare tillåtet enligt den brittiska Takeover Code. Numera föreligger dock ett i princip undantagslöst förbud mot avtalsvillkoren i enlighet med Rule 21.2.¹⁹⁶ Den nya bestämmelsen är en avsevärd skärpning från tidigare rättsläge där performance promises och break up fees var tillåtna. I enlighet med tidigare regel i 21.1 Takeover Code var målbolagsstyrelsen emellertid begränsad från att vidta åtgärder med syfte att försvåra ett bud utan bolagsstämmans medgivande. Målbolagsstyrelsen var dessutom begränsad, utifrån 21.2 Takeover Code, till att enbart avtala om en break up fee som maximalt utgjorde en procent av deal value. Utöver beloppsbegränsningen var styrelsen skyldig att säkerställa, inför budgivaren, att inga överträdelser av Takeover Code skulle företas. Tillsammans med bolagets finansiella rådgivare var målbolagsstyrelsen dessutom skyldig att skriftligt uttala sig till The Panel on Takeovers and Mergers¹⁹⁷ om att break up feen låg i aktieägarnas intresse.

5.4.2 Argumenten till grund för förbudet

Argumenten till varför Takeover Panel tog beslutet att förbjuda exklusivitetsavtal framgår av en konsultation från 2010. Konsultationen, *Review of certain aspects of the regulation of takeover bids*,¹⁹⁸ publicerades av Takeover Panels Code Committee¹⁹⁹ med syfte att belysa de svårigheter exklusivitetsavtal ger upphov till vid ett offentligt uppköpserbudande. Funderingarna kring att införa ett förbud mot deal protections i Takeover Code växte fram i efterdyningarna av Krafts Foods uppköp av Cadbury 2010. Efter fyra månader av tuffa förhandlingar och en serie av anlagda bud antog tillslut Cadburys aktieägare Kraft Foods bud på 11.9 miljarder pund den 19 januari 2010.²⁰⁰ Trots starka protester mot uppköpet från fackföreningar och politiker fullbordades transaktionen. The Committee bedömde, efter Cadbury affären, att effekten av exklusivitetsavtal hindrar konkurrerande bud att lämnas. Detta stod i strid med Rule 21 Takeover Code ändamål och den generella principen att målbolagsstyrelsen ska agera med beaktande av de intressen som

¹⁹⁶ Av 21.2 Takeover Code framgår det att: *"Except with the consent of the Panel, neither the offeree company nor any person acting in concert with it may enter into any offer-related arrangements with either the offeror or any person acting in concert with it during an offer period or when an offer is reasonably in contemplation."*

¹⁹⁷ Vidare benämnd the Takeover Panel.

¹⁹⁸ Vidare benämnd Consultation Paper.

¹⁹⁹ Vidare benämnd the Committee.

²⁰⁰ Wearden (2010).

bolaget har i sin helhet och att aktieägarna inte får förvägras möjligheten att ta ställning till erbjudandet.²⁰¹

Svårigheterna med exklusivitetsavtal, enligt the Committee, baserar sig främst på målbolagsstyrelsens förhinderande att fastställa eller rekommendera alternativa erbjudanden till aktieägarna. Detta grundade sig på att målbolagsstyrelsens informationsförpliktelser²⁰² gentemot budgivaren låser in dem i ett allt för tidigt skede i affären.²⁰³ Enligt the Committee överförs den förhandlade makten från målbolagsstyrelsen till budgivaren genom exklusivitetsavtalet i den utsträckning att målbolagsstyrelsen anses oförhindrad att tacka nej till budgivarens förfrågan. Målbolagsstyrelsen ansågs, vid tidpunkten för konsultationen, oförmögen att stå emot budgivaren och den marknadspraxis som rådde. I the Consultation Paper framhövdes dessutom att de åtaganden som stipuleras i avtalet hindrar målbolagsstyrelsen från att dra tillbaka eller ändra en lämnad rekommendation. Detta även till nackdel för aktieägarna.²⁰⁴

Gällande break up fees²⁰⁵ ansågs villkoret ge upphov till en reducering av aktieägarnas tillgångar. Det ansågs oskäligt att kostanden skulle bäras av antingen målbolaget självt eller den budgivare som framgångsrikt lagt ett högre bud och vunnit affären. Av the Consultation Paper kan man utläsa att den extra kostnad som break up feen utgör kan hindra en alternativ budgivare från att lämna ett konkurrerande bud. Det framhävs även att break up feen hindrar aktieägarnas möjlighet att få ett högre bud. Detta då den alternativa budgivaren, istället för att öka budpremien, måste bekosta den ursprungliga budgivarens break up fee.²⁰⁶

Argument som talar mot ett förbud presenteras även i The Consultation Paper där det framkom att målbolagsstyrelsens informationsförpliktelser och exklusivitetsavtalet i stort har en positiv inverkan på alternativa budgivare som triggas att lämna högre konkurrerande bud.²⁰⁷ Gällande break up fees förs ett likartat resonemang. The Committee menar att break up fees, som vanligtvis uppgår till maximalt en procent av deal value, har inte bevisats inverka negativt på alternativa budgivares villighet att lämna konkurrerande bud. Tvärtom visades det att break up fees varit till fördel för aktieägarna genom att alternativa budgivare triggas att lämna högre bud. Den kostnad som break up feen utgör för målbolaget

²⁰¹ Takeover Code, Introduction, General Principles 1-6, Section B1, Principle 3.

²⁰² Benämns som *notification undertakings* i the Consultation Paper.

²⁰³ Consultation Paper s. 88.

²⁰⁴ Consultation Paper s. 80.

²⁰⁵ Benämns som *inducement fee arrangement* i the Consultation Paper.

²⁰⁶ Consultation Paper s. 83 ff.

²⁰⁷ Panel Report s. 87 ff.

ansågs berättigat mot bakgrund av att aktieägarna i slutändan fick en högre ersättning för sina aktier.²⁰⁸

Enligt min uppfattning visade the Committee, genom the Consultation Paper, ett stöd för den dåvarande regleringen som tillät exklusivitetsavtal. Däremot presenterade the Committee en annan uppfattning i the *Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids*²⁰⁹ som offentliggjordes senare samma år. Där sammanfattades inställningen till exklusivitetsavtal med "a majority of the responses to the question of whether the Panel should prohibit or otherwise restrict deal protection measures were in favour of intervention by the Panel in this area." The Committee fick således ge vika och föreslog därefter att Takeover Code skulle ändras till att innefatta ett förbud mot exklusivitetsavtal.²¹⁰

Förslag till förändringar i Takeover Code presenterades under 2011 i the Committees *Review of Certain Aspects of The Regulation of Takeover Bids: Proposed Amendments to The Takeover Code*.²¹¹ De föreslagna revideringarna presenterades tillsammans med de två huvudargument till varför ett förbud ansågs motiverat.²¹² The Committee fastslår att syftet med förbudet var dels att skydda aktieägarna vid offentliga uppköpserbudanden och därigenom även stärka målbolagsstyrelsens position vid förhandling med budgivaren. Förbudet syftade även till att slå hål på den marknadspraxis som rådde gällande exklusivitetsavtal. Ändamålet bakom förbudet var således att försöka neutralisera den obalans som rådde mellan budgivare och målbolag vid tidpunkten. Detta för att minska budgivarens övertag i avtalsrelationen.²¹³

5.4.3 Inverkan av förbudet på den engelska uppköpsmarknaden

Vilka rättsliga effekter förbudet gett upphov till på den brittiska uppköpsmarknaden är svåra att fastställa. Brittiska advokatbyråer förutspådde vid tidpunkten för förbudets införande att privata finansbolag skulle komma att påverkas i störst utsträckning. Hos de små bolagen förutspåddes benägenheten att investera pengar i förberedelser av ett bud att minska drastiskt med anledning av risken att bli utkonkurrerade av ett högre bud utan att kunna få möjlighet till ersättning. Även

²⁰⁸ Consultation Paper s. 84.

²⁰⁹ Vidare benämnd Response Statement.

²¹⁰ Med exklusivitetsavtal avses *deal protection measures* och *inducement fees*. Se Response Statement s. 13 ff.

²¹¹ Vidare benämnd Proposed Amendments.

²¹² Proposed Amendments s. 37.

²¹³ Peetz (2013) s. 438.

strategiska budgivare, som har till syfte att köpa upp ett annat bolag, för att öka sitt egenvärde, ansågs även ligga i farozonen av att påverkas negativt av förbudet.²¹⁴

I den publicerade *Review of the 2011 amendments to the Takeover Code*²¹⁵ erkände the Committee svårigheten med att fastställa förbudets inverkan på potentiella budgivare. The Committee kunde däremot visa att den övergripande aktiviteten gällande antalet lämnade bud fortfarande låg på samma nivå ett år efter det är förbudet infördes. The Committee anser att förbudet fungerat tillfredställande utan att överdrivet belasta budgivares möjlighet att lämna bud.²¹⁶

5.5 Sammanfattande analys av utländsk rätt

Rättsläget i USA, Finland och England visar tydligt på den rättsliga komplexitet exklusivitetsavtal genererar avseende målbolagsstyrelsen skyldigheter gentemot bolaget och dess aktieägare. Utifrån rättsfallen *Unocal v. Mesa Petroleum*, *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings* och *Paramount Communications v. Time* tydliggörs ett mönster i Delaware Supreme Courts argumentation. Av rättsfallen tycks den rådande uppfattningen vara att målbolagsstyrelsens ansvar grundar sig på the business judgment rule och huruvida ett beslut med tillräcklig beredning har tagits i aktieägarnas intresse.²¹⁷ I Sverige tycks en kombination föreligga av the duty of care och the business judgment rule. Utifrån kommentaren till II.17 takeover-reglerna är målbolagsstyrelsen dels skyldig att säkerställa att klausulerna i avtalet inte strider mot ABL, bolagsordning, LUA och takeover-reglerna. Målbolagsstyrelsen är även skyldig att noga pröva om avtalet är förenligt med samtliga aktieägares intresse.

Det är dock oklart huruvida exklusivitetsavtalet bedöms som civilrättsligt ogiltigt även i Sverige i de fall målbolagsstyrelsen ingått ett avtal i strid med deras förpliktelser gentemot bolaget. I kapitel 3 konstaterade jag att i de fall målbolagsstyrelsen planerar ingå långtgående klausuler, som emellertid är förenliga med svensk rätt men som hindrar alternativa budgivare från att lämna konkurrerande bud, bör detta beslut hänföras till bolagsstämman. Detta då aktieägarna förväntar sig själva få ta ställning till vilket bud som slutligen antas. Då det offentliga uppköpserbudandet riktar sig till dem har de rätt att utöva ett inflytande i de fall då exklusivitetsavtalet riskerar gå emot deras intresse av att få en så hög ersättning som möjligt för deras aktier. Emellertid finns det inget som tyder på att avtalet blir civilrättsligt ogiltigt om målbolagsstyrelsen, trots det ovan sagda, ingår exklusivitetsavtal med långtgående klausuler. Sannolikt aktualiseras enbart ett

²¹⁴ Peetz (2013) s. 425.

²¹⁵ Vidare benämnd One Year Review.

²¹⁶ One Year Review s. 20.

²¹⁷ Dotevall (1989) s. 156.

ansvar men på vilken grund återstår att se. Mer om styrelseledamöternas skadeståndsansvar i kapitel sju.

Målbolagsstyrelsen är däremot skyldig att frångå avtalet i de fall då åtagandena strider mot deras förpliktelser gentemot bolaget. I detta avseende har jag bekräftat att no talk-klausuler hindrar målbolagsstyrelsen att ta tillvara bolagets och aktieägarnas intresse. Desamma gäller för aktie-lock ups som faller inom ramen för bolagsstämmans exklusiva kompetens. Det tycks inte heller föreligga en skyldighet för målbolagsstyrelsen, enligt de svenska takeover-reglerna, att fortlöpande utvärdera om det initiala budet fortfarande ligger i linje med aktieägarnas intresse i likhet med the duty of care. Målbolagsstyrelsen är emellertid skyldig att objektivt granska alla seriösa erbjudanden. Målbolagsstyrelsen ska hjälpa aktieägarna att ta ställning till erbjudandet dels genom att redovisa sin uppfattning om erbjudandet men även ge förslag till aktieägarna om de ska acceptera budet eller ej.

I den finska takeover-regleringen uppställs ett krav i enlighet med rekommendation 3 Helsinki Takeover Code att målbolagsstyrelsen i alla lägen ska uppfylla den lojalitet- och omsorgsplikt gentemot bolaget som följer enligt lag. Detta krav är i jämförelse med det svenska betydligt striktare. Detta då svenska målbolagsstyrelser inte har ett ansvar att kontinuerligt pröva exklusivitetsavtalets förenlighet med aktieägarnas intresse. Emellertid, som ovan nämnts, är målbolagsstyrelsen skyldig att objektivt granska alla seriösa erbjudanden. Trots avsaknad av praxis i finsk rätt ter sig självregleringen fungera som en normativ måttstock för målbolagsstyrelsen innan exklusivitetsavtal ingås med budgivaren men även efter att exklusivitetsavtalet ingås. Den finska omsorgsplikten tycks således vara en kontinuerlig plikt under hela transaktionsprocessen. Emellertid kan man konstatera att rekommendationen 3 i Helsinki Takeover Code genomsyras av en viss skepsis. Exklusivitetsavtal är tillåtna dock med begränsningen att målbolagsstyrelsens handlingsutrymme inte inskränks. Rekommendationen visar på en tydlig medvetenhet kring komplexiteten och riskerna med exklusivitetsavtal i samband med offentliga uppköpserbjudanden.

Utvecklingen i England är intressant mot bakgrund av det faktum att exklusivitetsavtal ökar i användning på övriga uppköpsmarknader.²¹⁸ Innan förbudet mot exklusivitetsavtal infördes i Takeover Code ansågs rättsläget i England och Sverige vara likartat både gällande break up fees och performance promises.²¹⁹ Trots förändringen i Takeover Code finns det inga indikatorer på att de svenska takeover-reglerna kommer ta efter de engelska. Detta då det snart passerat 4 år

²¹⁸ Peetz (2013) s. 423.

²¹⁹ Stattin (2012) s. 46, Stattin (2009) s. 244 ff.

sedan förbudet infördes och inga förändringar syns till ännu. Enligt mitt förmenande är ett förbud en alltför långtgående åtgärd. För det första tycks det svenska aktiemarknadsrättsliga systemet ha till synes fungerade sanktioner. Här åsyftas primärt diskussionen kring försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA och det faktum att klausulerna i avtalet måste vara förenliga med ABL, bolagsordning samt takeover-reglerna. För det andra utnyttjas exklusivitetsavtal inte i den utsträckning som tidigare i England. Det går således inte att tala om någon marknadspraxis som är i behov av reglering.

De argument som presenterats av the Committee i the Consultation Paper, för och emot exklusivitetsavtal, belyser emellertid viktiga aspekter i avtalsrelationen mellan målbolaget och budgivaren. Förbudets andra syfte, att stärka målbolagsstyrelsens roll och neutralisera avtalsförhållandet till budgivaren, är något som bör diskuteras mer djupgående i det svenska sammanhanget. I synnerhet är det oklart hur pass långtgående no shop-klausuler och break up fees får lov att vara för att inte strida mot god sed på aktiemarknaden. Kommersiellt legitim användning av exklusivitetsavtal tjänar ett försvarbart syfte – att ge aktieägarna möjlighet till en god affär. Emellertid hade det gynnat både aktieägare, målbolagsstyrelsen och potentiella budgivare om en tydligare gräns mellan god sed på aktiemarknaden och det som faller utanför hade preciserats., förslagsvis genom ett uttalande från AMN.

6 Prövningen av avtalets förenlighet med aktieägarnas intresse

6.1 Inledning

I detta kapitel ska jag utreda hur målbolagsstyrelsen bör gå tillväga för att uppfylla aktsamhetskravet vid prövningen av exklusivitetsavtalets förenlighet med aktieägarnas intresse. Kapitlet ger en redogörelse över omsorgspliktens andra funktion – målbolagsstyrelsens skyldighet att agera med aktsamhet då de förvaltar bolagets verksamhet.²²⁰ Speciellt förs en diskussion kring kravet på tillräcklig beredning av ärenden inom ramen för styrelseuppdraget och vilka typer av åtgärder som målbolagsstyrelsen bör företa för att uppfylla aktsamhetskravet. Utöver detta diskuteras styrelseledamöternas initiativskyldighet och skyldighet att fatta affärsmässiga beslut.

6.2 Fördelar med exklusivitetsavtal

6.2.1 Mervärde för aktieägarna

Efter att målbolagsstyrelsen säkerhetsställt att de villkor som uppställs i avtalet är förenliga med deras förpliktelser mot målbolaget och takeover-reglerna ska de noggrant pröva om avtalet ligger i samtliga aktieägares intresse.²²¹ Prövningen hänger samman med att exklusivitetsavtal endast bör ingås om särskilda skäl motiverar det.²²² Då exklusivitetsavtal inte generellt kan anses vara till nackdel för målbolaget och dess aktieägare eller till fördel för detsamma måste målbolagsstyrelsen således noggrant överväga om de ska besluta att antingen godkänna eller avfärda budgivarens förfrågan.

Utgångspunkten, enligt mitt förmenande är, att de skäl som motiverar målbolagsstyrelsen att acceptera budgivarens förfrågan ska grundas på att ett mervärde skapas för aktieägarna. Som nämnts i inledningen av denna uppsats kan detta mervärde bestå i att exklusivitetsavtal ökar förutsättningarna för att ett bud verkligen kommer till stånd.²²³ Ett mervärde kan även utgöras av exklusivitetsavtalets funktion av förhandlingsverktyg i den initiala fasen av transaktionsprocessen.²²⁴ Detta då exklusivitetsavtalet minskar risken för att budgivaren används som en stalking horse för att provocera fram alternativa budgivare. Ytterligare ett mervärde för aktieägarna är att exklusivitetsavtalet kan

²²⁰ Dotevall (2008) s. 143, 161. Stattin (2007) s. 362-363.

²²¹ Se kommentar II.17 takeover-reglerna.

²²² Se II.17 takeover-reglerna. Nyström m.fl. (2013) s. 199.

²²³ Stattin (2009) s. 237.

²²⁴ Stattin (2012) s. 55.

förpliktiga budgivaren att lämna ett bud på målbolaget i slutändan av förhandlingsperioden.²²⁵ Detta mot bakgrund av att det kan vara förödande för målbolaget om budgivaren slutligen inte lägger ett bud trots förhandlingar. Detta kan signalera på brister eller problem i målbolaget som i sin tur påverkar värdet på bolagets aktier. Bedömer målbolagsstyrelsen att exklusivitetsavtalet medför något eller några av dessa mervärden ligger exklusivitetsavtalet i aktieägarnas intresse av att maximera försäljningsvärdet på bolagets aktier

6.3 Kravet på tillräcklig beredning

6.3.1 Styrelsens beslutsförhet

Målbolagsstyrelsen ska som utgångspunkt inta en neutral position till budgivarens förfrågan om att ingå exklusivitetsavtal. Detta då exklusivitetsavtal inte generellt kan anses vara till nackdel eller till fördel för målbolaget och dess aktieägare.²²⁶ För att undersöka huruvida exklusivitetsavtalet ligger i aktieägarnas intresse – att maximera aktiens försäljningsvärde, måste målbolagsstyrelsen i enlighet med 8 kap. 21 § ABL bereda ärendet tillräckligt innan de fattar ett beslut.

Kravet på tillräcklig beredning syftar till att ett beslut endast får tas om samtliga styrelseledamöter fått möjlighet att delta i ärendets behandling och fått ett tillfredställande underlag för att avgöra ärendet. Regeln om beslutsförhet säkerhetsställer att minst hälften av styrelseledamöterna är närvarade vid beslutsfattandet och att den information som ligger till grund för målbolagsstyrelsens bedömning är tillräcklig.²²⁷ Utöver vad som följer av ABL ska målbolagsstyrelsen även förhålla sig till svensk kod för bolagsstyrning i samband med beslutsfattandet. Styrelseledamöten ska självständigt bedöma ärendet och begära den information som denne anser nödvändig för att styrelsen ska kunna fatta ett väl underbyggt beslut.²²⁸

Vilka kvalitetskrav som ska präglade ärendets beredning framkommer inte av ABL, lagkommentaren till 8 kap. 21 § ABL eller Svensk kod för bolagsstyrning. Som riktvärde kan sägas att desto viktigare ärendet är desto högre krav bör kunna ställas på informationsunderlaget.²²⁹ Däremot innebär detta inte nödvändigtvis att beredningen av ärendet ska präglas av fullständighet. På grund av de hektiska förhållanden som präglar affärlivet och styrelseuppdraget, i synnerhet vid det

²²⁵ Stattin (2009) s. 239.

²²⁶ Se kommentar II.17 takeover-reglerna.

²²⁷ Sandström (2015) s. 226.

²²⁸ Avsnitt 5.1 Svensk kod för bolagsstyrning.

²²⁹ Stattin (2007) s. 371.

offentliga uppköpserbudandet, kan målbolagsstyrelsen sällan ta ett beslut på ett helt fullständigt material. Vad som anses vara tillräcklig beredning måste därför avgöras i det enskilda fallet med hänsyn till beslutets inverkan på bolaget, tillgänglig tid för målbolagsstyrelsen för dels beredning men även beslutsfattande av ärendet samt styrelsens kunskap på området.²³⁰

I brist på vägledning från svenska rättskällor kan några generella synpunkter tas från rättsfallet *Smith v. Van Gorkom* gällande vad som kan anses utgöra tillräcklig beredning. Målbolagets styrelse och verkställande direktör, Van Gorkom, beslöt att rekommendera budgivarens bud efter endast två timmar av muntliga förhandlingar. Mot bakgrund av det bristfälliga material som präglade ärendets beredning ansåg domstolen att målbolagsstyrelsen inte fattat ett tillräckligt välgrundat beslut.²³¹ Därmed hade de inte uppfyllt sin *duty of care* och kunde således inte skyddas av *the business judgement rule*. Domstolen fastställde vidare att målbolagsstyrelsen inte ifrågasatt den verkställande direktörens roll i samband med det offentliga uppköpserbudandet eller hur värdet på 55 dollar per aktie hade beräknats. I efterhand klargjordes det att budgivarens erbjudande inte motsvarade aktiernas riktiga värde. Detta resulterade i att målbolagsstyrelsen brustit i sin skyldighet att informera sig om bolaget verkligt värde.²³²

Ett likartat resonemang kring målbolagsstyrelsens skyldighet att bereda ärendet ska, anser jag, appliceras vid ingående av exklusivtetsavtal på den svenska offentliga uppköpsmarknaden. Som utgångspunkt ska målbolagsstyrelsen informera sig om en föreslagen transaktion på ett betydligt mer omsorgsfullt och utförligt sätt än vad som gjordes i rättsfallet *Smith v. Van Gorkom*.

6.3.2 Kan ett alternativt bud påräknas?

Det föreligger inte någon aktiebolagsrättslig skyldighet för målbolagsstyrelsen gentemot aktieägarna att aktivt verka för ett uppköpserbudande.²³³ En sådan skyldighet framkommer inte heller av LUA eller takeover-reglerna. *Helsinki Takeover Code* intar ett liknande ställningstagande. Däremot åläggs målbolagsstyrelsen skyldighet att noggrant kartlägga de alternativ målbolaget har för att på så sätt tillgodose aktieägarnas intresse.²³⁴ Det tycks ligga i sakens natur att en sådan kartläggning behöver göras för att målbolagsstyrelsen med fog ska kunna påstå att budgivarens erbjudande ligger i aktieägarnas intresse. En kartläggning av

²³⁰ Stattin (2008) s. 372.

²³¹ Benämnt som *informed business decision* utifrån den amerikanska terminologin.

²³² Stattin (2008) s. 368 ff.

²³³ Nyström m.fl. (2013) s. 194.

²³⁴ Rekommendation 8 *Helsinki Takeover Code*.

alternativa erbjudanden är även motiverad mot bakgrund av de negativa effekter som exklusivitetsavtalet är förenat med. En prövning är även motiverad med anledning av målbolagsstyrelsens skyldighet att agera i aktieägarnas intresse. Målbolagsstyrelsen är som utgångspunkt skyldig att vidta de åtgärder som krävs för att uppfylla detta intresse. Finns det en alternativ budgivare som bättre tillgodoser aktieägarnas intresse av att få en så hög ersättning som möjligt ska målbolagsstyrelsen inte ingå exklusivitetsavtal med den initiala budgivaren. Emellertid genererar kartläggningen av alternativa budgivare en merkostnad. Men då kartläggningen företas som ett led i att uppfylla aktieägarnas intresse är de kostnader som uppstår motiverade, under förutsättning att de är skäliga.²³⁵

För att målbolagsstyrelsen vid förfrågan om att ingå exklusivitetsavtal ska upprätthålla någon form av effektivitet i handläggningen får kraven inte bli orimligt högt ställda. För högt ställda krav på undersökningsplikten att försöka hitta en alternativ budgivare vållar enbart effektivitetsproblem och oskäligt höga kostnader för målbolaget. Det är inte heller ekonomiskt effektivt om undersökningsplikten sträcker sig över en allt för lång tidsperiod. För att motverka allt för höga kostnader kan undersökningsplikten sträcka sig till den tidpunkt då affären tidsmässigt bör genomföras för att få det högsta möjliga utfallet utan att verksamheten för den delen skadas.²³⁶

6.3.3 Indikativa bud

Som förutsättning fordrar ett offentligt uppköpserbjudande, för att ha chans att lyckas, en rimlig budpremie. Att generellt avgöra vad som är en rimlig budpremie är givetvis mycket svårt. Den aktuella aktiekursen i målbolaget kan tänkas tjäna som vägledning men är enbart en utgångspunkt för målbolagsstyrelsen.²³⁷ I samband med målbolagsstyrelsens beredning av huruvida avtalet ligger i samtliga aktieägarnas intresse bör det uppmärksammas att budgivarens erbjudande många gånger enbart är indikativt. Eftersom en förfrågan från budgivaren om att ingå ett exklusivitetsavtal uppstår i ett mycket tidigt skede, troligtvis före det att budgivaren företagit en due diligence-undersökning av målbolaget, är erbjudandet många gånger grundat på en översiktlig värdering av målbolaget. I värsta fall grundar sig värderingen enbart på budgivarens spekulationer. Den översiktliga och stundvis bristfälliga värderingen som företagits av budgivaren ligger då till grund för målbolagsstyrelsens bedömning av huruvida exklusivitetsavtalet kan gynna affären.

²³⁵ Exempel på kostnader som anses skäliga är de som uppstår då målbolagsstyrelsen uttalar sig om erbjudandet i enlighet med II.19 takeover-reglerna. Fullgörandet av juridisk och finansiell rådgivning samt inhämtande av värderingsutlåtanden föranleder kostnader. Se Nyström m.fl. (2013) s. 195.

²³⁶ Stattin (2009) s. 258.

²³⁷ Stattin (2009) s. 188.

Detta kan vara problematiskt på många sätt. I de fall då budgivarens erbjudande inte är tillräckligt trovärdigt är det mycket viktigt att målbolagsstyrelsen beaktar de konsekvenser som avtalet kan komma att få för aktieägarna. Desto mer spekulativt erbjudandet är desto mer restriktiv ska målbolagsstyrelsen vara.

Målbolagsstyrelsen ska således alltid avväga den risk som föreligger för att budgivaren i slutändan sänker eller drar tillbaka erbjudandet. Detta motiverat av den ömsesidighet som ska präglade avtalet.²³⁸ Kravet på ömsesidighet bör även medföra en skyldighet för målbolagsstyrelsen att ställa motkrav på budgivaren. Målbolagsstyrelsen ska dessutom kräva att budgivaren presenterar de villkor som erbjudandet baseras på och hur det offentliga uppköpserbjudandet ska genomföras. Exklusivitetsavtalet ska, för att vara förenligt med aktieägarnas intresse, innebära ett mervärde för aktieägarna. Om målbolagsstyrelsen, trots ett spekulativt erbjudande, godkänner en break up fee riskerar de att åsidosätta bolagets och aktieägarnas intresse. Enligt mitt förmenande bör målbolagsstyrelsen även vara restriktiv med att tillåta en no shop-klausul. Detta mot bakgrund av att målbolaget i ett tidigt skede låser sig till ett bud som inte på ett tillräckligt tillfredställande sätt uppfyller aktieägarnas intresse av att få en så hög ersättning som möjligt. Däremot är en best effort-klausul ett rimligt alternativ i de fall då erbjudandet enbart är indikativt.²³⁹

6.3.4 Extern rådgivning

Styrelsens kunskap på området inverkar på bedömningen av huruvida aktsamhetskravet anses uppfyllt. Desto mer kompetens en styrelse har, avseende frågan inför beredning, desto högre krav bör ställas på att ett affärsmässigt korrekt beslut tas. Kravet på att inhämta extern rådgivning föreligger vanligtvis inte i de fall då styrelsen har omfattande kompetens i frågan. Inte heller aktualiseras kravet om frågan som är föremål för prövning faller inom ramen för bolagets normala verksamhet eller om frågan är av en karaktär som vanligtvis handläggs av styrelsen. De frågor som vanligtvis faller under målbolagsstyrelsen kompetens är verksamhetsrelaterade frågor, ekonomiska frågor och juridiska frågor. Frågor av exceptionell karaktär medför däremot ett krav på inhämtande av hjälp. Desto mer ovanligt ett ärende är desto större anledning finns det för målbolagsstyrelse att inhämta utomstående expertis.²⁴⁰

²³⁸ I synnerhet då parterna avtalar om en break up fee. Se Nyström m.fl. (2013) s. 199.

²³⁹ Se motiveringar a) rekommendation 3 Helsinki Takeover Code.

²⁴⁰ Stattin (2007) s. 372.

Som regel krävs enbart inhämtande av extern expertis då målbolagsstyrelsen offentliggör ett värderingsutlåtande av målbolagets aktier.²⁴¹ Utlåtandet syftar till att utjämna risken av obalans i informationsflödet mellan å ena sidan aktieägarna å andra sidan målbolagsstyrelsen under det offentliga uppköpserbudandets.²⁴² Värderingsutlåtandet tar sikte på att bolagets aktier blir korrekt värderade och den expertis som anlitas för ändamålet måste ha en oberoende och självständig ställning i förhållande till budgivaren.²⁴³ Mot bakgrund av den komplexitet som präglar exklusivitetsavtalet finns det anledning att ställa likartade krav på inhämtande av oberoende expertis, som i fallet med värderingsutlåtandet, vid prövningen av huruvida exklusivitetsavtalet ligger i samtliga aktieägares intresse. Mot bakgrund av att exklusivitetsavtal är av exceptionell karaktär och som inte sköts i den normala förvaltningen bör målbolagsstyrelsen inhämta hjälp för att på så sätt sörja för aktieägarnas intresse.²⁴⁴ Målbolagsstyrelsen ska vidta de åtgärder som krävs för att uppfylla förpliktelseerna i takeover-reglerna. Emellertid kommer detta generera, i likhet med kartläggningen av alternativa erbjudanden, merkostnader. Med då kostnaderna uppkommer som ett led i att tillvarata aktieägarnas intresse av att maximera försäljningsvärdet av bolagets aktier är de motiverade. Under förutsättning att de är skäliga.²⁴⁵

I de fall då målbolagsstyrelsens väljer att inte inhämta extern rådgivning innebär detta inte att aktsamhetskravet bryts. Om målbolagsstyrelsen sakligt motiverar grunderna till varför de inte inhämtat hjälp föreligger en medvetenhet. Detta till skillnad från situationen då målbolagsstyrelsen inte tagit ett beslut överhuvudtaget i strid med deras initiativskyldighet.²⁴⁶

6.3.5 Motiverat risktagande

Tillvaratagandet av bolagets intresse inbegriper en rätt och skyldighet för målbolagsstyrelsen att vidta affärsmässiga åtgärder. Detta innefattar inte enbart affärsmässiga åtgärder som resulterar i vinst. Målbolagsstyrelsen är inte heller skyldig att undvika affärer trots att de kan anses ha en oviss utgång.²⁴⁷ Det som ligger inom ramen för bolagets normala verksamhet utgör typiskt sett inte ett särskilt risktagande. Däremot kräver det som normalt inte omfattas av bolagets verksamhet större omsorg vid beslutsfattande. Då exklusivitetsavtal, och frågor relaterade till det offentliga uppköpserbudandets, inte faller inom ramen för

²⁴¹ Se II.19 st. 3 takeover-reglerna samt III.3 takeover-reglerna.

²⁴² Se kommentar III.3 takeover-reglerna.

²⁴³ Se III.3 takeover-reglerna.

²⁴⁴ Stattin (2008) s. 372.

²⁴⁵ Nyström m.fl. (2013) s. 195.

²⁴⁶ Stattin (2007) s. 374.

²⁴⁷ Dotevall (1989) s. 192.

bolagets normala verksamhet kan man konstatera att målbolagsstyrelsen ska tillämpa större omsorg vid beslutsfattande. Detta talar således för ett högre ställt aktsamhetskrav. Under förutsättning att målbolagsstyrelsen noggrant överväger avtalets fördelar och nackdelar strider inte beslutet om att ingå exklusivitetsavtal mot omsorgsplikten. Har målbolagsstyrelsen kommit fram till att exklusivitetsavtalet ligger i linje med aktieägarnas intresse är beslutet grundat på en affärsmässig motiverad risk som målbolaget och dess aktieägare får stå om det senare skulle visa sig att exklusivitetsavtalet inte genererade de fördelar som förväntats. Däremot innebär ett utpräglat risktagande, exempelvis då målbolagsstyrelsen beslutar att ingå exklusivitetsavtal utan beredning, att aktsamhetskravet bryts. Detta då risktagandet tillsammans med en otillräcklig beredning talar starkt för att målbolagsstyrelsen inte uppvisat tillräcklig omsorg i uppdraget.²⁴⁸

6.4 Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen

Beslut om att ingå exklusivitetsavtal med budgivaren utgör en mycket viktig fråga för målbolaget och dess aktieägare. Mot bakgrund av dels avtalets avskräckande effekt men även av att exklusivitetsavtal är en fråga av exceptionell karaktär måste ett högt ställt aktsamhetskrav krävas av målbolagsstyrelsen.²⁴⁹ Målbolagsstyrelsen har därmed, utifrån skyldigheten att tillvarata bolagets intresse samt och kravet på aktsamhet vid förvaltningen av bolagets angelägenheter, ett metodansvar. Detta ansvar ålägger dem en skyldighet att företa en noggrann beredning av ärendet. Dels med beaktande av huruvida exklusivitetsavtal tjänar ett rimligt och försvarbart syfte men även om avtalet innebär en proportionerlig inskränkning av styrelsens handlingsutrymme till vad som kan anses nödvändigt för att budgivaren ska få en rimlig säkerhet i transaktionsprocessen.

Metodansvaret innebär, enligt mitt förmenande, att målbolagsstyrelsen bör kartlägga, likt Helsinki Takeover Code, om det finns förmånligare alternativ på marknaden. Detta då målbolagsstyrelsen med fog ska kunna påstå att budgivarens bud ligger i aktieägarnas intresse. Då ansvaret inte ligger i en felaktig bedömning utan i beredningen av ärendet bör skyldigheten emellertid inte sträcka sig längre än att målbolagsstyrelsen översiktligt rekognoscerar marknaden om ett bättre bud finns att tillgå. Vidare ska målbolagsstyrelsen noggrant överväga budgivarens bud och huruvida det är indikativt. Som utgångspunkt bör målbolagsstyrelsen inta en mer restriktiv inställning i de fall då budet enbart är spekulativt. Målbolagsstyrelsen ska i sammanhanget även kräva att budgivaren presenterar de villkor som

²⁴⁸ Stattin (2007) s. 372.

²⁴⁹ Jämför med aktsamhetskravet vid frågor som faller inom ramen för den normala verksamheten. Se Dotevall (1989) s. 192.

erbjudandet baseras på och hur det offentliga uppköpserbudandet ska genomföras. Extern expertis bör inhämtas i de fall då målbolagsstyrelsens kompetens är bristfällig. Detta mot bakgrund av exklusivtetsavtalets komplexitet. Då exklusivtetsavtal inte faller inom ramen för frågor som normalt sköts av målbolagsstyrelsen kan det vara fruktbart att inhämta råd och upplysningar. Detta för att säkerställa ett visst mått av tillförlitlighet hos målbolagsstyrelsens arbetsätt.²⁵⁰

²⁵⁰ Stattin (2007) s. 371.

7 Styrelseledamöternas ansvar då skada uppstår som en följd av exklusivitetsavtalet

7.1 Inledning

I detta kapitel avser jag utreda huruvida målbolagsstyrelsen riskerar att utkrävas på ansvar enligt 29 kap. 1 § ABL om skada uppstår som en följd av att exklusivitetsavtal ingicks med budgivare. Detta då skadeståndsreglerna i ABL är tillämpliga vid det offentliga uppköpserbjudandet.²⁵¹ Mot bakgrund av den bristande vägledningen i kommentaren till II.17 takeover-reglerna är det motiverat att fastställa vad aktieägarna med framgång kan kräva av styrelseledamöterna. Ansvarsfrågan är även viktigt sett ur målbolagsstyrelsens perspektiv. Detta så att målbolagsstyrelsen vet vilka regler de ska förhålla sig till och vilka sanktioner som aktualiseras om de åsidosätter sina skyldigheter under transaktionsprocessen. Kapitlet inleds med en redogörelse över aktieägarnas möjlighet att rikta externt skadeståndsanspråk för direkt skada. Därefter utreds möjligheten för aktieägarna att rikta ansvar mot styrelseledamöterna för indirekt skada. Slutligen behandlas styrelseledamöternas interna skadeståndsansvar gentemot bolaget.

7.2 Skada med adekvat orsakssamband

En grundläggande förutsättning för att styrelseledamöternas ansvar ska aktualiseras är att det uppstått en skada. Skadan ska bestå av en ekonomisk mätbar förmögenhetsförlust vilken drabbat den skadelidande utan eller mot dennes vilja.²⁵² I samband med utbetalningen av break up feen till budgivaren minskar bolagets förmögenhet som följd av dispositionen och en skada uppstår. Aktieägarna kan även lida skada som en följd av dispositionen. Detta på grund av att värdet på bolaget minskar vilket i sin tur medför en minskning av värdet på bolagets aktier.²⁵³ Den indirekta skadan aktualiseras emellertid enbart i de fall då break up feen inte täcks av en alternativ budgivare. Aktieägarna kan även rikta ansvar mot styrelseledamöterna då break up feen inte utbetalas. Aktieägarnas skada består i detta fall av att de tvingats acceptera ett lägre bud och därmed gått miste om en högre ersättning. Skadan kan dessutom bestå i att affären med budgivaren uteblir.

²⁵¹ Det ska emellertid uppmärksammas att bolagets intresse är skilt från aktieägarnas intresse då reglerna i 29 kap. ABL aktualiseras. Detta skiljer sig således från den aktiemarknadsrättsliga utgångspunkten att bolagets intresse är samtliga aktieägares intresse. Se Dotevall (2008) s. 211, Stattin (2009) s. 393, Nyström m.fl. (2013) s. 194.

²⁵² Dotevall (2008) s. 68.

²⁵³ Dotevall (2008) s. 71.

Förutom en mätbar skada krävs det även ett adekvat orsakssamband mellan skadan och den pliktstridiga handlingen eller underlåtenheten.²⁵⁴ Kravet på adekvans syftar till att minimera möjligheterna att åberopa allt för avlägsna följder av en handling eller underlåtenhet som grund för ansvaret. Genom att undersöka det intresse, vilken normen syftar till att skydda, kan eventuella avgränsningsproblem gällande orsakssambandet begränsas.²⁵⁵

7.3 Ansvar mot aktieägarna för direkt skada

7.3.1 Aktieägarnas hypotetiska förmögenhetsförlust

Aktieägarnas hypotetiska förmögenhetsförlust²⁵⁶ uppstår då de tvingas acceptera ett lägre bud. På grund av exklusivitetsavtalets avskräckande effekt på alternativa budgivare går de miste om en högre ersättning för sina aktier. För att ansvar ska utkrävas av styrelseledamöterna krävs det att en skada uppkommit och att den är ekonomiskt mätbar. Aktieägarnas förlust, då de tvingats acceptera ett lägre bud, är teoretiskt mätbar men huruvida den är möjlig att fastställa i praktiken genom en trovärdig skadebedömning är däremot osäkert. Beräkningen utgår från en bedömning av hur aktiekursen potentiellt hade utvecklats om målbolagsstyrelsen inte ingått exklusivitetsavtalet. Aktiens potentiella kursutveckling jämförs sedan med den förlust som drabbat aktieägarna på grund av att det förväntade resultatet inte uppnåddes. Matematiskt är detta möjligt men i praktiken kan det komma att bli svårbedömt och innebära processrisker.²⁵⁷ Som ovan nämnts måste ett adekvat orsakssamband föreligga mellan skadan och den pliktstridiga handlingen eller underlåtenheten.²⁵⁸ Då skadan enbart är hypotetisk innebär detta betydande bevisvårigheter för aktieägarna.²⁵⁹

7.3.2 Kvalificerad skadehandling

För att aktieägaren ska utkräva skadeståndsansvar från styrelseledamöterna krävs det, utöver en mätbar skada, en överträdelse av ABL, Årsredovisningslag (1995:1554)²⁶⁰ eller bolagsordning vilket framkommer av 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL. Emellertid är ansvaret dessutom begränsat till kvalificerade skadehandlingar där styrelseledamöterna överträtt regler med syfte att skydda aktieägarnas

²⁵⁴ Detta utifrån allmänna skadeståndsrättsliga principer, som är utgångspunkt för ABLs ansvarsregler. Se prop. 1975:103 s. 540.

²⁵⁵ Dotevall (2008) s. 66.

²⁵⁶ Stattin (2007) s. 241.

²⁵⁷ Stattin (2007) s. 341.

²⁵⁸ Prop. 1975:103 s. 540.

²⁵⁹ Sandström (2015) s. 405.

²⁶⁰ Vidare benämnd ÅRL.

intressen.²⁶¹ Då någon överträdelse av exempelvis minoritetsskyddsreglerna, likhetsprincipen eller generalklausulen som utgångspunkt inte företagits av styrelseledamöterna vid tidpunkten för avtalets ingående kan ansvar i enlighet med 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL inte aktualiseras.

7.3.3 Försvarsåtgärdsförbudet

I förarbetena ges ett visst utrymme för aktieägarna att föra talan vid överträdelse av försvarsåtgärdsförbudet.²⁶² Utifrån skrivelsen "framför allt" torde det finnas stöd för aktieägarna att åberopa 5 kap. 1 § LUA. som grund för ansvar. I doktrin har spörsmålet även diskuterats. Som utgångspunkt ska det vara tillåtet att analogisera till andra rättsregler utöver ABL, ÅRL och bolagsordning, under förutsättning att regeln, direkt eller indirekt, syftar till att skydda aktieägarna.²⁶³ Enligt mitt förmenande är försvarsåtgärdsförbudet en regel som klart syftar till att skydda aktieägarna varför den bör kunna ligga till grund för ansvar. Regeln syftar till att informera aktieägarna om av målbolagsstyrelsen vidtagna försvarsåtgärder med syfte att försvåra lämnandet eller genomförandet av ett bud. Då budet primärt riktar sig till aktieägarna har de rätt att veta om målbolagsstyrelsen planerar företa handlingar i strid med deras intresse. Om det är möjligt att grunda ansvar på en överträdelse av LUA har emellertid inte blivit föremål för prövning. Inte heller är det klarlagt huruvida långtgående klausuler i exklusivitetsavtal omfattas av försvarsåtgärdsförbudet. Det är således oklart vad som gäller i denna fråga.

7.3.4 Överträdelse av omsorgsplikten

Då aktieägarna tillfogas skada på grund av att de tvingats acceptera ett lägre bud eller då en affär uteblivit är det däremot inte möjligt att hävda att målbolagsstyrelsens brustit i omsorgsplikten. Detta då den riktar sig primärt till bolaget.²⁶⁴ Det finns varken stöd i lag eller doktrin för att målbolagsstyrelsen har en omsorgsplikt mot aktieägarna i förhållande till skadeståndsreglerna i 29 kap ABL. Denna uppfattning skiljer sig således från den aktiemarknadsrättsliga utgångspunkten där bolagets intresse är aktieägarnas gemensamma och hypotetiska intresse.²⁶⁵

²⁶¹ Dotevall (2008) s. 209.

²⁶² "(...) bör alltså styrelseledamöter och den verkställande direktören kunna åläggas skadeståndsskyldighet, om de vållat skada genom överträdelse av framför allt aktiebolagslagen, tillämplig redovisningslag och bolagsordningen." Se prop. 1997/98:99 s. 188 ff.

²⁶³ Stattin (2009) s. 394.

²⁶⁴ Dotevall (2008) s. 209.

²⁶⁵ Dotevall (2008) s. 211, Stattin (2009) s. 393, Nyström m.fl. (2013) s. 194.

7.4 Ansvar mot aktieägarna för indirekt skada

Aktieägarnas möjlighet att rikta skadeståndsansvar för indirekt skada, som uppstår då bolagets förmögenhet minskar som en följd av utbetalningen av break up feen till budgivaren, ter sig ännu svårare. Utifrån förarbetena och doktrin är aktieägarnas möjlighet att rikta skadeståndsanspråk för indirekt skada tämligen begränsade.²⁶⁶ Argumentationen bygger på att aktieägarna, genom rätten att delta i bolagsstämman, har möjlighet att påverka bolagets förvaltning och verksamhet. Detta till skillnad från exempelvis bolagets borgenärer. En oinskränkt rätt att föra talan för indirekta skador medför att aktiebolagets system och syfte motverkas. Påföljdreglerna i ABL syftar inte till att möjliggöra för aktieägarna att genomgående utnyttja bolagets direkta förluster som grund för en skadeståndstalan. Emellertid har det argumenterats för att aktieägare ska få ersättning för indirekt skada i de fall då styrelseledamöterna åsidosatt eller överträtt en specificerad norm i ABL, exempelvis likhetsprincipen eller generalklausulen.²⁶⁷ Argument för att tillåta aktieägarna att föra skadeståndstalan mot indirekta skador grundar sig på preventionsaspekten. Detta så att målbolagsstyrelsen förhåller sig till ABL, bolagsordning och iakttar sin omsorgplikt gentemot bolaget i sitt arbete.²⁶⁸ Det är inte heller möjligt för aktieägarna att hävda att styrelseledamöterna överträtt omsorgsplikten. Detta då omsorgsplikten, som ovan nämnts, i första hand reglerar förhållandet mellan bolaget och styrelseledamöterna.

7.5 Ansvar mot bolaget

7.5.1 Överträdelse av lag eller föreskrift

Grunden för styrelseledamöternas interna skadeståndsansvar gentemot bolaget återfinns i 29 kap. 1 § 1 st. 1 men. ABL. Ansvaret är individuellt och aktualiseras då en styrelseledamot, som när han eller hon fullgör sitt uppdrag, uppsåtligen eller av oaktsamhet skadar bolaget. Utgångspunkten, för bedömningen om styrelseledamoten handlat oaktsamt, tas utifrån den omsorg som i allmänhet ska iakttas av en syssloman.²⁶⁹ Måttstocken vid oaktsamhetsbedömningen tas vanligtvis från de lagar och regler som anges i paragrafen. En överträdelse av ABL, ÅRL eller bolagsordning talar således starkt för att oaktsamhet föreligger. Förutom överträdelse av en stipulerad regel så uttalas det i förarbetena att även andra lagar och rättsliga föreskrifter kan ligga till grund för ansvar. Avgörande är om styrelseledamoten ålagts plikter mot bolaget genom lagen eller den rättsliga

²⁶⁶ Prop. 1997/98:99 s. 188, Bergström och Samuelsson (2012) s. 134, Stattin (2009) s. 395, Stattin (2008) s. 348, Sandström (2015) s. 410.

²⁶⁷ Prop. 1997/98:99 s. 188.

²⁶⁸ Sandström (2015) s. 411.

²⁶⁹ Andersson m.fl. (2006) s. 29:4.

föreskriften.²⁷⁰ Utifrån doktrin har det hävdats att det är möjligt att analogisera till andra lagar i de fall då ABL uttryckligen hänvisar till den avsedda lagen. Däremot föreligger oenighet huruvida det är möjligt att analogisera till andra regler till skydd för aktieägarna, utan hänvisning från ABL, som grund för skadeståndstalan.²⁷¹

Mot bakgrund av det ovan anförda är möjligheten att utkräva ansvar av styrelseledamöterna, då målbolaget lidit skada av att break up feen utbetalats, begränsade. Detta på grund av att exklusivitetsavtal inte regleras i ABL, ÅRL eller bolagsordningen. Däremot synes förarbetena och till viss del doktrin stödja att andra lagar och rättsliga föreskrifter kan ligga till grund för ansvar. Styrelseledamöterna kan således riskera ansvar vid överträdelse av försvarsåtgärdsförbudet i LUA. Som jag framhållit ovan bör oskäligt höga break up fees, men även långtgående no shop-klausuler och tillgångsrelaterade lock ups, omfattas av försvarsåtgärdsförbudet. Emellertid är rättsläget oklart avseende huruvida försvarsåtgärdsförbudet omfattar långtgående klausuler i exklusivitetsavtalet och om bestämmelsen i 5 kap. 1 § LUA överhuvudtaget kan ligga till grund för en skadeståndstalan.

7.5.2 Fri culpabedömning vid överträdelse av omsorgsplikten

Trots att någon rättslig föreskrift inte överträtts finns det emellertid möjlighet att åberopa överträdelse av omsorgsplikten i de fall break up feen utbetalats i strid med bolagets intresse.²⁷² I dessa fall görs en s.k. fri culpabedömning. Då någon objektiv norm inte kan fastställas utifrån en tillämplig regel görs bedömningen istället utifrån bedömningen av risken för skada, den sannolika skadans storlek, möjligheten att förekomma skada och den handlandes möjligheter att inse risken för skada. De olika momenten vägs samman för att avgöra huruvida styrelseledamoten handlat oaktsamt och därmed ska ansvara för den skada bolaget lidit.²⁷³ Då styrelseledamöterna ingår exklusivitetsavtal, med en break up fee som utlöses i de fall aktieägarna beslutar att inte anta ett bud, föreligger oaktsamhet. Detta då konstruktionen av klausulens utlösande faktorn står i strid med principen om aktieägarnas beslutanderätt. Det är även oaktsamt om exklusivitetsavtalet hindrar aktieägarna att ta ställning till olika bud. Detta då konstruktionen strider mot principen c) i takeover-reglernas inledning.²⁷⁴

²⁷⁰ "Även åsidosättande av andra lagar eller rättsliga föreskrifter genom vilka han som styrelseledamot eller verkställande direktör har ålagts plikter mot bolaget torde kunna grunda ansvar." Se prop. 1997/98:99 s. 186.

²⁷¹ Stattin (2009) s. 393, Dotevall (1989) s. 446.

²⁷² Prop. 1997/98:99 s. 186. Stattin (2007) s. 355.

²⁷³ Stattin (2007) s. 355.

²⁷⁴ Stattin (2009) s. 266.

Bedömningen av huruvida målbolagsstyrelsen uppfyllt sin omsorgsplikt i samband med avtalets ingående sker med utgångspunkt i den aktsamhetsstandard som styrelseledamoten har att förhålla sig till vid förvaltningen av bolagets angelägenheter.²⁷⁵ Aktsamhetskravet kan tyckas vara oprecist och svårt att avgöra utan att ta ställning till ett visst speciellt förhållande. Troligtvis bygger detta på att styrelsen ofta står inför svåra och komplexa beslut med otillräckligt beslutsunderlag. Konsekvensen av detta blir att styrelsen måste fatta beslut på grundval av stundvis bristfälligt material. Mot bakgrund av detta är det svårt för styrelsen att avgöra vilket beslut som bäst ligger i bolagets intresse. Vad som vid tidpunkten för beslutet kan anses vara ekonomisk motiverat kan senare resultera i motsatt effekt.²⁷⁶ Viktigt att beakta vid aktsamhetsbedömningen är att motiverat risktagande²⁷⁷ således inte innebär ett åsidosättande av omsorgsplikten. I förarbetena framgår det att omsorgsfullt övervägda affärsbeslut, som i efterhand visar sig vara förlustbringande, inte omfattas av skadeståndsreglerna i 29 kap. ABL.²⁷⁸ Likt den amerikanska business judgement rule kan skador som vållats genom bristfälliga affärsmässiga beslut inte ligga till grund för ansvar. Detta har motiverats av att målbolagsstyrelsen i så fall hade åtljytt största möjliga försiktighet vid beslutsfattande vilket inte anses eftersträvansvärt.²⁷⁹

Däremot åsidosätter målbolagsstyrelsen omsorgsplikten om de beslutar att ingå exklusivtetsavtal med budgivaren trots att en tillräcklig beredning inte genomförts. Kravet på tillräcklig beredning syftar till att ett beslut inte får tas i de fall då samtliga styrelseledamöter inte fått möjlighet att delta i ärendets behandling och fått ett tillfredställande underlag för att kunna uttala sig om frågan.²⁸⁰ Överträdelser av styrelsens beslutsförhet kan således leda till skadeståndsansvar. Omsorgsplikten överträds även i de fall då exklusivtetsavtalet ingås trots att det uppenbart står i strid med bolagets intresse.²⁸¹ Även i de fall styrelseledamoten underlåter att handla och åsidosätter sin initiativskyldighet kan ansvar aktualiseras. Detta då passivitet inte friar från ansvar.

²⁷⁵ Stattin (2008) s. 366, Sandström (2015) s. 213, se även 8 kap. 4 § ABL som anger att "styrelsen ska svara för bolagets organisation och förvaltning av bolagets angelägenheter." Styrelsens ska se till att bolaget förvaltar de ekonomiska resurser som tillhandahållits av aktieägare och övriga finansärer på bästa sätt. Bestämmelsen är av tvingande karaktär vilket innebär att aktieägarna inte kan besluta om att frånta styrelsen det ansvar som åläggs dem via bestämmelsen.

²⁷⁶ Bergström och Samuelsson (2012) s. 116.

²⁷⁷ Se avsnitt 7.2.4.

²⁷⁸ Prop. 1997/98:99 s. 186.

²⁷⁹ Bergström och Samuelsson (2012) s. 116.

²⁸⁰ Sandström (2015) s. 226.

²⁸¹ Stattin (2007) s. 372.

7.6 Sammanfattande råd till målbolagsstyrelsen

Aktieägarnas möjligheter att rikta ansvar mot målbolagsstyrelsen för direkt skada, då värdet på deras aktier minskat, ter sig tämligen begränsade. Utifrån vad som presenterats i förarbeten och doktrin talar mycket för att aktieägarna även har svårt att vinna framgång med en skadeståndstalan mot styrelseledamöterna för indirekt skada. Däremot har målbolagsstyrelsen ett ansvar gentemot bolaget utifrån omsorgsplikten. Omsorgsplikten gestaltas i form av ett metodansvar där målbolagsstyrelsen noggrant ska pröva exklusivitetsavtalets förenlighet med bolagets intresse. Omsorgsplikten innebär även skyldigheten att handla med aktsamhet vid förvaltningen av bolagets angelägenheter. Aktsamhetskravet innefattar i sin tur en skyldighet att fatta beslut med tillräcklig beredning. För att undvika ansvar ska målbolagsstyrelsens beredning präglas av ett tillfredställande underlag där samtliga aspekter av exklusivitetsavtalet beaktas.

Kravet på tillräcklig beredning innefattar, enligt mitt förmenande, en skyldighet att kartlägga andra alternativa erbjudanden på marknaden, överväga huruvida budet är indikativt, kräva att budgivaren presenterar de villkor som erbjudandet baseras på samt hur det offentliga uppköpserbjudandet ska genomföras och slutligen att inhämta extern expertis i de fall kompetens är bristfällig. Bedömningen av huruvida styrelsens uppfyllt metodansvaret prövas utifrån en helhetsbedömning med utgångspunkt från omständigheterna då avtalet ingicks.²⁸² I de fall målbolagsstyrelsen agerat i god tro, avseende klausulernas utformning och avtalets förenlighet med samtliga aktieägarnas intresse, vid tidpunkten för beslutsfattandet kan målbolagsstyrelsen däremot inte utkrävas på ansvar. Motiverat risktagande och omsorgsfullt övervägda affärsbeslut som i efterhand visar sig vara förlustbringande omfattas inte av skadestandsreglerna i ABL. Enligt mitt förmenande är detta en rimlig avvägning. Mot bakgrund av att exklusivitetsavtalet syfte och funktion annars blir underminerat. Aktieägarna får ett fullgott skydd utifrån de krav som ställs på målbolagsstyrelsen innan beslut fattas om att ingå exklusivitetsavtal. Utöver detta är aktieägarna skyddade av att takeover-reglerna och kravet på målbolagsstyrelsen att objektivt granska och informera aktieägarna om alla seriösa erbjudanden.

²⁸² Stattin (2009) s. 243, 258, 263.

8 Slutsatser

Syftet med denna uppsats har varit att ge råd till målbolagsstyrelsen inför de överväganden som företas i samband med ingående av exklusivitetsavtal vid offentliga uppköpserbjudanden. I uppsatsen har jag klargjort för de begränsningar som svensk rätt uppställer för exklusivitetsavtal. Framförallt måste målbolagsstyrelsen uppmärksamma att de är förhindrade att ingå exklusivitetsavtal med tillkommande klausuler som står i strid med deras omsorgsplikt gentemot bolaget och deras skyldigheter i enlighet med takeover-reglerna. Huruvida avskräckande klausuler, som är förenliga med svensk rätt men vars effekt kan liknas vid en försvarsåtgärd, är förbjudna för målbolagsstyrelsen att företa utan bolagsstämmans godkännande eller dispens från AMN är emellertid oklart. Uppsatsens andra frågeställning får därmed tyvärr anses obesvarad. En intressant diskussion i detta avseende är om exklusivitetsavtal, som hindrar alternativa budgivare från att lämna bud eller som indirekt tvingar aktieägarna att anta ett visst bud, är förenliga med god sed på aktiemarknaden. För att upprätthålla syftet med och funktionen av exklusivitetsavtal i transaktionsprocessen finns det mycket som talar för att sådana avtal inte bör tillmätas någon rättslig verkan. Däremot måste ett förbud reserveras till de exklusivitetsavtal som verkligen har denna effekt. Troligtvis kommer därför endast extensiva break up fees och tillgångsrelaterade lock ups falla utanför god sed på aktiemarknaden.

Målbolagsstyrelsen ska även noga pröva huruvida avtalet ligger i samtliga aktieägares intresse. I samband med det offentliga uppköpserbjudandet är samtliga aktieägarnas intresse att uppnå vinst vilket även likställs med bolagets intresse. Utifrån målbolagsstyrelsens omsorgsplikt aktualiseras ett metodansvar i samband med prövningen av avtalets förenlighet med aktieägarnas intresse av att uppnå vinst. Centralt i detta sammanhang är kravet på tillräcklig beredning. Om målbolagsstyrelsen åsidosätter omsorgsplikten och handlar oaktsamt riskerar de att krävas på skadeståndsansvar om målbolaget skadas som en följd av att exklusivitetsavtalet ingicks med budgivaren. Ett mer långtgående ansvar skulle däremot motverka exklusivitetsavtalets önskade effekter. Däremot är det svårt att visa att omsorgsplikten åsidosatts om exklusivitetsavtalet, trots en tillräcklig beredning, medför skada för målbolaget. Detta då det är svårt att i efterhand kontrollera sambandet mellan mål och medel. För att underlätta målbolagsstyrelsens arbete vid det offentliga uppköpserbjudandet, och i synnerhet vid prövningen av huruvida exklusivitetsavtalet är förenligt med aktieägarnas intresse, kan det vara fruktbart att i förväg fastställa riktlinjer och nödvändig planering. Införandet av en *Takeover Respons Manual*, där det framgår hur budet ska analyseras, kommuniceras och hanteras med snabbhet, effektivitet och korrekthet med beaktande av aktieägarnas intresse, ger målbolagsstyrelsen stöd och

vägledningen i en annars snårig situation. En Takeover Response Manual kan således hjälpa målbolagsstyrelsen att minimera de ansvarsriskerna som kan följa i de fall då exklusivitetsavtal ingås på felaktiga grunder.²⁸³

Det finns emellertid anledning att kritisera den, enligt mitt förmenande, otillräckliga kommentar till II.17 takeover-reglerna som är målbolagsstyrelsens enda vägledning i nuläget. I detta avseende kan inspiration tas från den tidigare regeln i 21.2 Takeover Code som begränsade målbolagsstyrelsen från att vidta åtgärder, med syfte att försvåra ett bud, utan bolagsstämans medgivande. Målbolagsstyrelsen var dessutom skyldig att säkerställa, inför budgivaren, att inga överträdelse av Takeover Code skulle företas. Tillsammans med bolagets finansiella rådgivare var målbolagsstyrelsen även skyldig att skriftligt uttala sig till Takeover Panel om att break up feen ligger i aktieägarnas intresse. Även den finska konstruktionen, av att reglera exklusivitetsavtal i en självständig kommentar, skulle vara gynnsamt för svenskt vidkommande. Givetvis kan en kommentar inte vara uttömmande vilket innebär att målbolagsstyrelsen får vända sig till AMN i de fall oklarhet uppstår över hur regeln ska tolkas och tillämpas.

Mycket talar dock för att ett uttalande från AMN hade varit tillräckligt för att få rätsida på de rättsliga oklarheter som råder avseende exklusivitetsavtal. Detta för att ge målbolagsstyrelser, aktieägare och potentiella budgivare bättre vägledning. Ett uttalande kan förhoppningsvis tydliggöra de oklara spörsmål som jag aktualiserat i denna uppsats. Det hade resulterat i att exklusivitetsavtal kan uppnå sin fulla potential vid det offentliga uppköpserbudandet.

²⁸³ Broneus och Stattin (2010) s. 34 ff.

9 Käll- och Litteraturförteckning

9.1 Europeisk offentligt tryck

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden [Citeras Takeover-direktivet]

9.2 Svenskt offentligt tryck

9.2.1 Propositioner

Prop. 1975:103, Förslag till ny aktiebolag

Prop. 1997/98:99, Aktiebolagets organisation

Prop. 2004/05:85, Ny aktiebolagslag

Prop. 2005/06:140, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

9.2.2 Statens offentliga utredningar

SOU 1941:9 – Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.

SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden

9.3 Självregleringsinstrument

9.3.1 Sverige

Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm, publicerat 2015-01-02,

http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/64/64494_take_over_regler_20091001_2_.pdf [Citeras takeover-reglerna]

Svensk kod för bolagsstyrning, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, publicerat 2010-02-01,

http://www.bolagsstyrning.se/media/43746/svenskkodbolagsstyrn_2010_korrigerad20110321.pdf [Citeras Svensk kod för bolagsstyrning]

9.3.2 Finland

Värdepappersmarknadsföreningen rf:s nämnd för uppköpserbjudanden, Kod för uppköpserbjudanden - Helsinki Takeover Code, publicerat 2014-01-01,

<http://cgfinland.fi/files/2013/12/kod-for-uppkopserbjudandenweb.pdf> [Citeras Helsinki Takeover Code]

9.3.3 England

The Panel on Takeovers and Mergers, *The Takeover Code*, publicerat 2013-05-20, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf> [Citeras Takeover Code]

The Takeover Panel, Consultation Paper Issued by the Code Committee of the Panel, *Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids*, PCP 2010/2, publicerat 2010-06-01, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201002.pdf> [Citeras Consultation Paper]

The Takeover Panel Code Committee, *Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids*, PCP 2010/22, publicerat 2010-10-21 [Citeras Response Statement]

The Panel on Takeovers and Mergers, Consultation Paper Issued by The Code Committee of The Panel, *Review of Certain Aspects of The Regulation of Takeover Bids: Proposed Amendments to The Takeover Code*, PCP 2011/1, publicerat 2011-03-21, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/PCP201101.pdf> [Citeras Proposed Amendments]

The Panel on Takeover and Mergers Code Committee, *Review of the 2011 Amendments to the Takeover Code*, PCP 2012/8, publicerat 2012-11-26, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2012/01/2012-8.pdf> [Citeras One Year Review]

9.4 Litteratur

af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur, 2 uppl., 2007 [Citeras af Sandeberg (2007)]

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen En kommentar Del I*, Nordstedts Juridik, 5 suppl., 2010 [Citeras Andersson m.fl. (2010)]

Andersson, Sten, Johansson, Svante, Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen En kommentar Del III*, Nordstedts Juridik, 2006 [Citeras Andersson m.fl. (2006)]

Backer, L.C, *Comparative Corporate Law – United States, European Union, China and Japan, Cases and Materials*, Carolina Academic Press, 2002 [Citeras Backer (2002)]

Bainbridge, S.M, *Mergers and Acquisitions*, University Textbook Series, Foundation Press, 3rd Edition, 2012 [Citeras Bainbridge (2012)]

Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, Nordstedts Juridik, 4 uppl., 2012 [Citeras Bergström och Samuelsson (2012)]

Bronelius, Sandra, Stattin, Daniel, *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – kommentar och referenser*, Thomson Reuters, 2010 [Citeras Bronelius och Stattin (2010)]

Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Nordstedts Juridik, 2 uppl., 2008 [Citeras Dotevall (2008)]

Dotevall, Rolf, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör*, Norstedts Juridik, 1989 [Citeras Dotevall (1989)]

Korling, Fredric, Zamboni, Mauro, *Juridisk Metodlära*, Studentlitteratur AB, 2013 [Citeras Korling och Zamboni (2013)]

Lindskog, Stefan, *I gränlandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt*, i af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 3 uppl., 2012 [Citeras Lindskog (2012)]

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik och Skog, Rolf, *Takeover- reglerna - En kommentar*, Nordstedts Juridik, 3 uppl., 2013 [Citeras Nyström m.fl. (2013)]

Ramberg, Jan, Ramberg, Christina, *Allmän avtalsrätt*, 9 uppl., 2014, Norstedts Juridik [Citeras Ramberg och Ramberg (2014)]

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Nordstedts Juridik, 5 uppl., 2015 [Citeras Sandström (2015)]

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, 2007 [Citeras Sevenius (2007)]

Sevenius, Robert, *Företagsförvärv*, Studentlitteratur, 2011 [Citeras Sevenius (2011,1)]

Sevenius, Robert, *Publika företagsförvärv – om reglerna för hajar och pirater i börsens förvatten*, i af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert (red) *Börsrätt*, Studentlitteratur, 3 uppl., 2012 [Citeras Sevenius (2012)]

Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, 24 uppl., 2014 [Citeras Skog (2014)]

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning. En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar-och koncernstyrning*, Uppsala universitets tryckeri, 2 uppl., 2008 [Citeras Stattin (2008)]

Stattin, Daniel, *Takeover – Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, Thomson Reuters Professional, 2 uppl., 2009 [Citeras Stattin (2009)]

9.5 Artiklar

Broneus, Sandra och Stattin, Daniel, *Aktiemarknadsbolags förberedelser inför takeover- erbjudanden*, JT 2010-11 s. 34 [Citeras Broneus och Stattin (2010-11)]

Nyström, Göran och Sjöman, Erik, *Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?*, i Svernlöv, Carl (red) Tidskrift från Stockholm Centre for Commercial Law, Nr 10, 2009, s. 11-26 [Citeras Nyström och Sjöman (2009)]

Peetz, Matthew, *Protecting Shareholders from Themselves: How the United Kingdom's 2011 Takeover Code Amendments Hit their Mark*, Penn State Journal of Law & International Affairs, Volume 2, Issue 2, Publicerat 2013-11-01 [Citeras Peetz (2013)]

Stattin Daniel, *Deal Protection och god sed på aktiemarknaden - Aktuella självregleringsfrågor i svensk och brittisk rätt*, Ny Juridik 1:12 [Citeras Stattin (2012)]

Ydén, Karin, *Målbolagsstyrelsens roll vid offentliga uppköpserbudanden – med fokus på due diligence-frågor*, JT Nr 2 2008-09 [Citeras Ydén (2008)]

9.6 Elektroniska källor

Avtalslagen 2010, <http://www.avtalslagen2010.se> [Citeras Avtalslagen 2010]
Senast besökt 2015-05-17.

Gripenberg, Pia, Sprängs, Thorbjörn, *Svenska jobb försvinner när företagen köps upp*, Dagens Nyheter, publicerat 2014-05-09, <http://www.dn.se/ekonomi/svenska-jobb-forsvinner-nar-foretagen-kops-upp/> [Citeras Gripenberg och Sprängs (2014)]
Senast besökt 2015-04-02.

Göran Nyström och Erik Sjöman, *Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelmakaren och Aktiemarknadsnämnden*, http://www.aktiemarknadsnamnden.se/UserFiles/AMN25ar_kap07_medKOM_kap07-165x242.pdf [Citeras Nyström och Sjöman (2011)] Senast besökt 2015-05-10.

Sevenius, Robert, *Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik*, publicerat 2011-03-01, http://media.sevenius.se/2013/12/affarsjuridik_mar_11.pdf [Citeras Sevenius (2011,2)] Senast besökt 2015-05-16.

Wearden, Garem, *Timeline: Cadbury's fight against Kraft*, The Guardian, publicerat 2010-01-19, <http://www.theguardian.com/business/2010/jan/19/cadbury-kraft-takeover-timeline>, [Citeras Wearden (2010)] Senast besökt 2015-04-20.

9.7 Rättsfall och utlåtanden

9.7.1 Högsta domstolen

NJA 1963 s. 105

NJA 2012 s. 1095

9.7.2 Rättsfall från USA

Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 873 (Del. 1985)

Unocal Corp. V. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

9.7.3 Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2008:43

AMN 2007:10

Jag, Isabella Lidström, registrerades på kursen *HRO800 Examensarbetet* första gången vårterminen 2015. Jag har inte omregistrerats och inte tidigare deltagit i något examinationstillfälle.