

REKOMMENDATION OM FÖRFARANDET VID OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN

HELSINKI TAKEOVER CODE

TAKEOVER CODE -ARBETSGRUPPEN OCH BEREDNING AV REKOMMENDATIONEN

Finlands Näringsliv EK, Centralhandelskammaren och OMX Exchanges Ab tillsatte 23.11.2005 en arbetsgrupp ("Takeover Code -arbetsgruppen") för beredning av en rekommendation, som skall främja god värdepappersmarknadssed och styra de förfaranden som skall iakttas vid företagsförvärv.

Chefsjurist, direktör för juridiska ärenden Ilona Ervasti-Vaintola kallades till ordförande för arbetsgruppen.

Arbetsgruppen har haft följande medlemmar:

advokat Johan Aalto,
Senior Advisor Manne Airaksinen,
advokat Tomas Lindholm,
biträdande direktör Leena Linnainmaa,
direktör Jaakko Raulo och
direktör Joakim Åberg.

Advokat Klaus Ilmonen, advokat Paula Linna samt juristerna Anne Horttanainen och Jaakko Turunen från Centralhandelskammaren har varit sekreterare för arbetsgruppen.

Dessutom tillsatte Finlands Näringsliv EK, Centralhandelskammaren och OMX Exchanges Ab 2.3.2006 en uppföljningsgrupp, som arbetsgruppen hörde och informerade under arbetets gång. I uppföljningsgruppen fanns representanter för emittenter, övriga aktörer på värdepappersmarknaden och myndigheterna.

Lagman Pekka Merilampi kallades till ordförande för uppföljningsgruppen.

Uppföljningsgruppen har haft följande medlemmar:

lagstiftningsråd Ilkka Harju, finansministeriet,
advokat Mika Ilveskero, Finlands Advokatförbund,
chefsjurist Timo Kaisanlahti, Finlands Försäkringsbolags Centralförbund rf och Ömsesidiga arbetspensionsförsäkringsbolaget Varma,
direktör Erkki Kontkanen, Finlands Bankförening rf,
verkställande direktör Antti Mäkinen, eQ Bank Ab,
CGR-revisor, partner Rabbe Nevalainen, Föreningen CGR rf,
kontorschef Jarmo Parkkonen, Finansinspektionen,
ordförande Kari Rytönen, Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry,
direktör, chefsjurist Juha Salonen, Huhtamäki Abp,
verkställande direktör Markku Savikko, Finska Fondhandlareföreningen rf,
professor Matti J. Sillanpää, Åbo handelshögskola,
Vice President, Assistant General Counsel Kaarina Ståhlberg, Nokia Abp,
konsultativ tjänsteman Pekka Timonen, handels- och industriministeriet och
direktör Tapani Varjas, Aventus Partners Ab.

Under arbetets gång sammanträdde arbetsgruppen tjugofyra gånger och uppföljningsgruppen fem gånger. Arbetsgruppen har undersökt vilken praxis som råder vid offentliga uppköpserbudanden för att kunna ge dessa rekommendationer. Arbetsgruppen har dessutom undersökt vilka självregleringsmekanismer det finns för offentliga uppköpserbudanden i Storbritannien och Sverige. Ordförande och sekreterarna för arbetsgruppen har bekantat sig med självregleringsorganets verksamhet i London och under arbetets gång har arbetsgruppen hört Rolf Skog, som deltog i beredningen av bestämmelserna om offentliga uppköpserbudanden i Sverige.

Arbetsgruppen lade ut rekommendationen för utlåtanden i september 2006. Sammanlagt över sjuttio olika instanser, inklusive de centrala ministerierna, universiteten, Finansinspektionen, branschens intresseorganisationer, advokatbyråer, revisionskommittéer och investeringsbanker ombads lämna ett utlåtande. Utgående från dessa utlåtanden färdigställdes rekommendationen i oktober-december 2006.

Arbetsgruppen konstaterade att de metoder och den praxis som följs vid offentliga uppköpserbudanden hela tiden utvecklas. Därför bör utvecklingen i Finland och internationellt följas upp samt rekommendationen vid behov uppdateras.

CENTRALHANDELSKAMMARENS NÄMND FÖR FÖRETAGSFÖRÄRV

Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv är en oberoende nämnd i anslutning till Centralhandelskammaren. Nämndens uppgift är att främja god värdepappersmarknadssed i Finland. Bestämmelserna om nämnden finns i handelskammerlagen och värdepappersmarknadslagen. Nämnden inledde sin verksamhet 1.9.2006.

Enligt 1 § i stadgarna för Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv skall nämnden enligt 6 kapitlet 17 § i värdepappersmarknadslagen, i syfte att främja iakttagandet av god värdepappersmarknadssed, ge rekommendationer och utlåtanden vilka gäller målbolagets lednings handlande i samband med offentliga uppköpserbudanden samt avtalsgrundade strukturer för att upprätthålla ett bestämmande inflytande eller vilka styr de bolagsrättsliga förfaranden som skall iakttas vid företagsförvärv. Nämnden kan dessutom enligt 6 kapitlet 17 § i värdepappersmarknadslagen på ansökan ge rekommendationer till lösningar i enskilda frågor som ansluter sig till rekommendationerna. Därutöver kan nämnden även på annat sätt främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed.

Professor Matti J. Sillanpää är ordförande i nämnden. Vicehäradshövding Birgitta Kantola är första vice ordförande och juris licentiat Juhani Erma är andra viceordförande i nämnden.

Nämnden har följande övriga medlemmar (medlemmens personliga suppleant inom parentes):

chefsjurist Ilona Ervasti-Vaintola (Vice President Marja Hanski),
direktör Kari Hietanen (Vice President, Assistant General Counsel Kaarina Ståhlberg),
chefsjurist Timo Kaisanlahti (professor, biträdande direktör Matti Turtiainen),
professor Eva Liljebloom (professor i företagsjuridik Seppo Villa),
partner Kari Rytkönen (forskare Sari Lounasmeri),
chefsjurist Juha Salonen (chefsjurist Harri Pynnä),
CGR-revisor Anna-Majja Simola (utvecklingsdirektör Eija Kuittinen) och
Executive Director Tarja Tyni (direktör Joakim Åberg).

Jurist Anne Horttanainen och jurist Jaakko Turunen är nämndens sekreterare.

INNEHÅLL

INLEDNING	6
1. MÅLET MED REKOMMENDATIONEN.....	6
2. BESTÄMMELSER OM OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN OCH TILLÄMPNING AV DEM.....	6
3. PRINCIPER FÖR TOLKNING AV BESTÄMMELSERNA.....	7
4. REKOMMENDATIONENS BINDANDE KARAKTÄR.....	8
REKOMMENDATIONER	9
1. BEREDNING AV UPPKÖPSEBJUDANDE.....	9
Rekommendation 1 - Försäkran att uppköpserbudandet kan genomföras.....	9
(a) Tryggad finansiering.....	9
(b) Myndighetstillstånd och -bestämmelser.....	9
(c) Övriga villkor för att uppköpserbudandet skall genomföras.....	10
2. MÅLBOLAGETS STYRELSE - STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER.....	10
Rekommendation 2 - Styrelsens skyldighet att behandla kontakt om uppköpserbudande.....	10
Rekommendation 3 - Bedömning av alternativ för bolaget.....	11
Rekommendation 4 - Diskussioner med betydande aktieägare.....	12
Rekommendation 5 - Förbindelse till ett förhandlingsförbud.....	13
Rekommendation 6 - Ingående av avtal om samgående med budgivaren.....	13
Rekommendation 7 - Jäv och styrelseledamöternas övriga intressen i erbjudande.....	14
(a) Jäv och väsentliga kopplingar.....	15
(b) Beredning av åtgärder och beslutsfattande i målbolagets styrelse.....	15
(c) Offentliggörande av väsentliga kopplingar.....	16
(d) Exempel på olika situationer.....	16
Rekommendation 8 - Målbolagets styrelses utlåtande om erbjudandet.....	17
(a) Beredning av utlåtandet.....	17
(b) Sakkunnigutlåtande.....	18
(c) Eventuellt utlåtande från personalens företrädare.....	18
(d) Målbolagets medverkan vid uppgörande av erbjudandehandling.....	18
Rekommendation 9 - Styrelsens eventuella åtgärder med anledning av erbjudandet.....	18
Rekommendation 10 - Hantering av insiderfrågor.....	19
Rekommendation 11 - Informationsplikt.....	20
3. DUE DILIGENCE -GRANSKNING.....	22
Rekommendation 12 - Due diligence -granskning av målbolaget.....	22
(a) Due diligence -granskningen tillåts.....	22
(b) Frågor gällande aktieägares likställdhet.....	23
(c) Sekretessaspekter.....	23
(d) Typ och omfattning av uppgifter som ges.....	23
(e) Insiderfrågor.....	23
(f) Informationsplikt.....	24
Rekommendation 13 - Due diligence -granskning av budgivaren.....	24

INNEHÅLL

4. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN.....	25
Rekommendation 14 - Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande.....	25
(a) Allmänna skyldigheter för målbolagets styrelse.....	25
(b) Målbolagets styrelses utlåtande och eventuella ändringar i detta.....	26
(c) Ett konkurrerande erbjudandes inverkan på det första erbjudandet.....	26
(d) Insiderfrågor.....	27
5. ARRANGEMANG KRING ERBJUDANDET.....	27
Rekommendation 15 - Arrangemang mellan budgivaren och målbolagets betydande aktieägare.....	27
(a) Aktieägarnas förbindelse att godkänna ett kommande offentligt uppköpserbjudande.....	27
(b) Affärer i förväg.....	28
(c) Målbolagets styrelses ställning i samband med aktieägararrangemang.....	28
(d) Sekretess- och insiderfrågor.....	28
Rekommendation 16 - Uppköp av målbolagets aktier på marknaden innan anbudstiden börjar.....	29
Rekommendation 17 - Uppköp av målbolagets aktier under anbudstiden och efter anbudstiden.....	29
6. ERBJUDANDE OCH DESS VILLKOR.....	30
Rekommendation 18 - Offentliggörande av erbjudandet.....	30
(a) Tidpunkt för offentliggörandet.....	31
(b) Uppgifter som lämnas vid offentliggörandet.....	31
Rekommendation 19 - Erbjudandets bindande verkan och villkor.....	31
(a) Jämligt erbjudande.....	32
(b) Villkorligt erbjudande.....	32
(c) Återtagande av erbjudande.....	33
Rekommendation 20 - erbjudandets giltighetstid.....	34
Rekommendation 21 - Bolagsstämmans beslut med anledning av erbjudandet.....	34
(a) Behov av bolagsstämma.....	34
(b) Åtgärder efter det att erbjudandet har offentliggjorts.....	35
(c) Förebyggande åtgärder.....	35
Rekommendation 22 - Offentliggörande av resultatet av erbjudandet.....	36
7. ÖVRIGA FRÅGOR.....	37
Rekommendation 23 - Inlösningsförfarande enligt aktiebolagslagen.....	37
(a) Förhållande till bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen.....	37
(b) Förfarande vid inlösen enligt aktiebolagslagen.....	37
Rekommendation 24 - Åtgärder vid övertagande.....	38
Rekommendation 25 - Bestämmelser som grundar sig på målbolagets bolagsordning.....	38
(a) Inlösningsplikt utgående från bolagsordningen.....	39
(b) Bestämmelserna om försvarsåtgärder i artikel 9 i direktivet om uppköpserbjudanden.....	40
(c) Genombrottsklausulen i artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden.....	40

REKOMMENDATION OM FÖRFARANDET VID OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN

Enligt 6 kapitlet 17 § i värdepappersmarknadslagen ger Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv rekommendationer och utlåtanden i syfte att främja iakttagandet av god värdepappersmarknadssed, vilka gäller målbolagets lednings handlande i samband med offentliga uppköpserbjudanden samt avtalsgrundade strukturer för att upprätthålla bestämmande inflytande eller vilka styr de bolagsrättsliga förfaranden som skall iaktas vid företagsförvärv.

Nämnden kan dessutom på ansökan ge rekommendationer till lösningar även i enskilda frågor som ansluter sig till rekommendationerna eller på annat sätt främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed.

Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv har 15.12.2006, efter ett utlåtande från Finansinspektionen, gett följande rekommendation med stöd av 6 kapitlet 17 § i värdepappersmarknadslagen:

INLEDNING

1. MÅLET MED REKOMMENDATIONEN

Avsikten med rekommendationen är att främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed och styra de förfaranden som skall iaktas vid företagsförvärv.

Målet med rekommendationen är att skapa enhetliga förfaranden som skall följas i samband med offentliga uppköpserbjudanden i Finland och på detta sätt främja parternas rättsskydd i samband med offentliga uppköpserbjudanden.

2. BESTÄMMELSER OM OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN OCH TILLÄMPNING AV DEM

Bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden baserar sig i Finland på lagstiftning. Avsikten med denna rekommendation är att komplettera den lagstiftning som tillämpas på offentliga uppköpserbjudanden, vilket betyder att rekommendationen skall tillämpas och tolkas i enlighet med målen för och bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen. Nedan anges den centrala lagstiftningen som tillämpas på offentliga uppköpserbjudanden samt bestämmelser och föreskrifter som har utfärdats utgående från dem:

Direktivet om uppköpserbjudanden: Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden gäller de nationella bestämmelserna som avser uppköpserbjudanden av värdepapper i bolag som lyder under lagstiftning i

medlemsstaterna, om alla dessa värdepapper eller några av dem är upptagna till handel på en reglerad marknad.

I Finland har direktivet om uppköpserbjudanden huvudsakligen implementerats genom ändringar i värdepappersmarknadslagen och lagen om Finansinspektionen. De lagändringar som stiftades för implementering av direktivet om uppköpserbjudanden samt finansministeriets förordningar i anknytning till dessa trädde i kraft 1.7.2006.

Värdepappersmarknadslagen: Bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden finns i 6:e kapitlet i värdepappersmarknadslagen (495/1989, "VPL"), som reglerar både frivilliga och obligatoriska uppköpserbjudanden. Bestämmelserna gäller så som direktivet förutsätter ett erbjudande som lämnas på sådana värdepapper som omfattas av allmän handel i Finland eller som berättigar till sådana värdepapper. Bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen gäller i viss utsträckning också erbjudanden på värdepapper som omfattas av allmän handel i någon annan stat, om emittenten är ett i Finland registrerat bolag.

Aktiebolagslagen: Bestämmelserna i aktiebolagslagen (624/2006; "ABL") blir tillämpliga under olika skeden i processen för offentliga uppköpserbjudanden, speciellt avseende målbolaget och hur dess ledning skall agera. I aktiebolagslagen finns dessutom bestämmelser om inlösning av minoritetsaktieägarnas aktier, som i praktiken ofta är det sista skedet i processen för uppköpserbjudandet. I aktiebolagslagen finns bestämmelser om att minoriteten har rätt att få sina aktier inlösta till gängse pris i det fall då majoritetsägaren innehar över 90 procent av bolagets aktier och röster. I en sådan

situation har även majoritetsaktieägaren rätt att lösa in minoritetsaktieägarnas aktier till gängse pris. Bestämmelserna uppfyller kraven i direktivet om uppköpserbudanden.

Lagen om Finansinspektionen: Finansinspektionen övervakar att värdepappersmarknadslagen efterföljs och dess befogenheter gäller även offentliga uppköpserbudanden. Lagen om Finansinspektionen (587/2003) innehåller ett antal bestämmelser om Finansinspektionens rätt att övervaka hur de parter som deltar i uppköpserbudanden agerar. Finansinspektionen har inom ramen för sin övervakningsrätt bland annat rätt att utfärda administrativa påföljder samt lämna uppgifter till övriga myndigheter eller organ.

Finansinspektionens standarder och tolkningar: Finansinspektionen har gett en standard om offentliga uppköpserbudanden 5.2c ("Offentligt uppköpserbudande och budplikt"). Bestämmelserna i standarden grundar sig delvis på de uppgifter som Finansinspektionen har använts i 6:e kapitlet i värdepappersmarknadslagen och delvis på Finansinspektionens befogenheter som övervakare av finansmarknaden. I standarden hänvisar man även till rekommendationerna från Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv. I sin standard har Finansinspektionen fastställt att förfaranden enligt god sed vid offentliga uppköpserbudanden vanligen förutsätter att budgivaren och fondhandlarna som fungerar som rådgivare för parterna i uppköpserbudandet följer bland annat rekommendationer och utlåtanden givna av Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv.

Rekommendationer och utlåtanden från Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv: Värdepappersmarknadslagen kompletterades med bestämmelser om Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv i lagen om ändring av värdepappersmarknadslagen (442/2006). Avsikten med lagändringen var inte att ge Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv överlappande befogenheter med Finansinspektionens befogenheter. Enligt 7 kapitlet 1 § i värdepappersmarknadslagen utövar Finansinspektionen tillsyn över iakttagandet av värdepappersmarknadslagen och de föreskrifter som har utfärdats med stöd av denna lag samt de regler och avtalsvillkor som gäller offentlig handel med värdepapper och andra handelsförfaranden enligt 3 kap. 16 §. Enligt 6 kapitlet 17 § i värdepappersmarknadslagen ger Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv rekommendationer och utlåtanden i syfte att främja iakttagandet av god värdepappersmarknads-sed, vilka gäller målbolags ledningens handlande i samband med offentliga köpebud samt avtalsgrundade strukturer för att upprätthålla bestämmande inflytande eller vilka styr de bolagsrättsliga förfaranden som skall iakttas vid företagsförvärv. Nämnden skall begära utlåtande om rekommendationerna av Finansinspektionen innan de ges. Rekommendationerna kan utgöra en del av fondbörsens regler. Nämnden kan dessutom på ansökan ge rekommendationer till lösningar även i enskilda frågor som ansluter sig till rekommendationerna.

3. PRINCIPER FÖR TOLKNING AV BESTÄMMELSERNA

Frågeställningarna i samband med offentliga uppköpserbudanden kan vara mycket varierande och processerna för uppköpserbudanden utvecklas hela tiden. Rekommendationerna för offentliga uppköpserbudanden bör i olika situationer tolkas utgående från målsättningarna för dem. Härmed är det viktigt att den valda metoden i ett enskilt fall är ägnad att:

- öka förutsägbarheten för processen för uppköpserbudanden,
- bidra till enhetliga förfaranden för processen för uppköpserbudanden och
- trygga rättsskyddet för de olika parterna i uppköpserbudandet.

I direktivet om uppköpserbudanden fastslås följande principer som skall beaktas då direktivet implementeras i medlemsstaterna:

- alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas;
- innehavarna av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När ett målbolags styrelse ger värdepappersinnehavarna råd skall den ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka samsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet;
- målbolagets styrelse skall handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet;
- marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudande eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionsätt snedvrids;
- en budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan erläggas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa erläggandet av varje annat slag av vederlag; och
- ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.

Principerna här ovanför är tvingande för medlemsstaterna. Principerna stöder dock en ändamålsenlig erbjudandeprocess och skall i tillämpliga delar följas även vid tolkningen av dessa rekommendationer. Dessa principer ingår även i Finansinspektionens standard 5.2c.

Rekommendationerna gäller sådana situationer där avsikten är att bestämmelserna i målbolaget överförs genom ett offentligt uppköpserbudande. Rekommendationerna tar ställning till frågor och problem som uppstår i dylika situationer och ger rekommendationer om hur budgivaren och målbolaget samt målbolagets ledning och aktieägare skall gå tillväga. Rekommendationen är uppgjord med avseende på ett frivilligt, offentligt uppköpserbudande. Vid obligatoriska uppköpserbudanden uppstår dock också många sådana frågor som sammanfaller med dem i frivilliga uppköpserbudanden. Rekommendationen skall även följas i tillämpliga delar i dessa situationer. Rekommendationen gäller inte övriga företagsarrangemang.

4. REKOMMENDATIONENS BINDANDE KARAKTÄR

Enligt 2 kapitlet 1 § i värdepappersmarknadslagen får värdepapper inte marknadsföras eller förvärfvas i näringsverksamhet genom lämnande av osanna eller vilseledande uppgifter eller genom förfaranden som strider mot god sed eller annars är otillbörliga. I handeln med värdepapper avser god sed de principer och bestämmelser som man enligt den rådande uppfattningen bland upplysta och opartiska värdepappersförsäljare och fondhandlare skall anse vara riktiga och handel som ur alla parter perspektiv kan anses vara skäligen handelsbruk. Både vid uppgörandet av denna rekommendation och vid bedömningen av de synpunkter som har framkommit i utlåtandena strävandet varit att sammanställa sådana förfaranden som på ovannämnda sätt kan anses vara riktiga och som ur alla parter perspektiv kan anses vara skäligen handelsbruk. Den som följer förfarandena i rekommendationen bör anses följa god sed i handeln med värdepapper. Rekommendationen gäller alla parter som är involverade i det offentliga uppköpserbudandet, såsom budgivaren, målbolaget och deras rådgivare.

Enligt Finansinspektionens standard 5.2c ("Offentligt uppköpserbudande och budplikt") förutsätter förfaranden enligt god sed vid offentliga uppköpserbudanden vanligen att budgivaren och fondhandlarna som fungerar som rådgivare för parterna i uppköpserbudandet bland annat följer rekommendationer och utlåtanden givna av Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv. Finansinspektionen kan inom ramen för sina befogenheter vidta åtgärder om budgivaren eller den fondhandlare som är budgivarens rådgivare i något enskilt fall skulle verka i strid med dessa.

Aktiebolagslagen reglerar verksamheten i målbolagets organ även i samband med uppköpserbudanden. I rekommendationen har man beaktat hur bestämmelserna i aktiebolagslagen passar in på målbolagets styrelses och bolagsstämmas åtgärder under uppköpserbudandets olika skeden. Genom att följa de förfaranden som anges i rekommendationen främjar man i synnerhet att de allmänna principerna i 1 kapitlet i aktiebolagslagen följs och att målbolagets aktieägares rättigheter förvecklas i samband med ett uppköpserbudande. Genom att följa de förfaranden som anges i rekommendationen försäkras man sig samtidigt om att man varken i det bolag som lämnar uppköpserbudandet eller i målbolaget vidtar en sådan åtgärd som avses i 1 kapitlet 7 §, i aktiebolagslagen, som är ägnad att ge en aktieägare eller någon annan en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare och att det budgivande bolagets ledning och målbolagets ledning genom att omsorgsfullt gå tillväga så som förutsätts i aktiebolagslagens 1 kapitel 8 § har gynnat aktieägarnas intresse i samband med uppköpserbudandet.

De förfaranden och den praxis som efterföljs vid offentliga uppköpserbudanden utvecklas hela tiden. Dessutom kan de situationer och frågeställningar som uppstår i samband med offentliga uppköpserbudanden variera mycket. I denna rekommendation är det omöjligt att på ett föregripande eller heltäckande sätt styra de förfaranden som följer god sed i alla enskilda situationer. Det kan även finnas tillfällen då det är motiverat att avvika från de tillvägagångssätt som anges i rekommendationen. Tolkningsprinciperna i punkt 3 ovan skall dock tillämpas i dylika situationer. I dylika situationer kan man också med stöd av värdepappersmarknadslagen 6 kapitel 17 § be om ett utlåtande av Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv.

REKOMMENDATIONER

1. BEREDNING AV UPPKÖPSERBJUDANDE

REKOMMENDATION 1 - FÖRSÄKRAN ATT UPPKÖPSERBJUDANDET KAN GENOMFÖRAS

Inledning

Ett offentligt uppköpserbudande och offentliggörandet av detta kan ha en betydande effekt på kursen för målbolagets aktie. Uppgiften om ett offentligt uppköpserbudande kan även påverka idkandet av affärsverksamhet i målbolaget.

För att marknaden skall fungera är det viktigt att väsentliga uppgifter om erbjudandet och villkoren för erbjudandet lämnas i samband med ett offentligt uppköpserbudande och offentliggörandet av erbjudandet. För aktieägarna i målbolaget är det viktigt att de utgående från de tillgängliga uppgifterna kan bedöma förutsättningarna för att uppköpserbudandet skall förverkligas enligt villkoren i erbjudandet.

Rekommendation 1

Innan budgivaren offentliggör ett offentligt uppköpserbudande skall budgivaren omsorgsfullt försäkra sig om att budgivaren har nödvändiga förutsättningar att genomföra uppköpserbudandet. Innan uppköpserbudandet offentliggörs skall budgivaren särskilt ha försäkrat sig om att denna har tillräckligt med kontanta medel till sitt förfogande eller att budgivaren har försäkrat sig om att den nödvändiga finansieringen är tryggad. Dessutom skall budgivaren sträva efter att ta reda på om det finns några särskilda myndighetstillstånd eller andra liknande hinder för uppköpserbudandet.

Motiveringar

(a) Tryggad finansiering

Före offentliggörande av ett uppköpserbudande skall budgivaren säkerställa att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan erläggas och vidta alla rimliga åtgärder för att säkerställa erläggandet av andra slag av vederlag (VPL 6:3.4).

Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen betyder säkerställandet att budgivaren har tillgång till tillräckligt med kontanta medel eller att budgivaren innan offentliggörandet av uppköpserbudandet har vidtagit nödvändiga finansieringsarrangemang. Med säkerställande avses dock inte att budgivaren skall ha det avtalade penningbeloppet i sin besittning då uppköpserbudandet offentliggörs.

Innan budgivaren offentliggör sitt uppköpserbudande skall budgivaren vid behov avtala om finansiering av uppköpserbudandet med ett kreditinstitut. I så fall kan man anse det vara tillräckligt att det finns ett beslut på tillgänglig finansiering och finansieringsbeloppet och de huvudsakliga villkoren har avtalats mellan kreditinstitutet och budgivaren. Avtalet om tillgång till finansieringen kan innehålla villkor på sätt att kreditanstalten ställer sedvanliga villkor för beviljandet av finansiering. Villkoren för finansiering skall följa kraven i värdepappersmarknadslagen, det vill säga att villkoren skall vara sådana som allmänt används på finansieringsmarknaden. Se Finansinspektionens standard 5.2.c, enligt vilken ett villkor för finansieringen kan vara att inga väsentliga fördelaktiga förändringar sker på finansieringsmarknaden eller i målbolaget eller att erbjudandet genomförs enligt villkoren för uppköpserbudandet.

De villkor för finansieringen, som är väsentliga för bedömning av uppköpserbudandet, skall offentliggöras i samband med offentliggörandet av uppköpserbudandet (se Rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet"). Se även Finansinspektionens standard 5.2.c.

Innan uppköpserbudandet offentliggörs skall budgivaren omsorgsfullt sträva efter att säkerställa att budgivaren har förutsättningar att erlægga andra vederlag än penningvederlag till fullo. Budgivaren skall till exempel ha möjlighet att sammankalla en bolagsstämma för emission av nya aktier eller övriga värdepapper som erbjuds som vederlag. Även beträffande vederlag av annat slag än penningvederlag skall de villkor som är väsentliga för prestation av vederlaget och bedömning av uppköpserbudandet offentliggöras i samband med offentliggörandet av erbjudandet (se rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet").

(b) Myndighetstillstånd och -bestämmelser

Budgivaren skall med de medel som står till dennes förfogande sträva efter att utreda vilka myndighetstillstånd budgivaren behöver för att kunna genomföra och verkställa uppköpserbudandet. Det kan vara fråga om konkurrensmyndigheternas tillstånd samt tillstånd som krävs inom olika affärsområden, såsom tillstånd för försäkrings- och bankverksamhet.

Ansökningar om myndighetstillstånd kan vara en långvarig process och kan påverka tidtabellen för genomförande av uppköpserbudandet. Den period som processerna varar kan påverka målbolagets och dess aktieägares ställning och därför är uppgifterna om dessa viktiga för aktieägarna. Då uppköpserbudandet offentliggörs skall budgivaren redogöra för (se rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet") sin uppfattning om vilka myndighetstillstånd som behövs och ge en uppskattning av hur länge det tar att skaffa dem.

Inom viss näringsverksamhet krävs det att specifika bestämmelser eller minimikrav skall uppfyllas (till exempel krav på minimikapital). Budgivaren skall försäkra sig om att budgivaren uppfyller eller klarar av att uppfylla dessa krav.

Om budgivaren inte har möjlighet att uppskatta vilka myndighetstillstånd som behövs och vilka myndighetsbestämmelser som skall efterföljas skall detta omnämnas i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet. Den nämnda situationen kan främst uppstå till följd av begränsningar i tidtabellerna, till exempel då konkurrerande erbjudanden offentliggörs.

(c) Övriga villkor för att uppköpserbjudandet skall genomföras

Om det krävs att budgivaren vidtar särskilda åtgärder, såsom bolagsstämmobeslut eller emission av värdepapper, för att uppköpserbjudandet skall kunna genomföras, skall budgivaren förbereda sig för dessa åtgärder redan innan uppköpserbjudandet offentliggörs. Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen förutsätter till exempel säkerställande av prestation av aktievederlag att bolagsstämman vid behov sammankallas i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet för att fatta beslut om riktad emission. Budgivaren behöver dock inte i förväg ta reda på vilken inställning bolagets aktieägare har till de bolagsstämmobeslut som behövs. Om budgivaren dock har särskild orsak att anta att ett tillräckligt stort antal aktieägare inte kommer att stöda ett godkännande av förslaget vid bolagsstämman, skall budgivaren dessutom innan uppköpserbjudandet offentliggörs, med beaktande av bestämmelserna om insiderinformation ta reda på vilken inställning de aktieägare, vars stöd i praktiken behövs för att bolagsstämman skall kunna fatta ett beslut, har till uppköpserbjudandet.

Se även rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet".

2. MÅLBOLAGETS STYRELSE - STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

REKOMMENDATION 2 - STYRELSENS SKYLDIGHET ATT BEHANDLA KONTAKT OM UPPKÖPSERBJUDANDE

Inledning

Budgivaren tar ofta kontakt med målbolagets styrelse eller verkställande direktör innan uppköpserbjudandet offentliggörs. Senast då budgivaren fattar ett sådant beslut som avses i värdepappersmarknadslagen om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande, skall detta offentliggöras samt tillkännages målbolaget (VPL 6:3.1). Värdepappersmarknadslagen innehåller även vissa skyldigheter för målbolagets styrelse i samband med offentliga uppköpserbjudanden.

Aktiebolagslagen innehåller inga uttryckliga bestämmelser för vilken ställning och vilka skyldigheter målbolagets styrelse har i samband med ett uppköpserbjudande. Bedömningen av styrelsens roll bör göras utgående från de allmänna bolagsrättsliga principerna med utgångspunkt i bolagets och dess aktieägares intressen. Allmänt taget har styrelsen även ansetts ha en aktiv roll i samband med omorganiseringar i ägarstrukturen. I praktiken kan bland annat bolagets ägarstruktur påverka den roll som målbolagets styrelse har till exempel om målbolaget har en majoritetsägare och budgivaren först har tagit kontakt med en sådan ägare.

Rekommendation 2

Om någon tar kontakt med styrelsen för målbolaget med avsikten att lämna ett uppköpserbjudande och styrelsen bedömer att kontakten är seriös, skall styrelsen bedöma vilka åtgärder som eventuellt behöver vidtas för att trygga aktieägarnas intressen. Styrelsen skall inhämta tillräckliga och erforderliga uppgifter som stöd för sin bedömning.

Motiveringar

Styrelsen för ett aktiebolag har allmän behörighet i bolaget (ABL 6:2). Styrelsen skall verka omsorgsfullt och främja bolagets och dess aktieägares intressen (omsorgs- och lojalitetsplikt). För att kunna verka i bolagets intresse skall styrelsen verka i enlighet med bolagets syfte. Syftet med bolagets verksamhet är att bereda vinst åt aktieägarna, om inte annat föreskrivs i bolagsordningen (ABL 1:5).

Ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till bolagets aktieägare och inte till bolaget som sådant. Vid ett uppköpserbjudande identifieras bolagets intresse ofta med det intresse som aktieägarkollektivet har varvid styrelsens omsorgs- och

lojalitetsplikt kan anses vara direkt inriktad på värdet av aktieägarnas innehav. Styrelsen är skyldig att sträva efter bästa möjliga slutresultat för aktieägarna. Detta kan förutsätta att styrelsen aktivt vidtar åtgärder.

Om en budgivare tar kontakt med målbolagets styrelse angående ett uppköpserbjudande kontaktar den ofta målbolagets styrelseordförande allra först. Den första kontakten kan också vara riktad till hela styrelsen eller någon enskild styrelseledamot eller till bolagets verkställande direktör. Om budgivaren först kontaktar en enskild person skall han eller hon utan dröjsmål ta upp frågan för behandling i styrelsen, om det inte finns grundad anledning att kontakten inte anses seriös eller frågan inte på grund av kontaktens karaktär eller någon annan orsak behöver behandlas i styrelsen. Även i de fall då mottagaren inte anser att kontakten behöver behandlas i styrelsen, bör hela styrelsen informeras om att personen har kontaktats i detta ärende.

Då målbolagets styrelse får kännedom om en kontakt i anknytning till ett offentligt erbjudande skall den bedöma huruvida denna kontakt skall anses seriös. Bland annat följande faktorer påverkar bedömningen:

- är kontakten konkret och trovärdig (tex. i vilken form och på vilket sätt tog man kontakt, vem tog kontakt och har kontakten och uppköpserbjudandet förberetts),
- hur stort vederlag erbjuds och vilken form har vederlaget,
- möjligheterna för uppköpserbjudandet att genomföras (tex. finansiering av uppköpserbjudandet och villkor för att uppköpserbjudandet skall genomföras), och
- övriga aspekter i anknytning till den specifika situationen.

Om styrelsen anser att kontakten är seriös skall styrelsen utan omotiverat dröjsmål utreda saken, bedöma det föreslagna uppköpserbjudandet samt inhämta tillräckliga och erforderliga uppgifter som stöd för sin bedömning. Styrelsen skall sträva efter att uppnå det bästa möjliga resultatet ur aktieägarnas perspektiv. Detta förutsätter att man noggrant överväger inte bara uppköpserbjudandet utan också övriga alternativ för bolaget (se även rekommendation 3 "Bedömning av alternativ för bolaget").

Om styrelsen fattar beslut om att vidta åtgärder i frågan skall den behandla samtliga aktieägare likvärdigt och den får inte gynna någon enskild aktieägare eller aktieägargrupp på bolagets eller de övriga aktieägarnas bekostnad (likställighetsprincipen, se ABL 1:7). Styrelsen skall dessutom försäkra sig om att eventuella intressekonflikter som enskilda styrelsemedlemmar har eller övriga sideeffekter inte påverkar styrelsens verksamhet (jäv; se ABL 6:4 samt rekommendation 7 "Jäv och styrelseledamöternas övriga intressen i erbjudande").

REKOMMENDATION 3 - BEDÖMNING AV ALTERNATIV FÖR BOLAGET

Inledning

Då målbolagets styrelse har fått information om ett seriöst förslag till offentligt uppköpserbjudande, är styrelsens uppgift att sträva efter det bästa möjliga slutresultatet för aktieägarna. Det föreslagna uppköpserbjudandet är inte nödvändigtvis den bästa möjliga lösningen för aktieägarna, utan det kan hända att bolaget även har andra alternativ. Ett led i bedömningen av uppköpserbjudandet är att ta reda på och bedöma dessa alternativ. Målbolagets styrelse har dock ingen skyldighet att försöka hitta konkurrerande erbjudanden.

Rekommendation 3

Styrelsen skall noggrant bedöma det föreslagna offentliga uppköpserbjudandet samt kartlägga bolagets övriga alternativ. Styrelsen skall sträva efter det bästa möjliga slutresultatet för aktieägarna. Detta kan i praktiken betyda att man inleder förhandlingar med budgivaren, om styrelsen inte anser att den bästa lösningen ur aktieägarnas perspektiv är att fortsätta som självständigt bolag eller någon annan lösning.

Motiveringar

I samband med ett uppköpserbjudande förutsätter aktieägarnas intresse att styrelsen bedömer erbjudandet som sådant och följderna av erbjudandet och även jämför det med övriga alternativ för bolaget, vilket till exempel kan vara att fortsätta som ett självständigt bolag enligt en på förhand fastställd strategi eller genomförande av någon strukturell lösning. Målbolagets styrelse kan också försöka hitta konkurrerande uppköpserbjudanden. Den har dock ingen skyldighet att försöka hitta konkurrerande uppköpserbjudanden. Om styrelsen känner till någon eventuell annan köpare skall styrelsen dock överväga om aktieägarnas intresse kräver att denna andra köpare kontaktas.

Under uppköpserbjudandesprocessen kan en konkurrerande budgivare ta kontakt med målbolagets styrelse utan begäran av styrelsen. Frågor kring konkurrerande uppköpserbjudanden har behandlats separat i rekommendation 14 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande".

Styrelsen skall inhämta tillräckliga och erforderliga uppgifter som stöd för sin bedömning. Detta kan förutsätta att styrelsen begär ytterligare uppgifter och diskuterar med budgivaren. För att styrelsen skall kunna hitta den bästa lösningen för aktieägarna kan det dessutom krävas att styrelsen samtidigt för diskussioner även med övriga aktörer än budgivaren.

Då styrelsen bedömer uppköpserbjudandet och bolagets övriga alternativ skall styrelsen överväga om den har orsak att anlita externa sakkunniga för bedömningen.

Om styrelsen i sina bedömningar kommer fram till att uppköpserbjudandet är det förmånligaste alternativet för aktieägarna skall styrelsen vidta sådana åtgärder som behövs för att åstadkomma ett så bra erbjudande som möjligt. I så fall skall styrelsen ombesörja att bolagets värdepapper får ett så bra pris som möjligt och den skall också utreda om budgivaren har möjligheter att genomföra uppköpserbjudandet. I praktiken kan detta betyda att man inleder förhandlingar med budgivaren.

Om styrelsen fattar beslut om att inleda förhandlingar med budgivaren skall den också besluta om vem som representerar bolaget vid dessa förhandlingar. Vid beslutsfattandet skall eventuellt jäv bland styrelsemedlemmarna beaktas (se rekommendation 7 "Jäv och styrelseledamöternas övriga intressen i erbjudande").

Om styrelsen anser att uppköpserbjudandet inte kan anses vara förenligt med aktieägarnas intressen har styrelsen ingen skyldighet att inleda förhandlingar om erbjudandet med budgivaren. I sitt beslutsfattande skall styrelsen speciellt fästa uppmärksamhet vid att beslutet är i linje med aktieägarnas intressen och inte med till exempel den sittande ledningens intressen.

Styrelsens eventuella åtgärder för att förhindra uppköpserbjudandet har behandlats separat i rekommendation 9 "Styrelsens eventuella åtgärder med anledning av erbjudandet".

REKOMMENDATION 4 - DISKUSSIONER MED BETYDANDE AKTIEÄGARE

Inledning

Ett villkor för att ett offentligt uppköpserbjudande skall genomföras är i allmänhet att man uppnår en viss ägoandel. För att ett uppköpserbjudande skall lyckas krävs det att aktieägarna stöder erbjudandet. Om bolaget har en viss, betydande aktieägare eller några större aktieägare kan genomförandet av uppköpserbjudandet förhindras av att dessa aktieägare ställer sig negativt till erbjudandet. Därför är det möjligt att budgivaren strävar efter att kartlägga vilka förutsättningar uppköpserbjudandet har att lyckas genom att på förhand diskutera med de betydande aktieägarna i målbolaget (se rekommendation 15 "Arrangemang mellan budgivaren och målbolagets betydande aktieägare"). Målbolagets styrelse skall också bedöma om styrelsen, redan innan uppköpserbjudandet har offentliggjorts, kan och bör utreda hur dessa aktieägare ställer sig till uppköpserbjudandet. Styrelsen har dock ingen skyldighet att diskutera uppköpserbjudandet på förhand med aktieägarna.

Rekommendation 4

I vissa fall kan det vara motiverat för styrelsen att på förhand utreda hur de med avseende på uppköpserbjudandets genomförande mest betydande aktieägarna ställer sig till uppköpserbjudandet innan styrelsen fattar beslut om att medverka till att uppköpserbjudandet ges.

Motiveringar

Målbolagets styrelse är skyldig att behandla bolagets samtliga aktieägare likvärdigt (se ABL 1:7). Styrelsen har även på basis av omsorgs- och lojalitetsplikten skyldighet att i samband med ett uppköpserbjudande eftersträva det bästa slutresultatet för aktieägarna.

Det ligger i både bolagets och samtliga aktieägares intresse att man utreder om uppköpserbjudandet har förutsättningar att genomdrivas. Om till exempel ett villkor för att uppköpserbjudandet skall genomföras är att ett visst procentuellt innehav uppnås och bolaget har en eller några betydande aktieägare, som ensamma eller tillsammans skulle kunna blockera uppköpserbjudandet, kan det vara motiverat att diskutera frågan med dessa aktieägare. Utgångspunkten är då att man inte kan anse att diskussionerna skulle ge dessa aktieägare en obefogad fördel framom bolagets övriga aktieägare eller bolaget. Om det vid dessa diskussioner framgår att det inte finns några förutsättningar för uppköpserbjudandet att lyckas eftersom de aktuella aktieägarna motsätter sig erbjudandet och inte kommer att godkänna det skall styrelsen bedöma om det är motiverat att använda bolagets resurser för medverkan till uppköpserbjudandet.

Om styrelsen beslutar kontakta bolagets betydande aktieägare för att få klarhet i hur dessa ställer sig till uppköpserbjudandet skall styrelsen ombesörja att insider- och sekretessfrågorna på ett sakligt sätt beaktas i dessa diskussioner (se även rekommendation 10 "Hantering av insiderfrågor").

Enligt 5:2 i värdepappersmarknadslagen får insiderinformation inte röjas för någon annan, om det inte sker som ett normalt led i arbete, yrke eller åligganden för den som röjer informationen. Enligt Finansinspektionens standard 5.2b kan man som ett normalt led i arbete, yrke eller uppgifter i vissa situationer även röja insiderinformation för de största aktieägarna i bolaget. En sådan situation kan till exempel uppstå då bolagets ledning överväger att vidta åtgärder som i ett senare skede skulle kräva aktieägarnas uttryckliga godkännande eller som det i praktiken annars inte är ändamålsenligt att planera utan att de mest betydande aktieägarna på förhand har gett sitt samtycke eller sitt stöd till åtgärderna. Ett typiskt exempel på en sådan situation är ett offentligt uppköpserbjudande. Förbudet att avslöja insiderinformation begränsar alltså inte målbolagets styrelses möjligheter att diskutera det föreslagna uppköpserbjudandet med bolagets betydande ak-

tieägare förutsatt att en sådan diskussion är motiverad och styrelsen sköter om att de aspekter som gäller insiderinformation och sekretess har ordnats på ett ändamålsenligt sätt (se rekommendation 10 "Hantering av insiderfrågor").

I samband med eventuella diskussioner skall man observera att de aktieägare som har fått kännedom om uppköpserbudandet i allmänhet kommer att omfattas av insiderbestämmelserna.

REKOMMENDATION 5 - FÖRBINDELSE TILL ETT FÖRHANDLINGSFÖRBUD

Inledning

Budgivaren kan be eller förutsätta att målbolagets styrelse förbinder sig till ett så kallat förhandlingsförbud, det vill säga att styrelsen inte samtidigt diskuterar med övriga aktörer om ett konkurrerande erbjudande gällande bolagets aktier eller övriga arrangemang, som kan hindra att uppköpserbudandet genomförs. Förhandlingsförbuden kan i allmänhet delas upp på två typer av förbud:

- så kallade exklusivitetsarrangemang, det vill säga arrangemang med ensamrätt, där man ber styrelsen förbinda sig till att inte under några som helst omständigheter diskutera eventuella konkurrerande arrangemang med övriga aktörer och

- så kallade nonsolicitation förbindelser, där förhandlingsförbudet är begränsat till att styrelsen inte aktivt försöker hitta konkurrerande erbjudanden eller övriga alternativa arrangemang.

Målbolagets styrelse skall noggrant överväga om den kan och inom vilka ramar den i så fall kan gå med på en eventuell begäran om förhandlingsförbud.

Rekommendation 5

Styrelsen skall sörja för att den i alla lägen har möjlighet att uppfylla sin omsorgs- och lojalitetsplikt inför bolaget och dess aktieägare. Styrelsen kan endast begränsa sina möjligheter att agera genom att förbinda sig till ett tidsbundet förhandlingsförbud i den utsträckning som det ligger i aktieägarna intresse.

Motiveringar

Målbolagets styrelse skall verka på ett omsorgsfullt sätt och sträva efter det bästa slutresultatet ur aktieägarnas perspektiv. I samband med ett uppköpserbudande förutsätter aktieä-

garnas intresse att styrelsen kartlägger övriga alternativ för bolaget och utgångspunkten skall vara att det är fritt fram för styrelsen att agera om en konkurrerande budgivare tar kontakt. Styrelsen skall dessutom i alla lägen kunna uppfylla sin omsorgs- och lojalitetsplikt samt följa principen om aktieägarnas likvärdighet. Därför är olika exklusivitetsarrangemang problematiska då styrelsen skall uppfylla sina förpliktelser.

Om budgivaren ställer förhandlingsförbud som ett villkor för att uppköpserbudandet skall lämnas och offentliggör, bör styrelsen bedöma om det trots detta är förenligt med aktieägarnas intresse och därför motiverat att styrelsen förbinder sig till ett förhandlingsförbud. För att ett förhandlingsförbud skall vara i aktieägarnas intressen skall det i allmänhet vara begränsat till en non-solicitation förbindelse, det vill säga att styrelsen inte aktivt försöker hitta konkurrerande erbjudanden eller andra alternativa arrangemang.

Förhandlingsförbudet skall vara tidsbegränsat. Förhandlingsförbudet får inte hindra styrelsen från att utreda ett eventuellt konkurrerande uppköpserbudande och sålunda agera i enlighet med omsorgs- och lojalitetsplikten i situationer där styrelsen har blivit kontaktad om ett konkurrerande bud utan att styrelsen har tagit initiativ till detta eller om omständigheterna i övrigt väsentligt förändras (se närmare rekommendation 14 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande"). Styrelsen skall inte förbinda sig till ett förhandlingsförbud innan den har kartlagt vilka alternativa erbjudanden bolaget har och har konstaterat att den anser det föreslagna erbjudandet vara ett bra alternativ för aktieägarna. I praktiken har man kommit överens om ett förhandlingsförbud tex. innan due diligence -granskningen har påbörjats eller i avtalet om samgående mellan budgivaren och målbolaget. Styrelsen fattar vanligen sitt beslut om att rekommendera erbjudandet i samband med att detta avtal undertecknas (se rekommendation 6 "Ingående av avtal om samgående med budgivaren").

REKOMMENDATION 6 - INGÅENDE AV AVTAL OM SAMGÅENDE MED BUDGIVAREN

Inledning

I samband med uppköpserbudanden har det i Finland varit brukligt att budgivaren och målbolaget har undertecknat ett avtal om samgående innan uppköpserbudandet offentliggörs. Det typiska är att avtalet om samgående är ett slags processdokument, där budgivaren och målbolaget till exempel avtalar om villkoren för det erbjudande som kommer aktieägarna tillgodo samt olika förfaranden i samband med uppköpserbudandet. Avtalet om samgående förpliktar inte målbolagets aktieägare eftersom aktieägarna inte är parter till avtalet.

Avtalet om samgående kan å ena sidan gagna budgivaren och å andra sidan målbolaget och dess aktieägare. Styrelsen för målbolaget skall bedöma om det i en specifik situation är ändamålsenligt att ingå ett avtal om samgående. Om så är fallet skall den också bedöma vad som är ändamålsenligt att avtalet innehåller. Det är inte alltid ändamålsenligt att ingå ett avtal om samgående och det finns ingen skyldighet att ingå ett sådant avtal.

Rekommendation 6

Styrelsen kan ingå ett avtal om samgående med budgivaren om styrelsen anser detta vara förenligt med aktieägarnas intressen. Avtalet om samgående får dock inte hindra styrelsen från att agera enligt aktieägarnas intressen till exempel då någon lämnar ett konkurrerande erbjudande på målbolaget. Målbolaget skall publicera uppgifter om att ett avtal om samgående har undertecknats och de viktigaste villkoren i avtalet i ett börsmeddelande från bolaget genast då avtalet har undertecknats.

Motiveringar

Vid bedömningen av om det är ändamålsenligt att ingå ett avtal om samgående skall styrelsen utgå från bolagets och dess aktieägares intressen. Genom att förhandla om avtalet om samgående kan styrelsen eventuellt påverka det pris som budgivaren erbjuder bolagets aktieägare för bolagets värdepapper och övriga villkor i uppköpserbjudandet på ett ur aktieägarnas perspektiv positivt sätt. Dessutom kan man genom ett avtal om samgående lyckas få till stånd en större säkerhet för att uppköpserbjudandet genomförs. Det kan även ligga i bolagets och dess aktieägares intresse att man på förhand avtalar om de förfaranden som skall följas i samband med uppköpserbjudandet.

Styrelsen skall sörja för att avtalet om samgående inte hindrar styrelsen att agera i enlighet med aktieägarnas intressen till exempel då någon lämnar ett konkurrerande uppköpserbjudande eller om omständigheterna på något annat sätt väsentligt förändras (se även rekommendation 5 "Förbindelse att inte förhandla"). Styrelsen skall bland annat lämna sin eventuella rekommendation om erbjudandet med förbehållet att styrelsen har möjlighet att utreda ett eventuellt konkurrerande erbjudande samt vid behov ändra eller återkalla sin rekommendation. Avtalet om samgående får inte heller orimligt begränsa målbolagets möjligheter att idka affärsverksamhet under avtalets giltighetstid.

Målbolagets styrelse bör ställa sig reserverad till att behöva betala en så kallad uppbrottsersättning ("break-up fee"). Med uppbrottsersättning avses ett arrangemang där målbolaget (eller budgivaren) förbinder sig att betala till budgivaren (eller målbolaget) en på förhand avtalad ersättning i det fall då erbjudandet inte förverkligas av vissa, på förhand definierade

orsaker. Uppbrottsersättning kan avtalas i avtalet om samgående mellan parterna eller på annat sätt.

Målbolagets styrelse skall inte för bolagets del ingå sådana förbindelser som begränsar aktieägarnas möjligheter att fritt överväga om de vill godkänna erbjudandet eller besluta om eventuella åtgärder för att avvärja erbjudandet vid den bolagsstämma som sammankallas för detta ändamål (se rekommendation 21 "Bolagsstämmans beslut med anledning av erbjudandet").

Om budgivaren ställer ett krav på att målbolaget i vissa situationer förbinder sig att betala en sådan ersättning som villkor för att lämna ett ur aktieägarnas perspektiv förmånligt erbjudande kan arrangemanget med uppbrottsersättning i vissa fall vara motiverat under förutsättning att

- det enligt målbolagets styrelse är förenligt med aktieägarnas intressen att arrangemanget godkänns och att uppköpserbjudandet förs och

- uppbrottsersättningen till sitt belopp är skäligen bland annat med beaktande av de kostnader som budgivaren har haft för förberedandet av erbjudandet.

För målbolaget är det inte motiverat att betala uppbrottsersättning om erbjudandet inte förverkligas av en orsak som beror på budgivaren.

Målbolaget skall publicera uppgifter om att ett avtal om samgående har undertecknats och de väsentligaste villkoren i avtalet i ett börsmeddelande från bolaget genast då avtalet har undertecknats. Bland annat följande villkor kan anses höra till väsentliga avtalsvillkor: vederlag för erbjudandet, tidtabellen, en eventuell uppbrottsersättning och villkor om förhandlingsförbud, villkor för hur man skall agera i samband med ett eventuellt konkurrerande erbjudande liksom även alla villkor som påverkar bedömningen av erbjudandet som sådant. Huvuddragen i avtalet om samgående skall beskrivas i erbjudandehandlingen som offentliggörs senare.

REKOMMENDATION 7 - JÄV OCH STYRELSELEDAMÖTERNAS ÖVRIGA INTRESSEN I ERBJUDANDE

Inledning

I samband med ett uppköpserbjudande skall styrelsen och dess enskilda ledamöter utan att påverkas av andra intressen främja aktieägarkollektivets intressen. Styrelsen skall i synnerhet sörja för att den i alla lägen kan agera självständigt och oberoende i bolagets och alla dess aktieägares intresse om styrelsen eller en styrelseledamot har väsentliga kopplingar till budgivaren eller kopplingar till förmånerna i erbjudandet.

dandet eller om en styrelseledamot själv eller indirekt deltar i upprättande av budet.

Rekommendation 7

En styrelseledamot skall följa aktiebolagslagens bestämmelser om jäv och en jävig styrelseledamot får inte delta i beslutsfattandet om ett offentligt uppköpserbjudande.

En styrelseledamot, som har väsentliga kopplingar till budgivaren och genomförandet av erbjudandet skall bedöma om han eller hon kan delta i behandlingen av erbjudandet. En styrelseledamot liksom även övriga personer som sitter i målbolagets ledning och som deltar i upprättandet av budet kan anses ha väsentliga kopplingar till budgivaren och hur erbjudandet förverkligas och han eller hon bör inte delta i beredningen av målbolagets beslut om erbjudandet.

En styrelseledamot skall meddela styrelsen om sina väsentliga kopplingar till budgivaren och förverkligandet av erbjudandet. I samband med sitt utlåtande om det offentliga uppköpserbjudandet skall styrelsen informera aktieägarna om vem av styrelseledamöterna som har varit jävig och samtliga väsentliga kopplingar till budgivaren eller förverkligandet av erbjudandet samt hur dessa har beaktats i styrelsen vid bedömningen av erbjudandet.

Motiveringar

(a) Jäv och väsentliga kopplingar

Styrelseledamöterna skall alltid bedöma sina möjligheter att delta i behandlingen av ett erbjudande utgående från bestämmelser om jäv i aktiebolagslagen (se ABL 6:4). Styrelsen eller en styrelseledamot kan dock även ha sådana kopplingar till budgivaren eller betydande aktieägare i bolaget eller någon annan koppling till erbjudandet, som inte i sig leder till jäv för styrelseledamoten på det sätt som avses i aktiebolagslagen, men som kan påverka styrelseledamotens bedömning av erbjudandet och hur väl lojalitetsplikten uppfylls. I sådana situationer skall den aktuella styrelseledamoten bedöma om han eller hon kan delta i beslutsprocessen kring erbjudandet utan att påverkas av dessa sidoeffekter. Vid bedömningen skall man beakta om uppköpserbjudandet kan förväntas ge styrelseledamoten sådan väsentlig nytta eller orsaka styrelseledamoten sådan väsentlig skada som inte i motsvarande grad gäller målbolagets aktieägare. Vid bedömningen av erbjudandet skall målbolagets aktieägare och övriga investerare få information om kopplingar eller samband av detta slag, vilket betyder att de skall offentliggöras. Offentliggörandet av dessa kopplingar kan ske i samband med att målbolagets styrelse publicerar sitt utlåtande om erbjudandet.

I de situationer då vissa personer som sitter i styrelsen eller bolagets ledning, ensamma eller tillsammans med övriga personer lämnar ett offentligt uppköpserbjudande på målbolaget eller där en styrelseledamot är en betydande aktieägare i budgivaren bör man speciellt fästa uppmärksamhet vid vilken ställning målbolagets styrelse har i förhållande till aktieägarna. En person som sitter i målbolagets styrelse eller hör till målbolagets ledning kan anses delta i upprättandet av erbjudandet åtminstone om han eller hon har kunnat påverka villkoren i erbjudandet eller det erbjudna vederlaget. I allmänhet kan en person som sitter i budgivarens styrelse eller som tillhör den övriga ledningen anses ha möjlighet att påverka villkoren i erbjudandet och det erbjudna vederlaget. Det faktum att den aktuella personen äger värdepapper som budgivaren har emitterat betyder inte automatiskt att personen deltar i upprättandet av erbjudandet. I de situationer då en styrelseledamot eller person som hör till bolagets ledning deltar i upprättandet av erbjudandet kan styrelsens förutsättningar att kontrollera att de tillämpade förfarandena och behandlingen av erbjudandet är lämpliga öka om en utomstående rådgivare anlitas i samband med behandlingen av erbjudandet.

Målbolagets ledning och styrelseledamöter besitter ofta publicerad information, som är ägnad att väsentligt påverka värdet på målbolagets värdepapper. Därför bör man fästa särskild uppmärksamhet vid att insiderbestämmelserna följs i de situationer då personer som sitter i målbolagets styrelse eller hör till målbolagets ledning deltar i upprättandet av erbjudandet (se rekommendation 12 punkt e) "Due diligence-granskning av målbolaget - Insiderfrågor"). Man bör dessutom beakta att uppgifter som bolagets ledning har fått om bolaget i regel är sekretessbelagda och inte får utnyttjas i strid med bolagets eller dess aktieägares intressen.

(b) Beredning av åtgärder och beslutsfattande i målbolagets styrelse

Vid behov kan målbolagets styrelse bland styrelseledamöterna välja ut de ledamöter som inte belastas av de kopplingar som nämns här ovanför för beredning av styrelsens åtgärder i anknytning till erbjudandet, vilket betyder att de styrelseledamöter som har sådana kopplingar inte deltar i bedömningen av erbjudandet. I beredningen av erbjudandet skall de styrelseledamöter som inte har kopplingar till erbjudandet agera självständigt enligt styrelsens normala omsorgs- och lojalitetsplikt. Ledamöterna skall noggrant sätta sig in i beredningen och skaffa de uppgifter som behövs för beredningsarbetet. Till exempel för bedömning av hur förmånligt det erbjudna vederlaget är kan man anlita externa rådgivare som bistår de ledamöter som inte har några kopplingar till erbjudandet. De utnämnda styrelseledamöterna kan tillsammans förhandla med budgivaren för att uppnå ett så förmånligt erbjudande som möjligt. Om alla styrelseledamöter har sådana kopplingar som har beskrivits här ovanför i samband med ett uppköpserbjudande kan styrelsen överväga utnämning av en extern part, som är oberoende av styrelsen och saknar kopplingar till erbjudandet för beredning av de åtgär-

der som erbjudandet föranleder. Utnämning av sådan extern part minskar dock inte styrelsens ansvar och skyldigheter.

Enligt aktiebolagslagen har styrelsen rätt och skyldighet att behandla ärenden som den ansvarar för. En styrelseledamot skall inte utebli från behandlingen utan välmotiverade skäl. Styrelsens åtgärder skall under alla omständigheter uppfylla de krav som omsorgsplikten och lojalitetsplikten i aktiebolagslagen ställer. Vid ett uppköpserbjudande kan det dessutom ligga i målbolagets aktieägares intresse att detta även tydligt kan fastställas. I samband med ett uppköpserbjudande kan styrelsen därför överväga om endast de styrelseledamöter som inte har några av de nämnda kopplingarna och har deltagit i beredningen på ovan beskrivna sätt skall delta i styrelsens egentliga beslutsfattande om erbjudandet. Detta kan dock betyda att styrelsen eventuellt inte skulle vara beslutför. I så fall skulle de styrelseledamöter som inte har några kopplingar till erbjudandet bereda styrelsens åtgärder, medan styrelsen bör överväga om övriga styrelseledamöter än de som är jäviga enligt aktiebolagslagen möjligen kan delta i det egentliga beslutsfattandet.

(c) Offentliggörande av väsentliga kopplingar

Enligt värdepappersmarknadslagen skall målbolagets styrelse offentliggöra sitt utlåtande om offentliga uppköpserbjudanden som gjorts. I samband med offentliggörandet av utlåtandet skall styrelsen informera om:

- de nämnda kopplingarna, inklusive sådana väsentliga kopplingar som är förknippade med förverkligandet av erbjudandet,
- vilka styrelseledamöter som har deltagit i behandlingen av erbjudandet och utlåtandet samt
- huruvida endast de styrelseledamöter som inte har de nämnda kopplingarna deltagit i beredningen av styrelsens åtgärder med anledning av erbjudandet.

En styrelseledamot skall informera de övriga styrelseledamöterna om samtliga omständigheter kring alla de kopplingar till erbjudandet som har väsentlig betydelse för bedömning av om hans eller hennes oberoende kan ifrågasättas.

(d) Exempel på olika situationer

Här följer exempel på olika situationer då styrelseledamöternas kopplingar till budgivaren eller erbjudandet kan behöva övervägas:

Aktieinnehav. Styrelseledamöterna, deras arbetsgivare eller något annat bakgrundssamfund kan äga aktier eller andra värdepapper (optioner eller övriga aktiederivat) i målbolaget. Det faktum att en styrelseledamot äger aktier eller andra värdepapper i målbolaget hindrar inte som sådant styrelseledamoten att behandla erbjudandet utan påverkan av sidoeffekter. I vissa fall innehåller optionsprogrammen eller andra incentivprogram villkor till exempel om användning av teck-

ningsrätter eller speciella arvoden som påverkas av om ett offentligt uppköpserbjudande förverkligas. Arrangemang av den här typen kan som huvudregel jämföras med aktieinnehav och de påverkar alltså inte i sig styrelsens ställning. Det är dock viktigt att aktieägarna känner till dessa arrangemang.

Kopplingar till budgivaren. En styrelseledamot i målbolaget kan ha en särskild koppling till budgivaren till exempel som arbetstagare, styrelseledamot, person som hör till bolagets närmaste krets, eller betydande aktieägare. En sådan koppling kan skapa ett antagande om att den aktuella styrelseledamoten inte är oberoende att delta i målbolagets behandling av erbjudandet utan sidoeffekter. Den som är anställd hos budgivaren kan till exempel vara i beroende ställning i förhållande till budgivaren. En styrelseledamot bör aldrig delta i beslutsprocessen kring ett erbjudande i både budgivarens och målbolagets styrelse. Eftersom målet med ett offentligt uppköpserbjudande är att överföra bestämmanderätten till budgivaren skall en sådan person åtminstone inte delta i behandlingen av uppköpserbjudandet i målbolagets styrelse. En sådan person är dock fortfarande bunden av aktiebolagslagens lojalitetsplikt och får till exempel inte yppa konfidentiell information om målbolaget till budgivaren.

Arvoden då erbjudandet genomförs. Om en styrelseledamot kan få ett arvode eller annan motsvarande förmån med anledning av att erbjudandet genomförs är utgångspunkten att detta utgör en faktor som leder till att styrelseledamoten inte kan anses vara fri från sidoeffekter att behandla erbjudandet.

Godkännande av uppköpserbjudandet. Budgivarna strävar ofta efter att på förhand få en förbindelse av de betydande aktieägarna att de kommer att godkänna erbjudandet. Även en styrelseledamot eller ledamotens arbetsgivare eller ett annat bakgrundssamfund kan för sin del ge en sådan förbindelse. Det är dock skäl att observera att utgångspunkten är att en sådan förbindelse som de sistnämnda aktörerna lämnar påverkar styrelseledamotens möjligheter att fritt från sidoeffekter ta ställning till erbjudandet till exempel i situationer med konkurrerande uppköpserbjudanden eller efter motsvarande förändringar i omständigheterna.

Nackdelar som orsakas av erbjudandet. En styrelseledamot kan ha en väsentlig koppling till en sådan part, som skulle lida särskild skada av att erbjudandet genomförs (tex. en konkurrent till budgivaren). En sådan koppling kan påverka styrelseledamotens möjligheter att agera fritt från sidoeffekter. Likaså kan styrelseledamoten ha en sådan befattning som påverkas av att erbjudandet genomförs. Målbolagets verkställande direktör kan till exempel vara på ett sådant sätt beroende av målbolaget att han eller hon inte kan delta i behandlingen av erbjudandet i målbolagets styrelse fritt från sidoeffekter. Utgångspunkten är att enbart det faktum att styrelseledamöterna med största sannolikhet förlorar sina platser i styrelsen om erbjudandet genomförs, inte påverkar styrelseledamöternas ställning vid behandlingen av erbjudandet.

REKOMMENDATION 8 - MÅLBOLAGETS STYRELSES UTLÅTANDE OM ERBJUDANDET

Inledning

Målbolagets styrelse skall uppgöra och offentliggöra ett utlåtande om det offentliga uppköpserbjudandet. Styrelsens utlåtande har ofta stor betydelse för om erbjudandet kommer att förverkligas. För målbolagets aktieägare är det viktigt att veta hur förmånligt styrelsen anser erbjudandet vara. Styrelsen ligger dessutom ofta bäst till för utlåtanden om erbjudandet i förhållande till bolagets affärsverksamhet.

Rekommendation 8

Enligt 6:6 i värdepappersmarknadslagen skall målbolagets styrelse ge en motiverad bedömning av det offentliga uppköpserbjudandet med tanke på de beslut som innehavarna av de värdepapper som erbjudandet avser skall fatta samt vilka effekter de planer som budgivaren har presenterat kommer att ha på målbolagets verksamhet och sysselsättningen i målbolaget. Styrelsen skall ge en sådan bedömning efter bästa förmåga. Om styrelsen inte kan bedöma huruvida erbjudandet är förmånligt skall den konstatera detta i sitt utlåtande och motivera sin åsikt.

Motiveringar

(a) Beredning av utlåtandet

Enligt värdepappersmarknadslagen 6:6 skall utlåtandet innehålla en motiverad bedömning av

- 1) erbjudandet med tanke på målbolaget samt innehavarna av de värdepapper som erbjudandet avser och
- 2) de strategiska planer som budgivaren lagt fram i erbjudandehandlingen och de effekter dessa kan förväntas få på målbolagets verksamhet och sysselsättningen i målbolaget.

Det hör till styrelsens uppgifter att ge ett utlåtande om erbjudandet och den skall försäkra sig om att den har berett detta utlåtande omsorgsfullt och i enlighet med principerna i aktiebolagslagen. Styrelsen skall i tillräcklig utsträckning utreda innehållet i erbjudandet och hur detta påverkar målbolaget både ur bolagets perspektiv och ur de aktuella värdepappersinnehavarnas perspektiv. Detta betyder att styrelsen bör sträva efter att ta ställning till om erbjudandet är förmånligt i förhållande till bolagets nuvärde, men också i förhållande till eventuella övriga alternativ som finns tillgängliga för dem som innehar de aktuella värdepappren. I detta hänseende kan det därför vara av stor betydelse att styrelsen i sitt utlåtande även bedömer erbjudandet i förhållande till eventuella alternativa arrangemang. Till sådana arrangemang räknas

eventuella konkurrerande erbjudanden, andra strategiska arrangemang eller att fortsätta enligt bolagets strategi som ett självständigt bolag.

Enligt värdepappersmarknadslagen skall målbolagets styrelse ge en motiverad bedömning av erbjudandet både ur målbolagets perspektiv och ur de aktuella värdepappersinnehavarnas perspektiv. Styrelsens utlåtande har inte karaktären av investeringsrådgivning för aktieägarna och man kan inte förutsätta att styrelsen specifikt bedömer den allmänna kursutvecklingen eller risker som allmänt hör till investeringsverksamhet. Det är alltid aktieägarna som självständigt skall fatta beslut om att godkänna eller förkasta erbjudandet. Utgångspunkten för denna beslutsprocess skall vara de uppgifter som budgivaren har lämnat i erbjudandehandlingen.

Enligt värdepappersmarknadslagen skall styrelsen dessutom uttala sig om de strategiska planer som budgivaren lagt fram i erbjudandehandlingen och de effekter dessa kan förväntas få på målbolagets verksamhet och sysselsättningen i målbolaget. Eftersom bedömningen grundar sig på de uttalanden som budgivaren har presenterat kan det vara svårt för styrelsen att i detalj ta ställning till följderna av dem. Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen har styrelsen inte i övrigt någon särskild skyldighet att ta reda på vilka planer budgivaren har. Styrelsen skall dock sträva efter att bedöma de planer som budgivaren har offentliggjort speciellt i förhållande till bolagets egen strategi.

Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen räcker det inte med att styrelsen på ett neutralt sätt beskriver erbjudandet. Styrelsen skall även ta ställning till erbjudandet. Detta kan dock inte betyda att styrelsen varje gång antingen skall rekommendera att erbjudandet godkänns eller att det förkastas. Det är inte alltid så entydigt att avgöra om erbjudandet är förmånligt eller inte. Det är möjligt att villkoren i erbjudandet eller det erbjudna vederlaget är sådana att styrelsen varken kan rekommendera att erbjudandet godkänns eller förkastas. Det kan till exempel vara svårt att avgöra hur förmånligt ett partiellt erbjudande är. Likaså kan karaktären på det erbjudna vederlaget vara sådan att ett värde inte entydigt kan fastställas. Om styrelsen varken kan rekommendera att erbjudandet godkänns eller förkastas skall styrelsen motivera sitt ställningstagande i utlåtandet.

Av styrelsens utlåtande skall framgå huruvida hela styrelsen har deltagit i utlåtandet eller om vissa styrelseledamöter på grund av jäv eller övriga kopplingar till erbjudandet inte har deltagit i behandlingen av ärendet. I utlåtandet skall styrelsen också nämna om den inte är enig om utlåtandet. Dessa faktorer kan ha väsentlig betydelse för målbolagets aktieägare vid bedömning av erbjudandet.

Se rekommendation 7 "Jäv och styrelseledamöternas övriga intressen i erbjudande" om hur styrelsens jäv och styrelsens övriga intressen påverkar behandlingen av erbjudandet.

(b) Sakkunnigutlåtande

För bedömningen av ett offentligt uppköpserbjudande eller vid beredningen av styrelsens utlåtande om erbjudandet kan målbolagets styrelse anlita rådgivare. Lagstiftningen eller denna rekommendation kräver inte att styrelsen anlitar en sakkunnig för utlåtandet, men anlåtande av en extern rådgivare kan stöda uppfyllandet av styrelsens omsorgs- och lojalitetsplikt. I synnerhet om styrelseledamöterna eller övriga personer som tillhör målbolagets ledning deltar i uppgörandet av uppköpserbjudandet eller har förbundit sig att för sin del godkänna erbjudandet bör man överväga användning av en extern rådgivare.

En extern rådgivare kan till exempel användas för att avgöra hur förmånligt det vederlag som erbjuds i uppköpserbjudandet är (s.k. fairness opinion). I en sådan situation strävar den ekonomiska rådgivaren efter att analysera bolagets värde på affärsekonomiska grunder och ge ett utlåtande till styrelsen om huruvida vederlaget är tillräckligt eller skäligt ur målbolagets aktieägares perspektiv. De ekonomiska rådgivarna har ofta interna principer för hur de nämnda utlåtandena skall ställas upp. I dem ingår bland annat kraven på vilka utredningar som skall göras som grund för utlåtandet och vilka förfaranden som tillämpas för internt godkännande av utlåtandet. Observera att avsikten med utlåtandet endast är att stöda styrelsens egen bedömning av hur förmånligt erbjudandet är.

Se även rekommendation 7 "Jäv och styrelseledamöternas övriga intressen i erbjudande".

(c) Eventuellt utlåtande från personalens företrädare

Företrädarna för målbolagets personal har även möjlighet att ge ett separat utlåtande om hur erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen i bolaget. Om målbolaget får ett utlåtande från personalens företrädare innan styrelsens utlåtande offentliggörs, skall enligt 6:6.4 i värdepappersmarknadslagen det utlåtande som personalens företrädare ger bifogas till styrelsens utlåtande.

Trots att lagstiftningen inte uppställer något krav att styrelsen skall inhämta utlåtande av personalen eller informera personalen om möjligheten att ge utlåtande är det önskvärt att styrelsen efter det att uppgifter om uppköpserbjudandet offentliggjorts på ett sätt som den anser lämpligt informerar om denna möjlighet. Detta kan ske till exempel i samband med att erbjudandet tillkännages personalen i enlighet med bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen (se VPL 6:3.2).

(d) Målbolagets medverkan vid uppgörande av erbjudandehandling

Såsom nämnts tidigare i texten skall budgivaren presentera sina strategiska planer för målbolaget i erbjudandehandlingen samt bedöma vilka konsekvenser dessa sannolikt kommer att ha för målbolagets verksamhet och sysselsätt-

ningen i målbolaget. I erbjudandehandlingen skall därutöver ges vissa uppgifter om målbolaget. Målbolagets styrelse är dock inte skyldig att medverka till uppgörandet av erbjudandehandlingen till exempel genom att ge de uppgifter som budgivaren behöver för erbjudandehandlingen. Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen har målbolagets ledning inte någon skyldighet att samarbeta med budgivaren då denna gör upp erbjudandehandlingen. Detta betyder att de uppgifter om målbolaget som finns i erbjudandehandlingen eventuellt i sin helhet grundar sig på offentliga uppgifter. Budgivaren ansvarar inte för sådana uppgifter om målbolaget som målbolaget har publicerat. I erbjudandehandlingen skall budgivaren dock ange vilka källor de uppgifter om målbolaget som finns i erbjudandehandlingen grundar sig på.

Det som anges här ovanför begränsar dock inte de möjligheter som målbolagets styrelse har att agera. Styrelsen kan besluta om att den lämnar de uppgifter som budgivaren behöver för erbjudandehandlingen, om detta är förenligt med bolagets aktieägares intressen. Styrelsen kan också publicera sin uppfattning om erbjudandehandlingen och uppgifterna i den till exempel i samband med sitt utlåtande om erbjudandet. Om styrelsen anser att den publicerade erbjudandehandlingen inte ger värdepappersinnehavarna tillräckliga och riktiga uppgifter kan styrelsen för att uppfylla sin omsorgs- och lojalitetsplikt till och med vara tvungen att publicera sin uppfattning om detta i samband med utlåtandet om erbjudandet.

Gällande erbjudandehandling, dess innehåll och offentliggörande av erbjudandehandling, se närmare bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen (VPL 6:4), Finansministeriets förordning om innehåll och offentliggörande av anbudshandlingar samt om ömsesidigt erkännande av anbudshandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (479/2006) samt Finansinspektionens standard 5.2c.

REKOMMENDATION 9 - STYRELSENS EVENTUELLA ÅTGÄRDER MED ANLEDNING AV ERBJUDANDET

Inledning

Ett offentligt uppköpserbjudande som görs utan att målbolagets styrelse eller ledning medverkar till det kan anses vara fientligt. Målbolagets styrelse eller ledning kan sträva efter att motsätta sig ett sådant erbjudande. Utgående från de allmänna principerna i aktiebolagslagen skall styrelsen dock alltid agera enligt vad som är förenligt med bolagets och dess aktieägares intressen och sträva efter det bästa möjliga slutresultatet för aktieägarna. Enligt 1 kapitlet 7 § i aktiebolagslagen kan man i målbolaget inte vidta sådana åtgärder som är ägnade att ge en aktieägare eller någon annan en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Enligt 1 kapitlet 8 § i aktiebolagslagen skall sty-

relsen omsorgsfullt främja bolagets aktieägares intressen i alla situationer som anknyter till ett uppköpserbjudande.

Rekommendation 9

Om styrelsen då den har fått uppgifter om ett förestående offentligt uppköpserbjudande har för avsikt att vidta åtgärder som kan äventyra ett eventuellt uppköpserbjudande eller genomförandet av det skall den i allmänhet sammankalla till bolagsstämma för behandling av de planerade åtgärderna.

Motiveringar

Då styrelsen har fått vetskap om ett möjligt uppköpserbjudande skall den omsorgsfullt bedöma erbjudandet och övriga alternativ för bolaget samt sträva efter att uppnå bästa möjliga resultat ur aktieägarnas perspektiv. I sin bedömning kan styrelsen dra slutsatsen att det föreliggande eller planerade erbjudandet inte är ett förmånligt alternativ för aktieägarna. Styrelsen kan försöka få fram ett konkurrerande erbjudande eller en annan alternativ transaktion, som styrelsen bedömer att bättre gagnar bolaget och dessa aktieägare. Alternativt kan styrelsen också anse att det mest förmånliga för bolagets aktieägare är att bolaget fortsätter med sin affärsverksamhet i enlighet med bolagets tidigare strategi.

Med hänvisning till de allmänna principerna i aktiebolagslagen har det ansetts att målbolagets styrelse endast i yttersta undantagsfall kan vidta sådana åtgärder som är inriktade på att förhindra genomdrivning av erbjudandet. Enligt aktiebolagslagen har till exempel enbart stabilisering av ägarbasen inte ansetts vara en tillräcklig ekonomisk orsak för en riktad emission (ABL 9:4). Ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till målbolagets aktieägare och utgångspunkten är att styrelsen inte genom sitt agerande skall hindra att uppköpserbjudandet ges.

Offentliga uppköpserbjudanden kan innehålla villkor som gäller målbolagets affärsverksamhet eller bolagets struktur. I erbjudandet kan man till exempel förutsätta att bolagets affärsverksamhet fortsätter oförändrad under giltighetstiden. Målbolaget kan dock ha pågående företagsarrangemang eller planer på sådana arrangemang inom ramen för den ordinarie affärsverksamheten. Ett offentligt erbjudande på målbolagets värdepapper hindrar inte som sådant målbolaget och dess styrelse från att sätta igång med företagsarrangemang eller andra dylika motsvarande arrangemang eller fortsätta planeringen och genomförandet av pågående arrangemang. Vid sådana arrangemang skall styrelsen alltid omsorgsfullt bedöma om åtgärden främjar bolagets och dessa aktieägares intressen och om det ur aktieägarnas perspektiv är nödvändigt att sammankalla en bolagsstämma för behandling av de planerade åtgärderna. Om arrangemanget kan äventyra upprättandet eller genomförandet av det offentliga uppköpserbjudandet är det i allmänhet skäl för styrelsen att sammankalla

bolagsstämman för behandling av de planerade åtgärderna. Det kan dock finnas situationer där styrelsen inte anser det vara nödvändigt ur aktieägarnas perspektiv att sammankalla till bolagsstämma, om det till exempel är fråga om ett arrangemang som grundar sig på bolagets strategi och som redan har förberetts långt eller ett arrangemang i anknytning till bolagets ordinarie verksamhet. Dessa situationer skall dock alltid avgöras från fall till fall. Se även rekommendation 21 "Bolagsstämmans beslut med anledning av erbjudandet" och rekommendation 25 "Bestämmelser som grundar sig på målbolagets bolagsordning" – b) "Bestämmelserna om förvarsåtgärder i artikel 9 i direktivet om uppköpserbjudanden".

REKOMMENDATION 10 - HANTERING AV INSIDERFRÅGOR

Inledning

Med insiderinformation avses information av specifik natur som hänför sig till värdepapper som är föremål för allmän handel och som inte har offentliggjorts eller annars varit tillgänglig på marknaden samt som är ägnad att väsentligt påverka värdet på dessa värdepapper (se VPL 5:1). Missbruk av insiderinformation är kriminaliserat i strafflagen (se strafflagen 51:1-2). I värdepappersmarknadslagen finns dessutom ett allmänt förbud om användning av insiderinformation samt omotiverat yppande av insiderinformation till någon annan (se VPL 5:2).

Det beror på i vilket skede beredningen av uppköpserbjudandet är om kännedomen om erbjudandet kan anses vara insiderinformation. För att marknaden skall fungera ostört är det viktigt att uppgifterna om ett eventuellt erbjudande samt om beredningen av erbjudandet bibehålls konfidentiella fram till offentliggörandet av erbjudandet.

Rekommendation 10

Beroende på i vilket skede av beredningen det offentliga uppköpserbjudandet är kan det vara fråga om insiderinformation när målbolaget kontaktas med anledning av erbjudandet. I allmänhet är det fråga om ett insiderprojekt i de fall då målbolaget har kontaktats med anledning av erbjudandet och styrelsen anser att denna kontakt bör tas på allvar. Målbolagets styrelse är skyldig att hantera insiderinformation på ett omsorgsfullt sätt och sörja för att informationens konfidentiella karaktär bevaras på det sätt som processen för uppköpserbjudandet förutsätter.

Motiveringar

Styrelsen, enskilda styrelseledamöter eller verkställande direktören kan fortlöpande bli kontaktade och få förslag gällande förvärv av bolagets aktiestock eller övriga strukturella arrangemang. Sådana till sin karaktär preliminära kontakter eller förslag anses i allmänhet inte vara insiderinformation. Utgångspunkten är att endast sådana kontakter som bör tas på allvar kan utgöra insiderinformation. Diskussionerna kring erbjudandet fortskrider i etapper. Därför skall bedömningen av när uppgifterna om beredningen av ett eventuellt erbjudande utvecklas till insiderinformation avgöras skilt från fall till fall.

Myndigheterna och domstolarna bedömer frågorna kring insiderinformation i efterskott. Även om de första kontakterna i allmänhet inte kan anses utgöra insiderinformation är det skäl att iaktta försiktighet när man talar om sådana kontakter och handlar med det kontaktade bolagets värdepapper. Som exempel kan nämnas att kännedom om att de största aktieägarna är intresserade av att sälja sina aktier kan påverka bedömningen av vilken karaktär informationen om den första kontakten har.

Om någon kontaktar målbolaget med avsikten att göra ett uppköpserbjudande skall målbolaget bedöma om det (i detta skede) är fråga om ett insiderprojekt. Helsingfors Börs insideranvisningar innehåller kriterier som kan användas som stöd för bedömningen av om det är skäl att klassificera ett visst arrangemang som insiderprojekt (se Helsingfors börs insideranvisning, punkt 7.3.2). Då det gäller ett uppköpserbjudande är det i allmänhet skäl att definiera beredningen av uppköpserbjudandet som insiderprojekt om målbolaget har kontaktats på det sätt som avses i rekommendation 2 och styrelsen anser att kontakten bör tas på allvar. Man kan alltså därmed ofta använda samma kriterier för bedömningen av när kontakten skall anses ha insiderstatus som används vid bedömning av styrelsens skyldigheter att vidta åtgärder, i synnerhet beträffande hur konkret och trovärdig kontakten är, det erbjudna vederlaget samt möjligheterna att erbjudandet genomförs (se rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet att behandla kontakt om uppköpserbjudande"). Kännedomen om att bolaget har kontaktats med anledning av ett erbjudande kan utgöra insiderinformation för de personer som känner till detta redan innan målbolaget har hunnit fatta beslut om att ett projektspecifikt insiderregister skall grundas.

Åtminstone under följande omständigheter bör styrelsen i allmänhet definiera ärendet som insiderprojekt:

- styrelsen anser att den kontakt som har tagits med anledning av erbjudandet är så seriös att den anser det motiverat att vidta åtgärder med anledning av detta;
- målbolagets styrelse har avtalat om att inleda förhandlingar om erbjudandet med budgivaren;
- målbolagets styrelse har i övrigt beslutat att vidta konkreta förberedande åtgärder eller

- målbolagets styrelse har – oberoende av om någon har tagit kontakt om ett eventuellt erbjudande eller inte – beslutat att styrelsen vidtar konkreta åtgärder för att åstadkomma ett offentligt uppköpserbjudande avseende bolagets värdepapper.

Om den som lämnar ett uppköpserbjudande är ett börsnoterat bolag kan uppgifterna om att ett erbjudande förbereds utgöra insiderinformation även ur budgivarens värdepappersperspektiv.

Styrelsen skall sörja för att bolaget grundar ett projektspecifikt insiderregister och att registret upprätthålls på det sätt som reglerna om insiderbestämmelserna kräver (se närmare VPL 5:8 – 5:11, Finansinspektionens standard 5.3 samt Helsingfors Börs insideranvisning). Styrelsen skall också sörja för att insiderregistret avslutas utan dröjsmål efter det att projektet kring erbjudandet är slutfört (i och med att erbjudandet offentliggörs eller projektet förfallit). Bedömningen av tidpunkten då projektet är slutfört bör göras skilt för varje enskilt fall.

I allmänhet kan projektet anses ha förfallit om

- parterna ömsedigt har beslutat att avsluta diskussionerna om erbjudandet;

- budgivarens representant, som har befogenheter att representera budgivaren (i allmänhet styrelseordförande eller verkställande direktören eller någon annan befullmäktigad aktör, till exempel en rådgivare) har meddelat att budgivaren inte längre har för avsikt att fortsätta beredningen av erbjudandet eller

- målbolagets styrelse fattar beslut om att avsluta diskussionerna om erbjudandet och meddelar detta till budgivaren.

Innan styrelsen fattar beslut om att projektet har förfallit bör den bedöma om det utgående från de uppgifter som styrelsen har tillgång till finns grundad anledning att utgå från att budgivaren inom en nära framtid kommer att återkomma till ärendet eller att budgivaren i övrigt har för avsikt att fortsätta beredningen.

Frågorna om insiderinformation i samband med en eventuell due diligence -granskning i målbolaget har behandlats separat i rekommendation 12 punkt e) "Due diligence -granskning av målbolaget - Insiderfrågor".

REKOMMENDATION 11 - INFORMATIONSPLIKT

Inledning

Beredningen av offentliga uppköpserbjudanden är ofta konfidentiell och uppgifterna om ett kommande erbjudande offentliggörs inte förrän det slutliga beslutet om erbjudandet har fattats.

För att skydda investerarna är det viktigt att aktieägarna får tillräcklig och saklig information i samband med erbjudandet. En förutsättning för att marknaden skall fungera ostört är å andra sidan att eventuella uppgifter om ett möjligt erbjudande eller beredningen av erbjudandet inte läcker ut till marknaden förrän erbjudandet offentliggörs.

Rekommendation 11

Målbolagets styrelse skall sörja för att bolaget uppfyller sin informationsplikt under processens alla skeden i samband med uppköpserbjudandet. Styrelsen skall dessutom försöka förhindra att uppgifter läcker ut genom att ombesörja sekretessaspekterna. Styrelsen bör dock på förhand förbereda sig på att uppgifter om det föreslagna offentliga uppköpserbjudandet kan läcka ut på marknaden innan erbjudandet offentliggörs. Det är tillrådligt att styrelsen gör upp en informations- och aktionsplan för eventuella informationsläckor i anknytning till uppköpserbjudandet.

Motiveringar

Enligt den så kallade principen om fortlöpande informationskyldighet är målbolaget skyldigt att offentliggöra alla sådana beslut och övriga omständigheter kring bolaget som är ägnade att väsentligt påverka värdet på bolagets värdepapper (se VPL 2:7). Man behöver dock inte publicera ärenden som är under beredning.

Då en budgivare fattar beslut om att ge ett offentligt uppköpserbjudande skall budgivaren omgående offentliggöra sitt beslut (VPL 6:3.2; se rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet"). Enligt principen om fortlöpande informationskyldighet skall målbolaget även publicera uppgifter om budgivarens beslut i målbolagets eget börsmeddelande. Om målbolaget och budgivaren har ingått ett avtal om samgående skall målbolaget omgående då avtalet har undertecknats offentliggöra uppgifter om avtalet och de väsentliga villkoren i avtalet. Till väsentliga avtalsvillkor räknas bland annat villkor om vederlaget för erbjudandet, tidtabellen, en eventuell uppbrottsersättning samt villkor om förhandlingsförbud liksom även väsentliga villkor för bedömning av själva erbjudandet (se rekommendation 6 "Ingående av avtal om samgående med budgivaren"). I allmänhet undertecknas avtal om samgående samtidigt som budgivaren fattar sitt slutliga beslut om erbjudandet, vilket betyder att de också offentliggörs samtidigt.

I allmänhet föregås undertecknandet av ett eventuellt avtal om samgående och offentliggörandet av erbjudandet av en period med ömsesidig beredning av erbjudandet mellan parterna. Beredningen av erbjudandet omfattas ofta av till exempel förhandlingar om och undertecknandet av ett sekretessavtal, en eventuell due diligence -granskning samt förhandlingar om uppköpserbjudandet. Under beredningen

kan målbolaget och budgivaren dessutom ingå olika processavtal. I allmänhet kan det anses att sådana avtal och till exempel beslutet om due diligence -granskning av målbolaget ingår i beredningen av erbjudandet, vilket betyder att utgångspunkten är att dessa inte behöver offentliggöras. Frågor kring offentliggörandeskyldigheten måste dock avgöras från fall till fall.

Målbolagets styrelse skall även under senare skeden i processen kring erbjudandet sörja för att bolagets informationsplikt uppfylls. Bland annat följande uppgifter hör i vanliga fall till dem som målbolaget skall publicera:

- styrelsens utlåtande om erbjudandet samt eventuella senare ändringar i detta,
- ett eventuellt utlåtande om erbjudandet från målbolagets anställda,
- information om en eventuell bolagsstämma med anledning av erbjudandet,
- information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande,
- information om resultatet av erbjudandet,
- de så kallade flaggningsanmälningarna om ägoandelar från budgivaren och aktieägarna,
- information om ett eventuellt obligatoriskt uppköpserbjudande och resultatet av detta,
- information om ett eventuell inlösningsförfarande enligt aktiebolagslagen och
- information om att den offentliga handeln med bolagets värdepapper eventuellt upphör.

Beroende på hur processen kring erbjudandet fortskrider kan målbolaget även vara tvunget att publicera andra uppgifter i anknytning till erbjudandet än de som finns i förteckningen här ovanför. Förteckningen är alltså inte uttömmande. Om information om att det pågår förhandlingar mellan budgivaren och målbolaget har offentliggjorts på marknaden skall målbolaget även offentliggöra information om att förhandlingarna har avslutats.

Målbolagets styrelse skall förbereda sig på att uppgifterna om ett kommande uppköpserbjudande kan läcka ut på marknaden innan erbjudandet offentliggörs. Det är skäl för styrelsen att göra upp en separat informations- och aktionsplan för hur bolagets skall ordna sin kommunikation på ett kontrollerat och sakenligt sätt vid eventuella informationsläckor under processens gång.

Om styrelsen har grundad anledning att anta att uppgifter om det förestående uppköpserbjudandet har läckt ut på mark-

naden, skall styrelsen utan obefogat dröjsmål publicera ett meddelande om situationen. Styrelsen skall även i övrigt följa med de uppgifter som cirkulerar om bolaget i offentligheten samt hur kursen på bolagets värdepapper utvecklas. Om någonting avviker från det normala skall styrelsen avgöra om bolaget bör publicera ett meddelande om det aktuella läget (se närmare Helsingfors Värdepappersbörs regler).

För att undvika informationsläcka bör målbolaget och budgivaren i ett så tidigt skede i processen som möjligt ingå ett sekretessavtal. Om beredningen av erbjudandet kräver att målbolaget för diskussioner även med övriga aktörer, skall målbolagets styrelse sörja för att varje sådan aktör undertecknar ett sekretessavtal eller på annat sätt är skyldig att behandla uppgifterna konfidentiellt. I annat fall kan målbolaget bli skyldigt att publicera uppgifterna på marknaden (se VPL 2:7.3).

Frågor gällande informationsplikten i samband med due diligence -granskning av målbolaget har granskats separat i rekommendation 12 punkt f) "Due diligence -granskning av målbolaget - informationsplikt".

3. DUE DILIGENCE -GRANSKNING

REKOMMENDATION 12 - DUE DILIGENCE -GRANSKNING AV MÅLBOLAGET

Inledning

I samband med beredningen av ett offentligt uppköpserbjudande brukar budgivaren ofta anhålla om att få utföra en så kallad due diligence -granskning (företagsgranskning) i målbolaget för att få mera uppgifter om bolaget. En due diligence -granskning kan bland annat omfatta en granskning av juridiska, ekonomiska, kommersiella och tekniska aspekter eller miljöaspekter. Det finns inga regler på lagstiftningsnivå om due diligence -granskningar och hur sådana tillåts. Frågan skall därför bedömas i skenet av de allmänna bolagsrättsliga principerna.

Rekommendation 12

Om målbolaget får en anhållan om due diligence -granskning skall målbolagets styrelse bedöma om målbolaget kan och bör tillåta en sådan granskning. Omfattningen på granskningen skall övervägas separat från fall till fall. Styrelsen skall uttryckligen fatta beslut om att antingen tillåta eller förkasta anhållan om due diligence -granskning. Om styrelsen tillåter granskningen skall den sörja för att sekretess- och insiderfrågorna är ordnade på ett sakligt sätt.

Om budgivaren i samband med due diligence -granskningen får tillgång till insiderinformation, får budgivaren inte lämna ett offentligt uppköpserbjudande på aktierna förrän den insiderinformation som man fick tillgång till vid due diligence -granskningen har offentliggjorts.

Motiveringar

(a) Due diligence -granskningen tillåts

Det skall finnas särskilda skäl till att uppgifter om bolaget lämnas till någon extern part utanför bolaget. En due diligence -granskning kan tillåtas om man anser att den är förenlig med aktieägarnas intressen. Man bör dock alltid skilt för varje fall överväga om en granskning kan tillåtas, i vilken omfattning och med vilken tidtabell utgående från de aktuella förhållandena, eventuella konkurrensrättsliga aspekter och den möjligheten att erbjudandet aldrig genomförs.

I samband med ett uppköpserbjudande är styrelsen skyldig att sträva efter det bästa möjliga slutresultatet för aktieägarnas del. Om due diligence -granskningen är en förutsättning för att uppköpserbjudandet skall riktas till aktieägarna och erbjudandet som helhet kan anses vara förmånligt för aktieä-

garna kan man i allmänhet anse att granskningen är förenlig med aktieägarnas intressen.

Målbolagets styrelse bör inte tillåta en due diligence -granskning om det föreslagna erbjudandet enligt styrelsens uppfattning inte kan anses vara seriöst eller inte är förenligt med aktieägarnas intressen.

(b) Frågor gällande aktieägares likställdhet

I samband med ett uppköpserbjudande är avsikten med en tillåten due diligence -granskning att skapa förutsättningar för att erbjudandet, som riktas till samtliga aktieägare, förverkligas oberoende av om budgivaren redan från tidigare äger aktier i målbolaget eller inte. Om erbjudandet är förmånligt ur aktieägarnas perspektiv kan man i allmänhet inte anse att överlämnandet av uppgifter ger budgivaren otillbörlig fördel till de övriga aktieägarnas (eller bolagets) nackdel såsom avses i aktiebolagslagen (se ABL 1:7), även om budgivaren sedan tidigare skulle äga aktier i målbolaget. Utgångspunkten är alltså att aktiebolagslagens bestämmelser om likställighet inte begränsar målbolagets styrelses möjligheter att tillåta en due diligence -granskning och inte heller förutsätter att styrelsen lämnar de uppgifter som överlämnas vid en due diligence -granskning till de övriga aktieägarna i bolaget (se dock frågorna kring insiderinformation under punkt e) "Insiderfrågor").

(c) Sekretessaspekter

Om styrelsen beslutar sig för att tillåta en due diligence -granskning skall den sörja för att budgivaren och målbolaget undertecknar ett sekretessavtal innan granskningen inleds, om ett sådant avtal inte redan har undertecknats i ett tidigare skede i processen. Sekretessavtalet skall bland annat begränsa budgivarens (samt dennes rådgivares och eventuella övriga parter, vilka får tillgång till de uppgifter som lämnas i samband med due diligence -granskningen) rätt att använda de uppgifter som lämnas i samband med granskningen för något annat ändamål än bedömning av själva erbjudandet liksom även rätten att yppa sådana uppgifter för en tredje part. I sekretessavtalet skall man bereda sig på att ett eventuellt erbjudande aldrig kommer att ges.

(d) Typ och omfattning av uppgifter som ges

Med undantag för de begränsningar som gäller insiderinformation begränsar aktiebolagslagen och värdepappersmarknadslagen inte på något sätt vilken typ av och i vilken omfattning uppgifter får och kan lämnas. Styrelsen är dock skyldig att skydda bolagets intressen då den fattar beslut om uppgifter som skall ges till en viss budgivare. Styrelsen skall även avgöra om man till exempel kan orsaka bolaget skada genom att avslöja affärshemligheter i samband med granskningen oberoende av om budgivaren har undertecknat ett sekretessavtal eller inte. Konkurrenslagstiftningen kan också begränsa de uppgifter som får ges, om budgivaren och målbolaget är konkurrenter.

Granskningens omfattning skall definieras skilt för varje enskild situation. Bedömningen påverkas även av den person som är budgivare, det vill säga om det är en konkurrent till målbolaget eller annan strategisk köpare eller till exempel en kapitalinvestor. Uppgifterna kan likaså ges i olika skeden. Då styrelsen fattar beslut om en due diligence -granskning skall den omsorgsfullt bedöma vilka uppgifter man kan lämna till en specifik budgivare, när och på vilket sätt. Styrelsen bör sträva efter att granskningen endast omfattar de uppgifter som behövs för att erbjudandet skall kunna göras.

I rekommendation 14 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande" granskas separat hur en due diligence -granskning kan tillåtas vid konkurrerande erbjudanden.

Då styrelsen beslutar om villkoren för en due diligence -granskning skall den även fästa uppmärksamhet vid tidpunkten för granskningen. Målbolagets intressen kräver i allmänhet att granskningen genomförs i sin helhet innan erbjudandet offentliggörs. Om budgivaren eventuellt drar sig ur ett redan publicerat offentligt uppköpserbjudande efter en utförd due diligence -granskning kan det leda till spekulationer och störningar på marknaden. Styrelsen skall ombesörja alla insider- och sekretessaspekter under due diligence -processen och den skall också vara förberedd på att uppgifter kan läcka ut till marknaden (se rekommendation 10 "Hantering av insiderfrågor" och rekommendation 11 "Informationsplikt").

Om budgivaren inte tar kontakt med målbolaget och ber om tillstånd att få göra en due diligence -granskning innan erbjudandet offentliggörs, men till exempel ställer en sådan granskning som villkor för att erbjudandet skall slutföras, kan styrelsen eventuellt vara tvungen att ta ställning till en begäran om due diligence -granskning efter det att erbjudandet har offentliggjorts.

Målbolagets styrelse skall försäkra sig om att due diligence -processen dokumenteras på ett sakligt sätt. Bolaget skall i efterskott ha tillgång till information om vilka uppgifter som har getts i samband med due diligence -granskningen, till vem dessa uppgifter har getts och när. Dessutom skall styrelsen sörja för att granskningen i så liten utsträckning som möjligt stör bolagets normala affärsverksamhet.

(e) Insiderfrågor

Målbolagets styrelse är skyldig att på ett ändamålsenligt sätt sköta om hanteringen av insiderinformation under en due diligence -process speciellt om due diligence -granskningen görs vid en tidpunkt då det pågår ett insiderprojekt i målbolaget eller det i övrigt finns insiderinformation om bolaget. I detta sammanhang är det skäl att notera att all opublicerad information som målbolaget har inte nödvändigtvis utgör insiderinformation.

Enligt Finansinspektionens standard 5.2b hindrar det förbud att avslöja insiderinformation som finns i värdepappersmark-

nadslagen i allmänhet inte att man röjer insiderinformation till motparten och motpartens rådgivare i samband med förhandlingar (tex. företagsarrangemang). I samband med ett uppköpserbjudande ingår due diligence -granskningen i allmänhet i förhandlingarna mellan budgivaren och målbolaget. Om en due diligence -granskning är en förutsättning för ett uppköpserbjudande, som verkar förmånligt för aktieägarna, bör man utgå från att det även ligger i aktieägarnas intresse att tillåta granskningen. Detta betyder att förbudet att avslöja insider-information inte i allmänhet kan anses hindra målbolaget att lämna insiderinformation till budgivaren i samband med en due diligence -granskning. Målbolaget skall dock informera budgivaren om att de aktuella uppgifterna utgör insiderinformation och vilka juridiska förpliktelser detta är förknippat med samt sörja för att sekretessaspekterna har beaktats så att uppgifterna också i fortsättningen förblir konfidentiella (se närmare 5 kapitlet i VPL och Finansinspektionens standard 5.2b om insiderbestämmelserna).

Målbolaget skall sträva efter att begränsa antalet personer som får tillgång till insiderinformation samt anteckna alla de personer som får tillgång till insiderinformation i sitt eget, företagspecifika insiderregister (se närmare VPL 5:8 - 5:11, Finansinspektionens standard 5.3 samt Helsingfors Börs insideranvisning). Målbolaget kan också överväga begränsningar i budgivarens handel genom att underteckna ett avtal med budgivaren, där budgivaren förbinder sig att inte handla med målbolagets aktier under en viss period (ett s.k. stand still -avtal). En sådan förbindelse kan även kopplas till sekretessavtalet.

Om budgivaren får tillgång till insiderinformation under due diligence -granskningen, kan budgivaren inte göra uppköpserbjudandet eller i övrigt handla med målbolagets värdepapper förrän den aktuella uppgiften har offentliggjorts. Om målbolaget har sådan insiderinformation som inte kan offentliggöras inom ramen för den tidtabell som budgivaren önskar (tex. pågående förhandlingar om företagsköp, där offentliggörandet skulle äventyra affären), skall man överväga insiderfrågorna som ansluter sig till situationen och möjligheterna att ge sådana uppgifter till budgivaren separat i varje enskilt fall. Det händer ofta att budgivaren inte vill ha tillgång till sådana uppgifter eftersom det hindrar budgivaren från att göra uppköpserbjudandet. Därför är det viktigt att man redan innan budgivaren inleder due diligence -granskningen och eventuellt får tillgång till insiderinformation om målbolaget kommer överens om vilka principer som gäller i det aktuella läget.

Om budgivaren under due diligence -granskningen har fått sådan insiderinformation som kan offentliggöras inom ramen för den tidtabell som budgivaren önskar skall den insiderinformation som har avslöjats till budgivaren offentliggöras i samband med erbjudandet, förutsatt att informationen inte har offentliggjorts redan tidigare, och den skall inkluderas i budgivarens erbjudandehandling. Målbolagets styrelse skall se till att uppgifterna offentliggörs i ett börsmeddelande från målbolaget och först därefter i erbjudandehandlingen.

(f) Informationsplikt

I allmänhet behöver man inte offentliggöra själva beslutet om att en due diligence -granskning tillåts. En due diligence -granskning kan anses vara en del av ett eventuellt offentligt uppköpserbjudande eller beredning av en annan transaktion, vilket betyder att beslutet om att tillåta granskningen i allmänhet inte omfattas av målbolagets informationsplikt. Särskilda omständigheter i en viss specifik situation samt eventuella arrangemang som har avtalats mellan budgivaren och målbolaget kan dock påverka bedömningen. Därför skall frågan om offentliggörande avgöras skilt från fall till fall.

Ett undantag till denna huvudregel är den situation då målbolagets styrelse får anhållan om due diligence -granskning först efter det att erbjudandet har offentliggjorts. Om budgivaren har offentliggjort sitt beslut att göra ett offentligt uppköpserbjudande, men en due diligence -granskning av målbolaget har satts som villkor för att erbjudandet ges eller genomförs, påverkar målbolagets beslut om att tillåta en granskning direkt förutsättningarna för att erbjudandet skall genomföras. I ett sådant fall är utgångspunkten att styrelsens beslut om en due diligence -granskning skall offentliggöras.

Utgångspunkten är att målbolaget inte är skyldigt att publicera de uppgifter som budgivaren har fått tillgång till vid en due diligence -granskning (se undantagen om insiderinformation i rekommendation 12 punkt e) "Due diligence -granskning av målbolaget - Insiderfrågor"). Om due diligence -granskningen avslöjar en sådan väsentlig omständighet som bolaget inte tidigare har haft kännedom om skall målbolagets styrelse utan dröjsmål bedöma om denna omständighet är ägnad att väsentligt påverka värdet på bolagets värdepapper och om den i så fall skall offentliggöras i enlighet med bolagets fortlöpande informationskyldighet.

Om budgivaren beslutar sig för att dra tillbaka ett redan offentliggjort erbjudande eller till exempel ändra villkoren i erbjudandet med anledning av utförd due diligence -granskning skall målbolagets styrelse enligt värdepappersmarknadslagen 2:7 publicera ett eget börsmeddelande om saken (se närmare rekommendation 19 punkt c) "Erbjudandets bindande verkan och villkor - Återtagande av erbjudande" om återtagande av erbjudandet).

REKOMMENDATION 13 - DUE DILIGENCE - GRANSKNING AV BUDGIVAREN

Inledning

Vid ett offentligt uppköpserbjudande kan det erbjudna vederlaget betalas i form av kontanter, värdepapper eller en kombination av dessa. (se VPL 6:12). I sitt utlåtande om erbjudandet skall målbolagets styrelse ge en motiverad bedömning av erbjudandet (se VPL 6:6). Om det vederlag som erbjuds består av värdepapper skall styrelsen ta reda på värdet på de

värdepapper som erbjuds som vederlag för att kunna bilda sig en välmotiverad bedömning av erbjudandet och på det sättet uppfylla sin omsorgsplikt.

Rekommendation 13

För att målbolagets styrelse skall kunna göra en välmotiverad bedömning av ett offentligt uppköpserbjudande skall den samla in tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter om de värdepapper som eventuellt erbjuds som vederlag. Detta kan förutsätta att man gör en due diligence -granskning av budgivaren. Budgivaren bör tillåta en sådan due diligence -granskning i den omfattning som det behövs i respektive situation.

Motiveringar

Målbolagets styrelse skall agera omsorgsfullt i aktieägarnas intresse vid bedömningen av erbjudandet. Styrelsen skall införskaffa tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter för att kunna ge en välmotiverad bedömning av det vederlag i värdepapper som erbjuds aktieägarna. De uppgifter som är tillgängliga i offentligheten är inte alltid tillräckliga för att man skall kunna bilda sig en välmotiverad uppfattning. Därför skall målbolagets styrelse överväga om det krävs en due diligence -granskning av budgivaren för att kunna göra bedömningen.

Om budgivaren får en anhållan av målbolaget om due diligence -granskning är det önskvärt att budgivaren tillåter en sådan granskning i den omfattning som det behövs för att målbolagets styrelse skall kunna bilda sig en välmotiverad uppfattning om erbjudandet. Omfattningen på due diligence -granskningen skall avgöras skilt i varje enskilt fall.

Om budgivaren inte samarbetar med målbolagets styrelse kan det vara omöjligt för styrelsen att få tillgång till de uppgifter som avses här ovanför. I sådana fall kan man inte förutsätta att målbolagets styrelse utför en due diligence -granskning av budgivaren.

Om målbolagets styrelse utgående från sin due diligence -granskning eller på något annat sätt observerar att den erbjudandehandling som budgivaren har gjort inte ger värdepappersinnehavarna tillräckliga och riktiga uppgifter om det vederlag som erbjuds, skall styrelsen publicera sin åsikt om detta i styrelsens utlåtande om erbjudandet eller vid behov med ett separat meddelande (se även rekommendation 8 punkt d) "Målbolagets styrelsens utlåtande om erbjudandet – Målbolagets medverkan vid uppgörande av erbjudandehandling").

4. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

REKOMMENDATION 14 - MÅLBOLAGETS AGERANDE VID KONKURRERANDE ERBJUDANDE

Inledning

Då erbjudandet gällande målbolaget har offentliggjorts är det möjligt att en konkurrerande budgivare eventuellt kontaktar målbolagets styrelse. Den konkurrerande kontakten kan också komma innan det första erbjudandet har offentliggjorts. Målbolagets styrelse kan även själv kontakta en konkurrerande budgivare för att åstadkomma ett alternativt erbjudande.

Rekommendation 14

Målbolagets styrelse skall agera så att alla seriösa budgivare har lika möjlighet att ge ett offentligt uppköpserbjudande på bolagets värdepapper. Styrelsen skall dock beakta de specifika förhållandena för respektive budgivare och det föreslagna erbjudandet.

Motiveringar

(a) Allmänna skyldigheter för målbolagets styrelse

Under processen med uppköpserbjudanden kan målbolaget bli kontaktat av flera sinsemellan konkurrerande budgivare. I en situation med ett konkurrerande erbjudande ålägger värdepappersmarknadslagen målbolagets styrelse att komplettera sitt redan offentliggjorda utlåtande om det första erbjudandet samt uppfylla vissa krav på information till de anställda (se VPL 6:8), men i övrigt reglerar lagen inte hur målbolagets styrelse skall agera eller vilka skyldigheter den har i samband med ett konkurrerande erbjudande. Därmed skall styrelsens roll och skyldigheter bedömas enligt de allmänna bolagsrättsliga principerna så att man till tillämpliga delar följer samma principer som i avsnitt 2 "Målbolagets styrelse - ställning och skyldigheter" tidigare i texten.

Vid ett uppköpserbjudande skall målbolagets styrelse sträva efter att det för aktieägarnas del bästa möjliga resultatet uppnås. Om styrelsen blir kontaktad av en konkurrerande budgivare och kontakten är seriös, skall styrelsen undersöka saken och införskaffa tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter om det konkurrerande förslaget samt jämföra förslaget med det tidigare erbjudandet (se även i tillämpliga delar rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet att behandla kontakt om uppköpserbjudande" och rekommendation 3 "Bedömning av alternativ för bolaget"). Styrelsen skall sträva efter att få ett så bra pris som möjligt för bolagets värdepapper, men också försäkra sig om att det konkurrerande erbjudandet går

att förverkliga. I praktiken kan detta kräva att man inleder förhandlingar med den som har lämnat det konkurrerande erbjudandet. Ett eventuellt avtal om samgående eller förhandlingsförbud som målbolaget har ingått med den första budgivaren får inte hindra styrelsens möjligheter att bedöma den konkurrerande kontakten eller inleda förhandlingar med den som har lämnat ett konkurrerande erbjudande, om detta kan gagna aktieägarnas intressen (se närmare rekommendation 5 "Förbindelse att inte förhandla" och rekommendation 6 "Ingående av avtal om samgående med budgivaren").

För att målbolaget skall kunna skapa en äkta konkurrensituation mellan eventuella budgivare på det sättet få ett så högt pris som möjligt för bolagets värdepapper skall målbolagets styrelse som utgångspunkt agera på ett sätt som ger alla seriösa konkurrerande budgivare lika möjligheter att lämna ett erbjudande på bolagets värdepapper. Om målbolagets styrelse till exempel har tillåtit den första budgivaren att göra en due diligence -granskning skall utgångspunkten vara att styrelsen också på begäran tillåter en konkurrerande budgivare att göra en väsentligen lika omfattande due diligence -granskning under förutsättning att detta är förenligt med aktieägarnas intressen och att omständigheterna kring de konkurrerande erbjudandena och aktörerna i övrigt är likartade. Man bör dock i varje enskilt fall separat överväga om man kan tillåta en granskning och i vilken omfattning en eventuell granskning kan tillåtas (se närmare rekommendation 12 punkt d) "Due diligence -granskning av målbolaget – Typ och omfattning av uppgifter som ges"). Om det första erbjudandet redan har offentliggjorts förutsätter dessutom ett eventuellt tillåtande av due diligence -granskning att det föreslagna, konkurrerande erbjudandet enligt de bedömningar som målbolagets styrelse gör har realistiska möjligheter att förverkligas, vilket i allmänhet betyder att erbjudandet skall vara förmånligare för bolagets aktieägare eller, om erbjudandet innehåller olika slags vederlag, minst lika förmånligt som det redan offentliggjorda erbjudandet.

Om det föreslagna konkurrerande erbjudandet enligt målbolagets styrelse bör tas på allvar och har realistiska möjligheter att förverkligas skall styrelsen överväga om det är påkallat att styrelsen informerar den första budgivaren om att styrelsen har blivit kontaktad angående ett konkurrerande erbjudande. Ett eventuellt undertecknat avtal om samgående mellan målbolaget och den första budgivaren kan dessutom innehålla bestämmelser om tillvägagångssättet vid konkurrerande erbjudanden (se närmare rekommendation 6 "Ingående av avtal om samgående med budgivaren" om detta). Eftersom de förfaranden som enligt avtalet om samgående gäller vid eventuella konkurrerande erbjudanden skall beskrivas i huvuddrag i erbjudandehandlingen känner den budgivare som lämnar ett konkurrerande erbjudande till dessa då ett konkurrerande erbjudande planeras.

(b) Målbolagets styrelses utlåtande och eventuella ändringar i detta

Om den andra budgivarens konkurrerande kontakt leder till att ett konkurrerande erbjudande offentliggörs i en situation

där målbolagets styrelse redan har offentliggjort sitt utlåtande om det första erbjudandet, skall målbolagets styrelse enligt 6:8 i värdepappersmarknadslagen komplettera sitt utlåtande så snart som möjligt efter det att det konkurrerande erbjudandet har offentliggjorts. Utlåtandet skall kompletteras senast fem (5) bankdagar innan det första erbjudandets giltighetstid tidigast kan löpa ut. Om det konkurrerande erbjudandet offentliggörs under de sista dagarna då det första erbjudandet är ikraft kommer Finansinspektionen i regel att förutsätta att det första erbjudandets giltighetstid förlängs så att målbolagets styrelse har tid för att komplettera sitt utlåtande och att de värdepappersinnehavare som redan antagit det första erbjudandet skall ha tid att ångra sig (se Finansinspektionens standard 5.2c om detta).

Då styrelsen kompletterar sitt utlåtande skall den jämföra det första erbjudandet med det konkurrerande erbjudandet samt ta ställning till det nya, konkurrerande erbjudandet på det sätt som förutsätts i värdepappersmarknadslagen 6:6 (se rekommendation 8 "Målbolagets styrelses utlåtande om erbjudandet"). Om styrelsen i sitt utlåtande kommer fram till att man rekommenderar det konkurrerande erbjudandet för värdepappersinnehavarna, skall styrelsen i praktiken ta tillbaka den rekommendation som man eventuellt har gett det första erbjudandet och publicera ett nytt utlåtande, där det rekommenderas att det nya, konkurrerande erbjudandet godkänns.

Kompletteringen av styrelsens utlåtande skall i tillämplig utsträckning följa de principer som har presenterats i rekommendation 8 "Målbolagets styrelses utlåtande om erbjudandet".

I situationer med konkurrerande erbjudanden skall målbolagets styrelse kontinuerligt också bedöma behovet av att i övrigt informera marknaden om ett eventuellt kommande konkurrerande erbjudande eller att styrelsens utlåtande om erbjudandet eventuellt kommer att kompletteras.

(c) Ett konkurrerande erbjudandes inverkan på det första erbjudandet

Värdepappersmarknadslagen 6:8 reglerar den första budgivarens ställning i situationer med konkurrerande erbjudanden. Enligt denna bestämmelse har den första budgivaren bland annat rätt att förlänga sitt erbjudande i enlighet med det konkurrerande erbjudandet och även i övrigt ändra på villkoren i sitt erbjudande. Den första budgivaren kan också fatta beslut om att återkalla sitt erbjudande innan tidsfristen för det konkurrerande erbjudandet går ut. Den här rättigheten har begränsats till frivilliga erbjudanden; ett obligatoriskt uppköpserbjudande grundar sig på en lagstadgad skyldighet och ett obligatoriskt uppköpserbjudande kan därför inte återkallas. Värdepappersmarknadslagen innehåller även bestämmelser om hur ändringar i och återkallandet av det första uppköpserbjudandet skall offentliggöras samt Finansinspektionens möjligheter att i vissa situationer besluta om förlängning av tiden för det första uppköpserbjudandet.

I en situation med ett konkurrerande uppköpserbjudande har enligt värdepappersmarknadslagen 6:8 de innehavare av målbolagets värdepapper som redan har godkänt det första erbjudandet rätt att återkalla sin accept av det första erbjudandet under den tid det första erbjudandet är i kraft.

(d) Insiderfrågor

Beroende på i vilket skede beredningen av erbjudandet är, kan information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande utgöra insiderinformation innan det konkurrerande erbjudandet offentliggörs. Målbolagets styrelse är skyldig att förvalta insiderinformationen och se till att den bevaras konfidentiell på det sätt som processen för uppköpserbjudanden kräver (se närmare rekommendation 10 "Hantering av insiderfrågor" om insiderfrågorna).

Om den som lämnar det första erbjudandet före offentliggörandet av det konkurrerande erbjudandet får uppgifter om ett kommande konkurrerande erbjudande kommer den första budgivaren att omfattas av insiderbestämmelserna. Uppgifterna om ett konkurrerande erbjudande hindrar dock inte den första budgivaren att realisera sitt redan publicerade erbjudande i enlighet med villkoren i erbjudandet. Då villkoren i erbjudandet i ett dylikt fall har gjorts upp och offentliggjorts redan innan den första budgivaren fick insiderinformationen (det vill säga uppgifter om ett kommande, konkurrerande erbjudande), begränsar sådana uppgifter inte budgivarens rätt att förvärva målbolagets värdepapper i enlighet med villkoren i erbjudandet (se VPL 5:2.5). Uppgifterna om ett konkurrerande erbjudande hindrar dock förvärv av målbolagets värdepapper utanför det offentliga uppköpserbjudandet.

5. ARRANGEMANG KRING ERBJUDANDET

REKOMMENDATION 15 - ARRANGEMANG MELLAN BUDGIVAREN OCH MÅLBOLAGETS BETYDANDE AKTIEÄGARE

Inledning

Ofta är ett av villkoren för att ett offentligt uppköpserbjudande skall genomföras att man uppnår en viss ägoandel i målbolaget. I samband med beredningen av erbjudandet kan det hända att budgivaren strävar efter att kartlägga förutsättningarna för att erbjudandet skall genomföras genom att diskutera direkt med de mest betydande aktieägarna i bolaget. Budgivaren kan också be de mest betydande aktieägarna om en förbindelse att de godkänner det kommande erbjudandet eller köpa upp aktierna av vissa, betydande aktieägare redan innan erbjudandet offentliggörs. För att skydda investerarna är det viktigt att arrangemang av det här slaget inte kränker kravet på en likställd behandling av aktieägarna.

Rekommendation 15

Budgivaren kan förhandla och komma överens om det föreslagna offentliga uppköpserbjudandet med de mest betydande aktieägarna i målbolaget innan erbjudandet offentliggörs. Budgivaren kan också komma överens om att köpa aktierna i målbolaget av vissa aktieägare redan innan erbjudandet offentliggörs eller inhämta en förbindelse att aktieägarna kommer att godkänna erbjudandet. Alla innehavare av de värdepapper som erbjudandet gäller skall dock behandlas likvärdigt i det egentliga offentliga uppköpserbjudandet. I samband med att erbjudandet offentliggörs skall budgivaren publicera uppgifter om det ovan nämnda förfarandet.

Vid förhandlingarna med de aktieägare som avses ovan skall budgivaren ombesörja att sekretessaspekterna beaktas samt att insiderinformationen förvaltas på ett sakligt sätt.

Motiveringar

(a) Aktieägarnas förbindelse att godkänna ett kommande offentligt uppköpserbjudande

Enligt 6:2 i värdepappersmarknadslagen får budgivaren inte behandla innehavarna av målbolagets värdepapper olikvärdigt. I övrigt begränsar varken värdepappersmarknadslagen eller aktiebolagslagen budgivarens möjligheter att diskutera ett kommande erbjudande på förhand med några av målbolagets aktieägare. Om man enbart diskuterar frågan med

några av målbolagets aktieägare betyder detta i allmänhet inte att aktieägarna skulle ha blivit ojämlikt bemötta, förutsatt att villkoren i det egentliga erbjudandet är lika för alla värdepapper av samma slag.

En förbindelse, som några aktieägare har gett på förhand, att de kommer att godkänna det kommande erbjudandet försätter inte heller värdepappersinnehavarna i ojämlik ställning förutsatt att dessa aktieägare inte på ett eller annat sätt får ett högre vederlag än de övriga innehavarna av värdepapper i bolaget. Det finns inga hinder för att vissa aktieägare frivilligt förbinder sig till stramare eller mindre förmånliga villkor än de övriga värdepappersinnehavarna.

Då aktieägaren förbinder sig att godkänna det kommande erbjudandet är det fråga om ett avtalsrättsligt arrangemang mellan budgivaren och den aktuella aktieägaren, vilket inte omfattas av själva uppköpserbjudandet. Genom detta arrangemang har aktieägaren om den så önskar rätt att avstå från sina rättigheter enligt värdepappersmarknadslagen, till exempel aktieägarens rätt enligt värdepappersmarknadslagen 6:8.2 i samband med konkurrerande erbjudanden återkalla sin accept av det första erbjudandet under det första erbjudandets giltighetstid.

För frågor kring offentliggörande och flaggning av sådana förbindelser som aktieägare ingår, se rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet", värdepappersmarknadslagens flaggningsregler (VPL 2:9) samt Finansinspektionens standard 5.2b.

(b) Affärer i förväg

Värdepappersmarknadslagens krav på ett jämlikt bemötande av aktieägarna hindrar inte budgivaren att med en eller flera aktieägare ingå ett separat avtal om förvärv av deras aktier redan innan erbjudandet till de övriga aktieägarna offentliggörs. Sådana köp som görs i förväg kan dock under de förutsättningar som anges i värdepappersmarknadslagen påverka beloppet av det vederlag som erbjuds i det kommande erbjudandet eller vid ett eventuellt obligatoriskt uppköpserbjudande; det vederlag som erbjuds i uppköpserbjudande skall till sitt värde vara minst lika stort som det vederlag som har erlagts vid de köp som har gjorts i förväg med beaktande av eventuella övriga förmåner som utöver vederlaget har erbjudits vid dessa köp (se VPL 6:11-12 samt rekommendation 16 "Uppköp av målbolagets aktier på marknaden innan anbuds-tiden börjar").

Om budgivaren betalar de aktier som man har köpt upp i förväg med till exempel egna aktier betyder det i allmänhet inte att vederlaget som erbjuds i uppköpserbjudandet skall vara detsamma för att aktieägarna skall behandlas jämlikt. Utgångspunkten är alltså att budgivaren kan erbjuda till exempel enbart kontanter som vederlag i erbjudandet. Enligt Finansinspektionens standard 5.2c förutsätter detta dock att man som helhet kan anse att den affär som har gjorts i förväg utgör en transaktion klart fristående från erbjudandet. Om budgivaren genom förvärv i förväg har köpt minst fem

procent av målbolagets röstetal kontant, skall kontantvederlag åtminstone vara ett av alternativen i erbjudandet (se VPL 6:12). Budgivaren behöver inte betala ut någon ränta eller annan gottgörelse till de övriga aktieägarna för att vissa aktieägare genom att ingå affärer i förväg har fått vederlaget för sina aktier tidigare än de övriga aktieägarna.

För frågor kring offentliggörande och flaggning av förbindelser som aktieägare ingår, se rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet", värdepappersmarknadslagens flaggningsregler (VPL 2:9) samt Finansinspektionens standard 5.2b.

(c) Målbolagets styrelses ställning i samband med aktieägararrangemang

Aktieägarens eventuella förbindelse att godkänna ett kommande erbjudande liksom även i fråga om förhandsköp av en aktieägares aktier utgör arrangemang mellan en aktieägare och budgivaren. Om målbolagets styrelse får information om ett sådant arrangemang skall styrelsen dock sträva efter att undersöka saken och beakta arrangemanget vid bedömningen av erbjudandet och bolagets övriga alternativ (se rekommendation 3 "Bedömning av alternativ för bolaget"). Förhandsaffärerna eller förbindelser från betydande aktieägare i bolaget att de kommer att godkänna det kommande erbjudandet kan förbättra möjligheterna att erbjudandet förverkligas och på det sättet påverka den bedömning av erbjudandet som styrelsen gör.

Eventuella diskussioner mellan målbolagets styrelse och bolagets betydande aktieägare har behandlats i rekommendation 4 "Diskussioner med betydande aktieägare".

De situationer där en styrelseledamot i målbolaget eller ett samfund som står bakom styrelseledamoten är en av parterna till förhandsaffärerna eller är en av dem som godkänner erbjudandet på förhand har granskats separat i rekommendation 7 "Jäv och styrelseledamöternas övriga intressen i erbjudande".

(d) Sekretess- och insiderfrågor

Enligt Finansinspektionens standard 5.2b hindrar värdepappersmarknadslagens förbud att röja insiderinformation i allmänhet inte röjande av insiderinformation till motparten och motpartens rådgivare i förhandlingssituationer (tex. vid företagsarrangemang). Om man röjer uppgifter om ett eventuellt uppköpserbjudande till någon aktieägare i en situation där avsikten är att få aktieägaren att förbinda sig att godkänna ett kommande erbjudande eller köpa de aktier som den aktuella aktieägaren innehar kan detta anses vara en sådan förhandlingssituation som avses i Finansinspektionens standard.

Vid diskussioner mellan budgivaren och aktieägarna bör man beakta att de aktieägare som har fått information om ett eventuellt erbjudande kan komma att omfattas av insiderbestämmelserna. Beroende på omständigheterna kan

eventuella förhandsaffärer mellan budgivaren och vissa aktieägare aktualisera även andra insiderfrågor, som bör övervägas nog.

För att undvika att information eventuellt läcker ut skall budgivaren vid diskussionerna med aktieägarna på ett sakligt sätt sköta hanteringen av sekretessfrågorna och insiderinformationen.

REKOMMENDATION 16 - UPPKÖP AV MÅLBOLAGETS AKTIER PÅ MARKNADEN INNAN ANBUDSTIDEN BÖRJAR

Inledning

Budgivaren kan också sträva efter att köpa upp målbolagets värdepapper direkt på marknaden innan budgivaren har fattat beslut om att göra ett offentligt uppköpserbjudande och har offentliggjort sitt beslut i enlighet med bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen (VPL 6:3). Avsikten med värdepappersuppköpen är i allmänhet att förbättra förutsättningarna för att det kommande erbjudandet förverkligas. En förutsättning för att budgivaren skall kunna köpa upp värdepappren är att budgivaren inte har insiderinformation om målbolaget eller dess värdepapper. Uppköp av målbolagets värdepapper innan erbjudandet offentliggörs kan påverka storleken och formen på det vederlag som skall erbjudas. Eventuella uppköp av värdepapper bör även offentliggöras enligt de så kallade flaggningsreglerna. I övrigt finns det inga uttryckliga bestämmelser om detta i värdepappersmarknadslagen.

Rekommendation 16

Innan ett offentligt uppköpserbjudande offentliggörs kan budgivaren endast köpa upp målbolagets värdepapper på marknaden inom de gränser som insiderbestämmelserna möjliggör.

Motiveringar

Missbruk av insiderinformation är kriminaliserat i strafflagen (se strafflagen 51:1-2). I värdepappersmarknadslagen finns dessutom ett allmänt förbud om användning av insiderinformation i värdepappershandeln (se AML 5:2). I motiveringarna till den värdepappersmarknadslag som tidigare gällde fanns det dock ett konstaterande att en fysisk persons opublicerade information om sitt eget beslut inte utgör insiderinformation. Detta skulle därmed gälla en budgivares kännedom om ett offentligt uppköpserbjudande innan budgivaren har fattat beslut om erbjudandet eller offentliggjort det (se RP 318/1992, sida 35) och inga ändringar har skett i omständigheterna efter detta. Motsvarande ståndpunkt tillämpas också i andra länder.

I allmänhet har det ansetts att budgivarens kännedom om att budgivaren själv har för avsikt att göra ett offentligt uppköpserbjudande inte hindrar uppköp av målbolagets värdepapper för budgivarens räkning innan erbjudandet offentliggörs. Däremot kan inte fysiska personer som arbetar för budgivaren eller på något annat sätt är medvetna om erbjudandet köpa upp målbolagets värdepapper för sin egen räkning eller någon annan än budgivarens räkning utan att göra sig skyldiga till förbjuden användning av insiderinformation.

Situationen kan dock bedömas på ett annat sätt om budgivaren har inlett diskussioner om uppköpserbjudandet med målbolagets styrelse eller betydande aktieägare i målbolaget och fått en positiv respons från dem. Om till exempel betydande aktieägare i målbolaget har meddelat att de preliminärt är intresserade av att godkänna ett eventuellt erbjudande till det pris som budgivaren anger eller om målbolagets styrelse har meddelat att man överväger att rekommendera erbjudandet, är uppgifterna om sådana diskussioner ägnade att öka sannolikheten för att erbjudandet förverkligas. Ju säkrare budgivaren är beträffande hur de betydande aktieägarna i målbolaget eller målbolagets styrelse ställer sig till erbjudandet desto närmare ligger uppgifterna sådan information som hindrar budgivaren att köpa upp målbolagets värdepapper innan erbjudandet offentliggörs.

Om budgivaren i övrigt har insiderinformation om målbolaget eller dess värdepapper (t.ex. uppgifter om insiderprojekt i bolaget som har framkommit vid en due diligence -granskning), kan budgivaren inte köpa upp målbolagets värdepapper och inte göra ett erbjudande förrän uppgifterna i fråga har offentliggjorts.

Förvärv av målbolagets värdepapper innan erbjudandet offentliggörs kan påverka prissättningen av det kommande erbjudandet. Finansinspektionens standard 5.2c innehåller tolkningar gällande vederlaget i erbjudandet samt i vilka situationer och på vilka grunder man kan eller skall avvika från prissättningen enligt värdepappersmarknadslagens huvudregel.

För frågor kring offentliggörande och flaggning av förvärv av värdepapper innan erbjudandet offentliggörs, se rekommendation 18 "Offentliggörande av erbjudandet", värdepappersmarknadslagens flaggningsregler (VPL 2:9) samt Finansinspektionens standard 5.2b.

REKOMMENDATION 17 - UPPKÖP AV MÅLBOLAGETS AKTIER UNDER ANBUDSTIDEN OCH EFTER ANBUDSTIDEN

Inledning

Efter det att ett offentligt uppköpserbjudande har offentliggjorts säljer värdepappersinnehavarna i många fall sina vär-

depapper på börsen. För en budgivare, som strävar efter att köpa upp hela målbolaget, är det viktigt att kunna förvärva de värdepapper som är till salu. Det händer ofta att budgivaren erbjuds större poster av målbolagets värdepapper direkt.

Rekommendation 17

Budgivaren kan vid de tidpunkter som budgivaren själv bestämmer eller därefter förvärva de värdepapper som omfattas av erbjudandet även utanför det offentliga uppköpserbudandet. Då budgivaren förvärvar värdepappren skall budgivaren behandla samtliga innehavare av de värdepapper som erbjudandet gäller jämlikt.

Motiveringar

Efter det att erbjudandet har offentliggjorts kan budgivaren innan anbudstiden börjar och under anbudstiden även förvärva de värdepapper som omfattas av erbjudandet utanför det offentliga uppköpserbudandet, till exempel via den ordinarie handeln på börsen. Budgivaren kan själv besluta om förvärvstidpunkten och kan om budgivaren så önskar avbryta eller helt upphöra med förvärvet. Eventuell tillgång till insiderinformation hindrar dock budgivaren från att göra förvärv. Se rekommendation 12 "Due diligence -granskning av målbolaget" punkt e) "Insiderfrågor".

Budgivaren kan förvärva de värdepapper som omfattas av erbjudandet också som blockaffärer på börsen eller genom affärer utanför börsen.

Under anbudstiden eller under nio (9) månader från det att erbjudandet slutfördes kan budgivaren inte utanför erbjudandet förvärva de värdepapper som omfattas av erbjudandet till ett högre pris än vederlaget i erbjudandet utan att höja vederlaget i uppköpserbudandet eller betala gottgörelse (se VPL 6:13).

Innan budgivaren börjar förvärva värdepapper skall budgivaren informera om sin avsikt att förvärva värdepapper utanför det offentliga uppköpserbudandet. Informationen kan inkluderas bland de övriga meddelandena om erbjudandet.

6. ERBJUDANDE OCH DESS VILLKOR

REKOMMENDATION 18 - OFFENTLIGGÖRANDE AV ERBJUDANDET

Inledning

Offentliggörande av uppgifter om ett offentligt uppköpserbudande kan ha en betydande effekt på kursen för målbolagets värdepapper. Likaså kan uppgifterna om ett offentligt uppköpserbudande påverka målbolagets affärsverksamhet. För att marknaden skall fungera på ett tillförlitligt sätt är det viktigt att budgivaren publicerar de faktorer som påverkar bedömningen av erbjudandet vid rätt tidpunkt och i tillräcklig omfattning.

Rekommendation 18

I meddelanden rörande det offentliga uppköpserbudandet skall budgivaren publicera sådana väsentliga faktorer om erbjudandet och dess förmånlighet som budgivaren känner till. Utöver de uppgifter som krävs enligt värdepappersmarknadslagen kan följande faktorer anses höra till denna kategori:

- uppgifter om budgivaren;
- uppgifter om värdepapper som omfattas av erbjudandet och som budgivaren äger eller på annat sätt förvaltar;
- budgivarens andel av målbolagets aktiekapital och röstetalet i målbolaget;
- de värdepapper som erbjudandet gäller;
- de viktigaste villkoren i erbjudandet, inklusive vederlaget för erbjudandet, erbjuden premie i förhållande till målbolagets marknadsvärde samt principerna för uträkning av premien;
- uppgifter om finansiering som krävs eller övriga arrangemang som krävs i anknytning till vederlaget; uppgifter om de centrala villkoren för genomförande av erbjudandet;
- uppgifter om vilka av budgivarens aktieägare som har meddelat att de stöder eventuella åtgärder som behöver vidtas på budgivarens bolagsstämma för att erbjudandet skall kunna genomföras;
- uppgift om hur stor andel av aktieägarna som har förbundit sig (villkorligt eller ovillkorligt) att godkänna erbjudandet och hur stor andel som annars har meddelat att de understöder erbjudandet;

- uppgifter om övriga arrangemang i anknytning till erbjudandet mellan budgivaren och innehavarna av de värdepapper som erbjudandet gäller;

- uppgifter om orsaken till erbjudandet;

- om budgivarens värdepapper erbjuds som vederlag för erbjudandet, uppgifter om hur erbjudandet och det utbetalda vederlaget påverkar budgivarens affärsverksamhet, resultat och ekonomiska ställning (effekten per aktie, om möjligt);

- en uppskattning om när erbjudandehandlingen offentliggörs;

- uppgifter om vilka myndighetstillstånd som behövs; och

- en uppskattning av hur länge processen för uppköpserbjudandet kommer att ta och genomförandet av åtgärderna i anknytning till erbjudandet eller uppgift om varför budgivaren inte kan göra denna uppskattning.

Dessutom skall budgivaren redogöra för hur budgivaren har försäkrat sig om att denna har de nödvändiga förutsättningarna för att genomföra erbjudandet. Om det finns några speciella osäkerhetsfaktorer, som kan påverka genomförandet av erbjudandet, skall detta särskilt omnämnas.

Motiveringar

(a) Tidpunkt för offentliggörandet

Budgivaren skall publicera uppgifterna om ett offentligt uppköpserbjudande genast då budgivaren har fattat beslut om erbjudandet. Enligt värdepappersmarknadslagen skall ett beslut om offentligt uppköpserbjudande offentliggöras omedelbart och tillkännages det bolag som har emitterat de värdepapper som erbjudandet avser (målbolaget), den som ordnar den offentliga handeln och Finansinspektionen. Efter offentliggörandet skall beslutet utan dröjsmål tillkännages en företrädare för de anställda eller, om det inte finns någon företrädare, de anställda i målbolaget och det företag som gett erbjudandet (se VPL 6:3.1-2 och Finansinspektionens standard 5.2c).

I vissa fall kan det finnas ett särskilt behov att informera om ett planerat offentligt uppköpserbjudande, som man dock inte ännu har fattat beslut om. Även om det inte ännu är säkert att erbjudandet kommer att göras kan redan det faktum att man planerar ett offentligt uppköpserbjudande påverka både kursen på målbolagets aktier och bolagets affärsverksamhet. Därför skall man då man informerar om planerna på ett offentligt uppköpserbjudande i den utsträckning det är

tillämpligt följa samma principer som vid offentliggörande av ett beslut om ett offentligt uppköpserbjudande. Detta betyder att man också skall redogöra för osäkerhetsfaktorerna kring planerna på ett uppköpserbjudande och deras förverkligande. Budgivaren skall i synnerhet sörja för att det inte uppstår sådana snedvridningar på marknaden för målbolagets aktier som gör att kursen på värdepappren stiger eller sjunker på ett konstgjort sätt och den normala verksamheten på marknaden störs. Se även Finansinspektionens standard 5.2c om detta.

Man får inte heller undvika skyldigheten att offentliggöra ett beslut om ett offentligt uppköpserbjudande till exempel genom att konstgjort skjuta på det formella beslutet om erbjudandet. I dessa situationer är målbolaget i vilket fall som helst skyldigt att uppfylla sin informationsplikt i den utsträckning som värdepappersmarknadslagen och börsens regler kräver.

(b) Uppgifter som lämnas vid offentliggörandet

Enligt värdepappersmarknadslagen skall man vid offentliggörande av ett offentligt uppköpserbjudande nämna vilken mängd värdepapper erbjudandet avser, giltighetstiden och det vederlag som erbjuds samt övriga väsentliga villkor för genomförandet av anbudet. Av offentliggörandet skall även framgå vad som skall göras om de antagande svaren omfattar flera värdepapper än vad anbudet har avsett. (se VPL 6:3.3).

För att prisbildningen för de värdepapper som erbjudandet gäller inte skall störas är det viktigt att man i samband med offentliggörandet av erbjudandet offentliggör alla de faktorer som är väsentliga med avseende på bedömningen av hur förmånligt erbjudandet är, som kan påverka värdepapprets värde och som budgivaren känner till.

REKOMMENDATION 19 – ERBJUDANDETS BINDANDE VERKAN OCH VILLKOR

Inledning

För budgivaren kan det vara viktigt att ställa upp villkor för att erbjudandet skall genomföras och värdepappersmarknadslagen hänvisar också till villkor som har ställts upp för erbjudandet (se VPL 6:3). Väsentliga villkor utgör bland annat de myndighetstillstånd som krävs och villkoren för dessa, att en viss ägarandel uppnås genom erbjudandet eller viktiga uppgifter eller ändringar som gäller målbolaget. Eftersom det offentliga uppköpserbjudandet å andra sidan även har en stor betydelse för målbolaget och dess aktieägare, skall villkoren i erbjudandet och de uppgifter som lämnas om villkoren vara klara och entydiga.

Rekommendation 19

Samtliga innehavare av de värdepapper som erbjudandet gäller skall bemötas lika i det offentliga uppköpserbjudandet. Då beslutet om erbjudandet har offentliggjorts är budgivaren skyldig att lämna ett erbjudande. Efter det kan erbjudandet inte återtogs. Budgivaren kan dock ställa villkor för genomförandet av erbjudandet. Villkoren skall vara sådana att det tydligt går att konstatera om de har uppfyllts eller inte. Villkoren får inte vara sådana att budgivaren i själva verket fritt kan avgöra om erbjudandet skall genomföras eller inte. Om man hänvisar till ett villkor som har ställts för att erbjudandet skall genomföras krävs det dessutom att det faktum att villkoret inte har uppfyllts har väsentlig betydelse för budgivaren med hänsyn till det planerade företagsköpet.

Motiveringar

(a) Jämlikt erbjudande

Enligt värdepappersmarknadslagen 6:2 får den som lämnar ett offentligt uppköpserbudande inte behandla innehavarna av målbolagets värdepapper olikvärdigt. Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen förutsätter kravet på opartiskt bemötande att ett uppköpserbudande gällande samma slag av värdepapper inte får riktas till en viss ägare med villkor som skiljer sig från de villkor som erbjuds de övriga ägarna. I vissa situationer är det dock möjligt att man har kommit överens om vederlaget och villkoren för accept med de aktieägare som har gett en förhandsförbindelse eller att budgivaren på förhand köper vissa aktieägares aktier.

Kravet på ett jämlikt erbjudande förutsätter att det erbjudna vederlaget till sin storlek och till sin kvalitet är identiskt för värdepapper av samma slag. Vederlaget kan dock delvis betalas kontant och i form av värdepapper förutsatt att det finns en välmotiverad orsak till detta. Budgivaren kan till exempel betala ett kontant vederlag till varje aktieägare för ett visst antal värdepapper och värdepapper som vederlag för den överskjutande delen.

Enligt motiveringarna till värdepappersmarknadslagen skall erbjudanden för olika värdepappersslag stå i ett rimligt och rättvist förhållande sinsemellan eller i förhållande till varandra. Värdena på olika värdepappersslag kan dock avvika från varandra och de kan ha olika marknadsvärden. I så fall är det klart att det vederlag som erbjuds för olika värdepappersslag kan avvika från varandra. Detta kan till exempel påverkas av rösträtten eller rätten till dividend som är förknippad med olika värdepapper.

Ett visst slag av vederlag kan vara ett alternativ förutsatt att man inte på detta sätt uttryckligen strävar efter att skapa ojämlikhet mellan aktieägarna. Budgivaren kan till exempel erbjuda innehavarna av de värdepapper som erbjudandet

gäller en möjlighet att välja mellan kontant vederlag eller olika typer av vederlag i form av värdepapper. Värdepappersmarknadslagen kräver inte att olika slag av alternativa vederlag som erbjuds skall vara värda lika mycket. Som exempel kan nämnas att kursen eller ett annat pris för ett vederlag i form av värdepapper inte behöver motsvara det penningvederlag som erbjuds som alternativ. Godkännande av värdepappret som vederlag inbegriper en förväntning av framtida värdeökning men även en risk för värdesänkning i framtiden.

Beskattningen med anledning av erbjudandet eller övriga effekter av olika bestämmelser kan variera för olika innehavare av värdepapper. Detta kan dock inte anses ha någon betydelse vid bedömningen av jämlikheten i erbjudandet, om erbjudandet inte strävar efter en ojämlig behandling av värdepappersinnehavarna.

I allmänhet skall alla innehavarna av ett visst värdepappersslag omfattas av erbjudandet. Om man blev tvungen att leverera erbjudandehandlingarna till värdepappersinnehavare med hemort eller adress utanför Finlands gränser skulle detta dock i vissa fall kunna förutsätta att det aktuella landets lagstiftning (speciellt värdepappersmarknadslagstiftningen) eller andra specialbestämmelser följs. Detta kan orsaka betydande extra kostnader för budgivaren och i vissa situationer kan det kräva oskäliga utredningar eller åtgärder. För att kravet på att erbjudandet är lika för alla skall uppfyllas bör det kunna anses tillräckligt att erbjudandehandlingarna finns tillgängliga på det sätt som förutsätts i värdepappersmarknadslagen. I specialfall kan en jämlik behandling dock förutsätta att ett offentligt uppköpserbudande även utsträcks till sådana länder. Ett sådant specialfall kan uppstå till exempel om bolaget har arrangerat aktieemissioner till allmänheten i vissa länder. Specialfallen skall alltid bedömas från fall till fall.

Se även Finansinspektionens standard 5.2c om detta.

(b) Villkorligt erbjudande

Budgivaren kan ställa villkor för att erbjudande skall genomföras. På olika ställen i motiveringarna till värdepappersmarknadslagen finns det hänvisningar till villkorliga erbjudanden. I motiveringarna till lagen konstateras också att till exempel tillgången på finansiering kan avtalsvillkorligt (se rekommendation 1 "Försäkran att uppköpserbudandet kan genomföras"). För att kunna hänvisa till finansieringen som ett villkor krävs det att tillgången på finansiering uttryckligen har ställts som ett villkor för att erbjudandet skall kunna genomföras. Det finns inte några särskilda bestämmelser i lagstiftningen om vad eventuella övriga villkor får innehålla eller vilken typ av villkor som är tillåtna i offentliga uppköpserbudanden.

Ett villkor som ofta används i offentliga uppköpserbudanden är bland annat att budgivaren erhåller de myndighetstillstånd som behövs för att köpa upp målbolaget och att budgivaren ur affärsekonomiskt perspektiv kan godkänna villkoren i tillstånden. I synnerhet konkurrensmyndigheternas tillstånd spelar ofta en central roll för att erbjudandet skall kunna realiseras. För budgivaren är det ofta viktigt att man får hela

målbolaget i sin besittning och ett villkor för att erbjudandet skall genomföras är därför ofta att gränsen för inlösningsrätt, dvs. 90 procent, uppnås. Då erbjudandet dessutom görs utgående från den information som budgivaren har tillgång kan budgivaren förutsätta att det inte har skett några sådana väsentliga förändringar i målbolaget, som budgivaren inte har haft vetskap om eller som i övrigt väsentligt påverkar erbjudandet.

Om det offentliga uppköpserbjudandet realiserar i samförstånd med målbolagets styrelse är det möjligt att budgivaren och målbolaget gör upp ett separat avtal om samgående. Det kan vara viktigt för parterna att erbjudandet genomförs i enlighet med avtalet om samgående och endast i så fall att parterna fortfarande är i samförstånd då erbjudandet förverkligas. Detta betyder att ett villkor för att erbjudandet skall realiserar ofta också har varit att avtalet om samgående är i kraft.

Man kan dock inte ställa vilka villkor som helst för förverkligande av offentliga uppköpserbjudanden. Enligt general-klausulen 2:1 i värdepappersmarknadslagen får värdepapper bland annat inte förvärfas genom förfaranden som strider mot god sed eller annars är otillbörliga. Enligt 6:3 i värdepappersmarknadslagen skall budgivaren i samband med offentliggörandet av erbjudandet publicera uppgifterna om väsentliga villkor för genomförande av uppköpserbjudandet. Med bestämmelsen har man eftersträvat att uppfylla de krav som direktivet ställer på offentliggörande av uppköpserbjudande på sådant sätt att man tryggar att marknaden för värdepappren i målbolaget, budgivaren och övriga sådana bolag som påverkas av erbjudandet fungerar öppet och ärligt samt att man kan undvika offentliggörande och spridning av felaktiga och vilseledande uppgifter.

Med avseende på de uppgifter som ges i erbjudandehandlingen kräver värdepappersmarknadslagen att erbjudandehandlingen innehåller väsentliga och tillräckliga uppgifter för bedömningen av hur förmånligt erbjudandet är. Utgående från de givna bestämmelserna kan man anse att villkoren för att erbjudandet skall genomföras och uppgifterna om dessa villkor skall vara sådana att innehavarna av de värdepapper som erbjudandet gäller kan bedöma hur förmånligt erbjudandet är. I det här hänseendet är uppgifterna om möjligheterna för att erbjudandet genomförs väsentliga för att innehavaren skall kunna göra den nämnda bedömningen. Därför skall budgivaren ge sådana uppgifter om villkoren för erbjudandet att man vid behov tydligt kan konstatera om villkoren har uppfyllts eller inte. Villkoren i erbjudandet får inte vara sådana att det i praktiken står budgivaren fritt att avgöra om erbjudandet skall realiserar.

Se även Finansinspektionens standard 5.2c om detta.

(c) Återtagande av erbjudande

Det erbjudande som budgivaren har gett är bindande för budgivaren och erbjudandet får inte, med undantag för vissa situationer då lagen det tillåter, återtas efter det att erbjudan-

det har getts. Om budgivaren har ställt villkor för förverkligandet av erbjudandet, kan budgivaren dock i enlighet med dessa villkor besluta att inte genomföra erbjudandet.

Eftersom offentliggörandet av erbjudandet kan ha haft en betydande inverkan på värdet på målbolagets värdepapper och även på målbolagets affärsverksamhet kan det skada både målbolaget och dem som äger värdepapper i målbolaget om erbjudandet inte genomförs. Därför är det viktigt att de villkor som har uppställts för genomförande av erbjudandet är så entydigt formulerade att man klart kan konstatera om de inte har uppfyllts. En hänvisning till att ett villkor för att erbjudandet skall genomföras inte har uppfyllts förutsätter också att det faktum att villkoret inte uppfyllts har stor betydelse för budgivaren med hänsyn till det planerade företagsköpet. Budgivaren skall i den utsträckning som det är möjligt sträva efter att påverka att de villkor som har uppställts för genomförande av erbjudandet uppfylls.

Budgivaren kan återta sitt erbjudande om budgivaren till exempel har satt upp som villkor att en viss ägarandel i målbolaget skall uppnås för att erbjudandet skall genomföras eller att målbolagets bolagsstämma fattar ett visst beslut och det är klart att ett sådant villkor inte kommer att uppfyllas. Om due diligence -granskning i målbolaget är ett villkor för att erbjudandet skall genomföras kan budgivaren inte hänvisa till due diligence villkoret beträffande sådana faktorer som budgivaren kände till redan då erbjudandet gavs. Man kan endast hänvisa till detta villkor om en due diligence -granskning som utförs efter offentliggörandet av erbjudandet avslöjar sådana faktorer som budgivaren inte har känt till då villkoren för det offentliga erbjudandet ställdes upp och dessa har stor betydelse för budgivaren med avseende på företagsköpet. Om budgivaren har ställt andra villkor för genomförande av erbjudandet och det är klart att något av dessa villkor inte kommer att uppfyllas skall budgivaren omsorgsfullt bedöma om det faktum att villkoret inte uppfylls har sådan betydelse för budgivaren med avseende på det planerade företagsköpet att det finns grund för att lämna erbjudandet ogenomfört.

Om budgivaren beslutar sig för att hänvisa till ett villkor för genomförande av erbjudandet och lämna erbjudandet ogenomfört skall grunderna för ett sådant beslut offentliggöras i ett meddelande om detta (se närmare rekommendation 22 "Offentliggörande av resultatet av erbjudandet").

Enligt värdepappersmarknadslagen 6:8.3, får den första erbjudandegivaren bestämma att dess erbjudande förfaller i en situation med ett konkurrerande erbjudande. En närmare granskning av konkurrerande erbjudanden finns i rekommendation 14 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande".

Se även Finansinspektionens standard 5.2c om detta.

REKOMMENDATION 20 - ERBJUDANDETS GILTIGHETSTID

Inledning

Enligt värdepappersmarknadslagen 6:5 skall ett offentligt uppköpserbjudande vara i kraft i minst tre och högst tio veckor. Ett uppköpserbjudande får av särskilda skäl vara i kraft längre tid än tio veckor förutsatt att bedrivandet av målbolagets verksamhet inte försvåras under en längre tid än vad som är skäligt.

Recommendation 20

Om målbolagets styrelse inte har medverkat i beredningen av ett offentligt uppköpserbjudande är det önskvärt att budgivaren håller sitt erbjudande i kraft i minst fyra veckor.

Motiveringar

I de fall då målbolaget har medverkat vid beredningen av erbjudandet och målbolagets styrelse har gett sitt utlåtande om erbjudandet redan vid tidpunkten för offentliggörandet av uppköpserbjudandet kan den lagstadgade minimtiden på tre veckor vara tillräcklig för målbolagets styrelse och aktieägare. Om målbolagets styrelse inte har medverkat till erbjudandet före offentliggörandet skall styrelsen utan dröjsmål efter det att erbjudandet har offentliggjorts vidta de nödvändiga åtgärderna för att ge en motiverad bedömning av erbjudandet och övriga alternativ för bolaget samt för att kunna publicera sitt utlåtande om erbjudandet inom den tidsfrist som uppställs i värdepappersmarknadslagen (se VPL 6:6 samt rekommendation 8 "Målbolagets styrelses utlåtande om erbjudandet"). Vid behov kan målbolagets styrelse också sammankalla till bolagsstämma för behandling av erbjudandet (se VPL 6:5.2 samt rekommendation 21 "Bolagsstämmans beslut med anledning av erbjudandet"). För att målbolagets styrelse skall ha möjlighet att uppfylla sin omsorgsplikt då den bedömer situationen och då den ger sitt utlåtande om erbjudandet samt vid behov sammankalla bolagsstämman på det sätt som aktiebolagslagen kräver är det önskvärt att anbudstiden alltid är minst fyra veckor i de situationer där målbolagets styrelse inte har medverkat i beredningen av erbjudandet.

I villkoren för erbjudandet kan budgivaren göra en reservation för möjligheten att förlänga den ursprungliga anbudstiden eller avbryta anbudstiden i förtid. Värdepappersmarknadslagen behandlar även separat förlängning av anbudstiden i en situation med ett konkurrerande erbjudande samt Finansinspektionens möjlighet att förlänga anbudstiden i vissa situationer. Se närmare Finansinspektionens standard 5.2c för frågor kring acceptfristen.

REKOMMENDATION 21 - BOLAGSSTÄMMANS BESLUT MED ANLEDNING AV ERBJUDANDET

Inledning

Ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till målbolagets aktieägare och utgångspunkten är att uppköpserbjudandet inte förutsätter några beslut av vare sig bolaget eller målbolagets bolagsstämma. Ibland kan bolagsstämman dock behöva sammankallas för behandling av erbjudandet eller åtgärder som har vidtagits med anledning av erbjudandet. Se även rekommendation 9 "Styrelsens eventuella åtgärder med anledning av erbjudandet" om detta.

Avsikten med offentliga uppköpserbjudanden är som utgångspunkt att bestämmanderätten i målbolaget överförs. Bolagen kan dock med anledning av ett offentligt uppköpserbjudande vidta sådana åtgärder som kan påverka utfallet för det offentliga uppköpserbjudandet. Bolagets struktur kan också vara sådan att den redan i förväg påverkar användningen av beslutanderätten eller överföringen av beslutanderätten i bolaget och som på detta sätt även påverkar möjligheterna för det offentliga uppköpserbjudandet att förverkligas. De nämnda begränsningarna kan följa av bestämmelser i bolagsordningen, aktieägaravtal eller bolagets egna förbindelser.

Rekommendation 21

Bolagsstämman kan sammankallas för behandling av ett offentligt uppköpserbjudande och åtgärder som bör vidtas med anledning av erbjudandet. Om styrelsen föreslår ett sådant beslut för målbolagets bolagsstämma som kan äventyra genomförandet av erbjudandet, skall under beredningen särskild uppmärksamhet fästas vid att alla aktieägares intressen tillvaratas och att aktieägarna behandlas jämlikt.

I de situationer som avses i rekommendation 9 skall styrelsen i allmänhet sammankalla bolagsstämman.

Motiveringar

(a) Behov av bolagsstämma

Enligt värdepappersmarknadslagen 6:5.2 kan Finansinspektionen på ansökan av målbolaget och vid behov utan att höra budgivaren bestämma att uppköpserbjudandets giltighetstid skall förlängas för att ge målbolaget möjlighet att sammankalla bolagsstämma för att överväga uppköpserbjudandet. Budgivaren har dock till följd av en förlängning rätt att avstå från uppköpserbjudandet. Enligt motiveringarna till lagen är det viktigt att det finns tillräckligt mångsidiga medel tillgängliga för de aktieägare till vilka uppköpserbjudandet riktas för så mångsidig bedömning av erbjudandet som möj-

ligt. Behandlingen på bolagsstämman kan anses vara ett sådant instrument. Styrelsen kan alltså sammankalla bolagsstämman för behandling av erbjudandet om bolagsstämman förväntas fatta beslut i anknytning till erbjudandet eller styrelsen i övrigt anser det vara nödvändigt att bolagsstämman behandlar erbjudandet. Om styrelsen efter det att den har fått kännedom om ett kommande offentligt uppköpserbjudande har för avsikt att vidta åtgärder som kan äventyra erbjudandet eller genomförandet av erbjudandet skall den i allmänhet sammankalla bolagsstämman för behandling av de planerade åtgärderna. Se även rekommendation 9 "Styrelsens eventuella åtgärder med anledning av erbjudandet".

Budgivaren kan eventuellt ställa sådana villkor för genomförande av erbjudandet vars syfte är att begränsa målbolagets eller dess styrelses verksamhet. Erbjudandet kan till exempel innehålla ett villkor att målbolaget inte får dela ut dividend eller andra medel eller att målbolaget inte inleder några företagsarrangemang. Dessa villkor binder dock inte i sig målbolaget eller dess styrelse. Med anledning av sådana villkor kan styrelsen dock finna det nödvändigt att sammankalla bolagsstämman för att ta ställning till de åtgärder som villkoren gäller.

I vissa fall förutsätter villkoren i erbjudandet att bolagsstämman fattar beslut. Budgivaren kan till exempel förutsätta en ändring av bolagsordningen för att erbjudandet skall genomföras (till exempel att en röstbegränsnings- eller inlösningsklausul avlägsnas). Då målbolagets styrelse medverkar till erbjudandet går det lätt att sammankalla bolagsstämman. Om styrelsen motsätter sig erbjudandet är den kanske inte beredd att sammankalla bolagsstämman för behandling av det beslut som förutsätts i villkoren. Med beaktande av aktiebolagslagens omsorgsplikt kan styrelsen vid ett uppköpserbjudande vara skyldig att vidta sådana åtgärder som behövs för att åstadkomma ett så bra erbjudande som möjligt. Denna skyldighet kan även utsträcka sig till att styrelsen sammankallar bolagsstämman.

I allmänhet skall bolagsstämman även sammankallas för behandling av övriga åtgärder som styrelsen anser vara befogade med anledning av erbjudandet. Om målbolagets styrelse inte anser erbjudandet vara förmånligt för bolagets aktieägare kan det hända att styrelsen vidtar åtgärder för att åstadkomma ett konkurrerande erbjudande eller andra, alternativa arrangemang. Sådana projekt kan inkludera åtgärder som förutsätter bolagsstämmans beslut eller så kan åtgärderna i övrigt vara av det slaget att det ur aktieägarnas synvinkel är skäl att sammankalla bolagsstämman för behandling av det planerade arrangemanget.

(b) Åtgärder efter det att erbjudandet har offentliggjorts

Bolagsstämman kan även behandla åtgärder som är ägnade att förhindra genomförandet av det offentliga uppköpserbjudandet som omfattar värdepapper som bolaget emitterat. Sådana åtgärder kan vara till exempel en riktad emission eller försäljning av en betydande affärsverksamhet. Det kan

även föreslås att bolagets bolagsordning ändras så att den hindrar ett offentligt uppköpserbjudande.

Vid beslutsfattandet skall målbolagets bolagsstämma följa de allmänna principerna i aktiebolagslagen och i synnerhet bestämmelsen i aktiebolagslagens 1:7. Enligt denna får bolagsstämman inte fatta beslut eller företa någon annan åtgärd som är ägnad att ge en aktieägare eller någon annan en otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Beslut som fattas i syfte att hindra genomförandet av erbjudandet kan strida mot den ovannämnda lagparagrafen.

Enligt aktiebolagslagen 1:5 är syftet med bolagets verksamhet att bereda vinst åt aktieägarna. Försvarsåtgärder som strävar efter att hindra genomförandet av ett erbjudande utan att det föreligger affärsekonomiska grunder för åtgärderna är inte förenliga med aktiebolagets syfte och strider i regel mot aktiebolagslagen.

(c) Förebyggande åtgärder

Enligt värdepappersmarknadslagen skall bolagets styrelse i den verksamhetsberättelse som presenteras för den ordinarie bolagsstämman lämna uppgifter om sådana omständigheter som är ägnade att väsentligt påverka ett offentligt uppköpserbjudande som avser bolagets värdepapper. Till dessa faktorer räknas enligt finansministeriets förordning (538/2002) bland annat rättigheter och skyldigheter i anknytning till olika aktieslag, inlösnings- och samtyckesklausuler, aktieägaravtal, som kan begränsa överlåtelse av aktier eller värdepapper som berättigar till aktier eller rösträtten liksom även betydande avtal där bolaget är avtalspart och som träder i kraft eller ändras eller som upphör att gälla, om bestämmelserätten i bolaget förändras genom ett offentligt uppköpserbjudande.

Olika värdepappers- och aktieserier ger en möjlighet att på ett effektivt sätt utnyttja kapitalmarknaderna för finansiering av bolaget och praxis på marknaden kan förutsätta att till exempel finansieringsavtal inkluderar klausuler om överföring av bestämmelserätten (s.k. change of control -klausuler). Eftersom bestämmelserna som nämns här ovanför påverkar genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande bör man enligt värdepappersmarknadslagen inkludera tillräckligt detaljerad information om dessa i verksamhetsberättelsen, för att parterna på marknaden, inklusive potentiella budgivare, skall kunna bedöma förutsättningarna för överföring av bestämmelserätten i bolaget och hur dessa bestämmelser påverkar värdet på bolagets värdepapper.

REKOMMENDATION 22 - OFFENTLIGGÖRANDE AV RESULTATET AV ERBJUDANDET

Inledning

Efter anbudstidens utgång skall budgivaren utan dröjsmål offentliggöra resultatet av erbjudandet i enlighet med bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen. Om erbjudandet har varit villkorligt skall det samtidigt meddelas huruvida budgivaren genomför erbjudandet (VPL 6:9). Se även Finansinspektionens standard 5.2c om detta.

Rekommendation 22

Budgivaren skall i enlighet med värdepappersmarknadslagen 6:9 publicera information om resultatet av ett offentligt uppköpserbjudande utan dröjsmål efter det att antalet accepter av erbjudandet har räknats. Förutsatt att det är möjligt skall budgivaren samtidigt publicera ett eventuellt beslut om att inleda ett inlösningsförfarande enligt aktiebolagslagen eller bolagsordningen eller köpa upp mera av målbolagets värdepapper på marknaden.

Motiveringar

Då anbudstiden för uppköpserbjudandet har löpt ut är det viktigt för målbolaget och innehavarna av värdepapper i målbolaget att man så snabbt som möjligt får uppgifter om resultatet av erbjudandet. Enligt värdepappersmarknadslagen skall resultatet utan dröjsmål offentliggöras efter det att anbudstiden har löpt ut (se VPL 6:9). I praktiken betyder detta att offentliggörande av resultatet sker genast efter det att man har räknat hur många som har godkänt erbjudandet. Budgivaren kan först publicera ett preliminärt resultat (i allmänhet den första bankdagen efter det att anbudstiden har löpt ut) och sedan det slutliga resultatet för erbjudandet då resultatet har fastställts (i allmänhet 3-5 bankdagar från utgången av anbudstiden).

Om erbjudandet har innehållit villkor skall budgivaren samtidigt meddela om de villkor som ställdes för genomförande av erbjudandet har uppfyllts eller om budgivaren har för avsikt att avstå från något av de villkor som ställdes upp för erbjudandet och huruvida budgivaren har för avsikt att genomföra erbjudandet. Om budgivaren genomför erbjudandet skall budgivaren samtidigt meddela när man förväntar sig att betalningen kommer att ske till de värdepappersinnehavare som har godkänt erbjudandet.

Om budgivaren har fått mer än nio tiondelar (9/10) av målbolagets aktier och röster via det offentliga uppköpserbjudandet och budgivaren har fattat beslut om att inleda ett inlösnings-

förfarande i enlighet med aktiebolagslagen för inlösningsförfarande inkluderar i meddelandet om resultatet av erbjudandet (för inlösningsförfarande se rekommendation 23 "Inlösningsförfarande enligt aktiebolagslagen"). Om budgivaren har beslutat köpa upp ytterligare värdepapper i målbolaget på marknaden efter utgången av anbudstiden skall även information om dessa avsikter inkluderas i meddelandet om resultatet av erbjudandet.

Budgivarens meddelande om resultatet av erbjudandet skall även offentliggöras i ett börsmeddelande från målbolaget.

Se värdepappersmarknadslagens bestämmelser om flaggning (VPL 2:9) och Finansinspektionens standard 5.2b för frågor kring flaggning i anknytning till erbjudandet.

rekommenderas att budgivaren inleder inlösningsförfarandet genast då budgivaren har fått inlösningsrätt, förutsatt att budgivaren inte har en skyldighet att göra ett obligatoriskt uppköpserbjudande. I så fall minskar minoritetsaktieägarnas behov att kräva inlösen. En budgivare, som kräver inlösen av minoritetsaktieägarnas aktier kan sätta igång processen genom att anmäla detta till bolaget (ABL 18:1-2). Tvister gällande inlösningsrätten samt inlösningsprisets storlek vid inlösen enligt aktiebolagslagen avgörs genom skiljeförfarande. Däremot avgörs tvister som hänför sig till ett obligatoriskt uppköpserbjudande enligt värdepappersmarknadslagen, inklusive tvister kring vederlaget, av en allmän domstol.

REKOMMENDATION 24 - ÅTGÄRDER VID ÖVERTAGANDE

Inledning

I allmänhet har den som gör ett offentligt uppköpserbjudande för avsikt att överta hela aktiestocken och övriga värdepapper som berättigar till aktier i målbolaget samt avlägsna bolagets värdepapper från den allmänna handeln och integrera målbolagets affärsverksamhet eller vidta andra åtgärder för övertagande av målbolaget och dess affärsverksamhet. För att kunna sätta igång med de ovannämnda åtgärderna skall budgivaren ha fått de myndighetstillstånd som behövs för förvärv av målbolaget, inklusive tillstånd från konkurrensmyndigheterna. Åtgärderna vid övertagande får inte heller kränka minoritetsaktieägarnas rättigheter.

Rekommendation 24

Om budgivaren har för avsikt att sammanslå målbolaget med budgivaren genom fusion eller vidta andra motsvarande företagsarrangemang i målbolaget skall detta omnämnas då budgivaren publicerar sin plan för hur målbolagets verksamhet kommer att fortsätta. Då budgivaren har fått bestämmanderätten i målbolaget skall målbolagets styrelse försäkra sig om att man inte genom affärstransaktionerna ger budgivaren obefogade fördelar på målbolagets eller de övriga aktieägarnas bekostnad.

Motiveringar

Integreringsåtgärderna och övriga åtgärder i anknytning till övertagande genomförs ofta efter det att det offentliga uppköpserbjudandet har genomförts, då budgivaren har försäkrat sig om att man får målbolagets hela aktiestock i sin besittning. Det är dock möjligt att budgivaren och målbolaget har inbördes affärstransaktioner även då budgivaren inte äger hela aktiestocken i målbolaget. Målbolaget är dock ett fristående bolag i förhållande till budgivaren och målbolagets verksamhet skall alltid följa kraven i aktiebolagslagen. I

samband med uppköpserbjudande skall man speciellt fästa uppmärksamhet vid att affärstransaktioner mellan budgivaren och målbolaget uppfyller de krav som uppställs i de allmänna principerna i aktiebolagslagen. I synnerhet så länge budgivaren inte äger bolagets hela aktiestock skall man försäkra sig om att aktieägarna behandlas jämlit.

Ofta är ett villkor för att erbjudandet skall genomföras att budgivaren får tillgång till över nio tiondelar (9/10) av aktierna och av de röster som aktierna i målbolaget ger, för att budgivaren skall kunna lösa in minoritetsaktieägarnas aktier och förvalta målbolaget som ensam aktieägare. Det är dock möjligt att sammanslå målbolaget med budgivaren också i det fall då budgivaren inte har fått målbolagets hela aktiestock i sin besittning. Om budgivaren till exempel har fått över två tredjedelar (2/3) av de röster som aktierna i målbolaget ger, har budgivaren i allmänhet en tillräcklig majoritet för att fatta beslut om fusion av målbolaget med budgivaren. Budgivaren kan överväga fusion som en eventuell alternativ handlingsmodell i en situation där budgivaren inte får över nio tiondelar (9/10) av målbolagets aktier och röster som aktierna ger i sin besittning via det offentliga uppköpserbjudandet. Om budgivaren i en sådan situation har för avsikt att fusionera målbolaget med budgivaren skall uppgifterna om detta offentliggöras i erbjudandehandlingen. Om det är möjligt skall man också beskriva fusionsvederlagets belopp och typ i erbjudandehandlingen.

REKOMMENDATION 25 - BESTÄMMELSER SOM GRUNDAR SIG PÅ MÅLBOLAGETS BOLAGSORDNING

Inledning

Förutom bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen kan även olika bestämmelser i målbolagets bolagsordning påverkar beredningen av, villkoren för och genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande.

Bolagsordningen för vissa finska börsbolag föreskriver en skyldighet för en aktieägare som uppnår en viss ägarandel i bolaget att inlösa de övriga aktierna i bolaget. I allmänhet är inlösningsgränsen en tredjedel (1/3) och hälften (1/2) av bolagets aktier eller av de röster som aktierna i målbolaget ger. En sådan bolagsordning innehåller i allmänhet detaljerade bestämmelser om inlösningspriset och de förfaranden som skall följas vid inlösen. Både inlösningspriset och förfarandena avviker i allmänhet från de motsvarande bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen. Detta orsakar diverse praktiska problem och leder till en separat erbjudandeprocess, som inte sammanfaller med det lagstadgade inlösningsförfarandet.

Ett börsbolag kan likaså inkludera bestämmelser som baserar sig på de så kallade frivilliga artiklarna i direktivet om uppköpserbjudanden i sin bolagsordning. Enligt direktivet

om uppköpserbjudande har medlemsstaterna rätt att avgöra om medlemsstaten inför bestämmelserna i artiklarna 9 och 11 i direktivet. Bestämmelserna i aktiebolagslagen kan redan som sådana anses uppfylla kraven i artikel 9. Med stöd av direktivet har målbolaget alltid en självständig möjlighet att ta i bruk dessa bestämmelser, om bolagsstämman fattar ett sådant beslut (Artikel 12(2)). Kommentarer b) och c) här nedanför försöker beskriva ett förfarande i enlighet med gällande lagstiftning och rekommendationer som ett finskt aktiebolag kunde följa om det på det sätt som avses i artikel 12(2) skulle vilja ta i bruk bestämmelserna i artiklarna 9 och 11 i uppköpsdirektivet.

Rekommendation 25

Styrelsen skall överväga om det är ändamålsenligt att införa bestämmelser i bolagsordningen om en separat på bolagsordningen baserad inlösningsplikt eller om man bör införa bestämmelser enligt uppköpsdirektivets artiklar 9 och 11 i bolagsordningen och vid behov lämna ett förslag om detta till bolagsstämman.

Motiveringar

(a) Inlösningsplikt utgående från bolagsordningen

Enligt de bestämmelser som tidigare gällde i värdepappersmarknadslagen var gränsen för antalet röster som ledde till skyldighet att göra ett uppköpserbjudande två tredjedelar (2/3) av rösterna i målbolaget. Eftersom den faktiska bestämmanderätten i ett börsbolag i allmänhet kan uppnås redan med ett betydligt lägre antal röster, ansågs inlösningsplikten utgående från bolagsordningen vara ett sätt att skydda bolagets minoritetsägare i de situationer där det bestämmande inflytandet i bolaget har koncentrerats till en viss aktör.

Enligt de bestämmelser som numera gäller enligt värdepappersmarknadslagen är en aktieägare skyldig att göra ett obligatoriskt uppköpserbjudande som omfattar samtliga aktier i bolaget och värdepapper som berättigar till aktier om aktieägarnas andel i bolaget ökar till över tre tiondelar (3/10) eller alternativt till över hälften (1/2) av rösterna i bolaget (se VPL 6:10). Gränsen för ett obligatoriskt uppköpserbjudande motsvarar alltså i hög grad de inlösningsgränser som har fastställts i bolagsordningarna. Detta minskar behovet att skriva in särskilda bestämmelser för inlösningsplikt i bolagsordningarna.

Värdepappersmarknadslagen innehåller ett undantag till budplikten i de situationer då gränsen för att ett erbjudande skall göras har uppnåtts genom förvärv av värdepappren via ett sådant offentligt uppköpserbjudande som har omfattat alla de aktier och värdepapper som berättigar till aktier som målbolaget har emitterat (se VPL 6:10). Denna princip följer bestämmelserna i direktivet om uppköpserbjudanden. De typiska bestämmelserna om inlösningsplikt som ingår i bolagsordningarna innehåller inte detta undantag. I bolags-

ordningen kan man alltså ha en bestämmelse om att inlösningsplikt uppstår även efter ett frivilligt uppköpserbjudande som omfattar alla värdepapper i målbolaget.

Den process som föranleds av bolagsordningen och som är separerad eller parallell med den lagstadgade processen orsakar praktiska problem och oklarheter inte minst därför att bestämmelserna om inlösningspriserna och förfarandena i bolagsordningen ofta avviker från motsvarande bestämmelser i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen. En inlösningsbestämmelse i bolagsordningen kan dessutom möjliggöra spekulativ handel på marknaden.

Till följd av de problem som inlösningsbestämmelserna i bolagsordningen orsakar har budgivarna i flera offentliga uppköpserbjudanden i Finland uppställt som villkor för det frivilliga uppköpserbjudandet att bestämmelsen om inlösningsplikten avlägsnas ur målbolagets bolagsordning med bolagsstämmans beslut innan äganderätten till de värdepapper som har erbjudits budgivaren övergår till budgivaren. Om erbjudandet har innehållit ett sådant villkor har målbolagets bolagsstämman i allmänhet fattat beslut om att avlägsna inlösningsklausulen i enlighet med villkoren i erbjudandet. I dessa fall har inlösningsbestämmelsen inte gett bolagets minoritetsägare det skydd som den ursprungligen var avsedd att ge.

Om man anser att en bestämmelse om inlösningsplikt behövs i bolagsordningen trots att värdepappersmarknadslagen innehåller bestämmelser om obligatoriska uppköpserbjudanden, är det önskvärt att bestämmelserna om prissättningen och förfarandena i bolagsordningen motsvarar bestämmelser i värdepappersmarknadslagen. Genom att bestämmelserna om förfarandena och prissättningen är enhetliga minskar de praktiska problem som har beskrivits tidigare i texten. Ett sådant förenhetligande förutsätter en ändring av bolagsordningen i de börsbolag som redan har sådana inlösningsklausuler. I praktiken kan det vara svårt att ändra eller avlägsna en existerande inlösningsklausul i bolagsordningen, om det i bolagsordningen finns ett speciellt högt krav på majoritetsbeslut för ändring eller avlägsnande av en sådan klausul.

Om inlösningsklausulen enligt bolagsordningen inte motsvarar bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen på det sätt som har beskrivits här ovanför och bestämmelserna i bolagsordningen till exempel leder till ett högre pris än bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen, skall budgivaren lämna två olika, eventuellt samtidigt gällande erbjudanden, det ena utgående från bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och det andra utgående från bestämmelserna i bolagsordningen. Budgivaren skall tydligt beskriva skillnaderna mellan erbjudanden i erbjudandehandlingarna eller i övrig dokumentation om erbjudanden. Värdepappersmarknadslagens bestämmelser om höjnings- och kompensationsplikt kan också i vissa fall bli tillämpliga på situationen (se VPL 6:13).

Om budgivaren enligt målbolagets bolagsordning blir inlösningspliktig, skall man i samband med inlösningsgrunder sig på bolagsordningen enligt Finansinspektionens standard 5.2c i tillämpliga delar följa bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden med beaktande av bestämmelserna i bolagsordningen.

(b) Bestämmelserna om försvarsåtgärder i artikel 9 i direktivet om uppköpserbjudanden

Enligt artikel 9 i direktivet om uppköpserbjudanden skall medlemsstaterna försäkra sig om att målbolagets styrelse- och ledningsorgan avhåller sig från skyddsåtgärder som kan äventyra genomförandet av erbjudandet, förutom i de fall då bolagsstämman har befullmäktigat styrelsen att vidta åtgärderna efter det att bolagets ledning har fått vetskap om erbjudandet. Bestämmelserna i aktiebolagslagen bör redan som sådana anses uppfylla kravet i artikel 9. Dessutom finns principerna i Finlands lagstiftning och direktivet beskrivna i rekommendation 9 "Styrelsens eventuella åtgärder med anledning av erbjudandet" i denna rekommendation. I ett aktiebolags bolagsordning kan man likaså fastställa att målbolagets styrelse eller ett annat ledningsorgan i målbolaget skall erhålla godkännande från bolagsstämman innan den genomför en åtgärd som kan försvåra ett genomförande av erbjudandet och särskilt innan den genomför en sådan aktieemission som kan leda till att budgivaren varaktigt hindras från att få kontroll över målbolaget. Bolagsordningen kan inkludera närmare bestämmelser om hur en sådan förpliktelse gäller.

(c) Genombrottsklausulen i artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden

Enligt den valfria artikeln 11 i direktivet om uppköpserbjudanden skall medlemsstaterna försäkra sig om att vissa begränsningar för rösträtt och överlåtelse av aktier inte tillämpas på budgivaren i ett offentligt uppköpserbjudande under anbudstiden eller då budgivaren genom erbjudandet har fått tillgång till minst tre fjärdedelar (3/4) av det röstberättigade kapitalet i bolaget. Enligt artikel 11 i direktivet kan man inte under anbudstiden hänvisa till sådana begränsningar om hur värdepappren kan överföras som hindrar budgivaren att förvärva målbolagets värdepapper. Likaså borde man under vissa omständigheter avlägsna sådana effekter av begränsningar i rösträtten, som hindrar innehavarna av målbolagets värdepapper att utöva sina rättigheter som hör till värdepappren i det fall då bolagsstämman fattar beslut om skyddsåtgärder efter det att meddelandet om ett offentligt uppköpserbjudande har inkommit. Sådana begränsningar är till exempel röstbegränsare, som begränsar rätten att vid bolagsstämman använda sig av den rösträtt som är knuten till aktierna, samt avtal mellan värdepappersinnehavarna, som har begränsat användningen av rösträtten eller möjligheten att överföra aktier och övriga värdepapper. De aktuella bestämmelserna i direktivet har inte införts i

Finlands lagstiftning. I Finland används inte heller den typ av bestämmelser i bolagsordningarna som avses i artikel 11.

I förarbetet till värdepappersmarknadslagen konstateras att bolagen enligt den gällande aktiebolagslagen har möjlighet att tillämpa bestämmelserna i artikel 11 på det sätt som förutsätts i direktivet. Enligt aktiebolagslagens bestämmelser om ändring av bolagsordningen kan man i bolagsordningen fastställa att olika antal röster per aktie eller en röstbegränsare som begränsar en aktieägares röstmängd och som baserar sig på bolagsordningen inte tillämpas under offentliga uppköpserbjudanden. Bestämmelserna i aktiebolagslagen 5:28 och 5:29 skall beaktas då man fattar beslut om bestämmelsen i bolagsordningen. Enligt aktiebolagslagen 5:28 skall man vid beslut om ändringar i bolagsordningen, som leder till att rättigheterna för ett helt aktieslag minskar, dessutom inhämta samtycke från de aktieägare som innehar majoriteten av det aktuella aktieslagets aktier samt understöd från de aktieägare som representerar minst två tredjedelar (2/3) av aktierna i det aktuella aktieslaget vid mötet.

Man kan inte ens med majoritetsbeslut kränka aktieägarnas jämlikhet. Även i detta fall bör man beakta vilken effekt beslutsfattande har på gängse värdet för de olika aktier som aktieägarna innehar. Om man avlägsnar rättigheter genom beslut som stöder sig på artikel 11, skall enligt direktivet skälig ersättning utgå till rättighetsinnehavarna för den förlust de lidit. I aktiebolagslagen finns inga särskilda bestämmelser om möjligheten att betala ut de nämnda ersättningarna och i den finska bolagspraxisen finns det fall där man i samband med sammanslagning av aktieserier har ersatt innehavarna av aktier med flera röster för den förlorade rösträtten till exempel med en riktad emission, men också fall där man inte har gett någon kompensation för sammanslagningen av aktieslagen. Det som kunde komma i fråga är en vederlagsfri, riktad emission, som är möjlig enligt aktiebolagslagen. I sådana fall kan man dock tillämpa de krav som gäller för beslutsprocessen i samband med sammanslagning av olika aktieslag.

Enligt direktivets 11 artikel skulle man i samband med ett offentligt uppköpserbjudande också kunna ingripa begränsningar i rösträtten eller begränsningar i hur värdepappren kan överföras som baserar sig på avtal mellan värdepappersinnehavare i målbolaget. Man skulle alltså för respektive bolag kunna fastställa att begränsningar i rösträtten som grundar sig på avtal mellan innehavarna av bolagets värdepapper eller begränsningar i rätten att överföra värdepapper inte i samband med ett uppköpserbjudande gäller i förhållande till budgivaren. Det är dock inte helt klart om bestämmelsen avser att eller berättigar till att ingripa i ett avtalsrättsligt rättsförhållande mellan två parter. Bestämmelsen kan tolkas så att den är avsedd för sådana nationella strukturer, där de ovan nämnda avtalsarrangemangen på olika sätt binder målbolaget eller budgivaren, till exempel genom registrering eller med stöd av motsvarande bestämmelser i målbolagets bolagsordning. I förarbetet till värdepappersmarknadslagen har man

utgått från att bestämmelser i aktieägaravtal om utnyttjandet av rösträtten eller överlåtelse av aktier som utgångspunkt i Finland endast är bindande för avtalsparterna och inte till exempel binder målbolaget och budgivaren. Enligt förarbetet till värdepappersmarknadslagen kan direktivet tolkas så att

det inte hindrar ett arrangemang som följer den finska lagstiftningen, enligt vilket en part som bryter mot aktieägaravtalet till exempel genom att rösta eller överlåta sina aktier har ett avtalsrättsligt ansvar gentemot de övriga avtalsparterna.

Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv

Alexandersgatan 17, PB 1000

00101 Helsingfors, Finland

Tel. +358 9 4242 6200 (växel)

www.takeoverpanel.fi