

Om due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden

Av juris doktor DANIEL STATTIN*

Innan ett offentligt uppköpserbjudande lämnas på aktiemarknaden är det vanligt att budgivaren ställer krav på att få göra en due diligence-undersökning av målbolaget. Från rättslig synpunkt är det inte givet att målbolagets styrelse bör tillåta en sådan undersökning. I artikeln diskuteras om det är möjligt, lämpligt eller till och med kan föreligga en skyldighet för målbolagets styrelse att medverka i budgivarens due diligence-undersökning.

1 Inledning

När ett offentligt uppköpserbjudande, ett takeover-erbjudande, lämnas på aktiemarknaden framställs numera i de flesta fall krav på att budgivaren får göra en due diligence-undersökning av målbolaget.¹ Due diligence-undersökningen syftar till att klarlägga vissa finansiella, legala och andra risker i målbolagets verksamhet eller, kort sagt, att klargöra målbolagets sammantagna ställning för budgivaren.

Eftersom due diligence-undersökningen syftar till att ge budgivaren information om målbolaget ligger det i sakens natur att också uppgifter som är mindre fördelaktiga för målbolaget eller till och med kan användas för att skada detta, kan upptäckas av budgivaren. En due diligence-undersökning kan dessutom vara betungande för målbolaget eftersom den kan ta nyckelpersoner i anspråk eller ta tid att förbereda. Eftersom en due diligence-undersökning kan skada målbolaget om information sprids eller verksamheten störs uppkommer frågan i vilken utsträckning målbolagets styrelse ur aktiebolagsrättslig aspekt kan medverka i en sådan?

I olika situationer kan det emellertid också tänkas att det ligger om inte i målbolagets så åtminstone i aktieägarnas intresse att en due diligence-undersökning tillåts. Kan i så fall en skyldighet att tillåta en undersökning föreligga för målbolagets styrelse?

Aktiemarknadsrättsligt är frågan om tillåtlighet i due diligence-undersökningar lättare.² Due diligence-undersökningar ger emellertid upphov till en rad aktiemarknadsrättsliga frågor, till exempel hur bo-

* Juris doktor och universitetslektor i civilrätt, särskilt associationsrätt, Uppsala universitet. Tack till biträdande jurist Sandra Broneus, Ashurst, och tf. universitetsadjunkt Jenny Keisu, Uppsala universitet.

¹ Stattin, D., *Takeover. Offentliga uppköpserbjudanden — reglering, tolkning och tillämpning*, Stockholm, 2006 s. 63; Nyström, G., Ohlsson, R. och Skog, R., *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Stockholm, 2004 s. 40.

² Se nedan avsnitt 4 och jfr Stockholmsbörsens takeover-regler II.2 och II.15 som förutsätter att due diligence-undersökningar är tillåtna. En börs skall ha takeover-regler enligt 13 kap. 8 § VpmL.

lagets eller aktieägarnas intresse skall uppfattas, huruvida alla potentiella budgivare måste behandlas lika, om och, i så fall, när information måste offentliggöras samt om den som fått information omfattas av regler om att handel med finansiella instrument inte får ske enligt takeover-reglerna eller lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.³

I det följande kommer jag att diskutera tillåtlighet och skyldighet för målbolagets styrelse att möjliggöra due diligence-undersökning av målbolaget. Jag börjar med en kort översikt över due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden, för därefter en diskussion om rättskällorna på området, diskuterar så möjlighet och skyldighet att medverka i due diligence-undersökningar i aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten och avslutar med några kommentarer om informations- och insiderregler.

Jag kommer inte att göra någon juridisk analys av due diligence-undersökningar som sådana, till exempel beträffande vilka moment som borde ingå i en undersökning, eller behandla due diligence-undersökningar i andra förvärvssituationer.⁴ Det hindrar inte att delar av diskussionen i denna artikel också kan vara relevant också utanför takeover-området.

2 Due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden

Före behandlingen av rättsfrågor kring due diligence-undersökningar kan det finnas anledning att säga något om sådana undersökningar i och för sig. Frågor om genomförande och offentliggörande av due diligence-undersökningar har nämligen betydelse för den fortsatta diskussionen. Innan något sägs om due diligence-undersökningar bör det konstateras att avgörande för om, och i vilken omfattning, en sådan undersökning kan genomföras före ett takeover-erbjudande är relationen mellan den potentiella budgivaren och det potentiella målbolaget — finns upparbetade kontakter, personalunioner mellan styrelserna eller liknande så kommer det sannolikt att påverka saken.

Målbolaget brukar medge en due diligence-undersökning när det aktuella budet anses vara intressant för aktieägarna, det har försäkrat sig om att budgivaren har de finansiella resurserna som krävs för att genomföra budet och budet uppfattas som industriellt riktigt. När exakt denna tidpunkt infaller är svårt att säga. Det förekommer vidare att genomförandet av en due diligence-undersökning villkoras av att ett bud lämnas med lägst visst vederlag per aktie.⁵

³ Se vidare avsnitt 8.

⁴ För det senare t.ex. Svernlöv, C., *Företagsförvärvsskolan*, del 1–6, Balans, 2004–2005; Gorton, L. (red.), *Due diligence — garantier och undersökning vid olika avtalstyper*, Lund, 2002; Sevenius, R., *Företagsförvärv — en introduktion*, Lund, 2003.

⁵ Man kan diskutera vilken rättslig verkan en sådan indikativ budnivå får för aktieägarna. I många fall, beroende på hur den indikativa budnivån regleras, blir det nog svårt att framtvunga ett iakttagande med rättsliga medel. Det kan nog vara sannolikt att uppfatta den indikativa budnivån som en moralisk, snarare än juri-

Det ligger i sakens natur att en potentiell budgivare vill genomföra en due diligence-undersökning av ett potentiellt målbolag så tidigt som möjligt.⁶ Därmed kan resultatet av undersökningen användas för att ta ställning till om budgivaren skall gå vidare och lämna ett takeover-erbjudande. Strävan är alltså att takeover-erbjudandet offentliggörs efter att undersökningen är klar — i stort sett torde ett eventuellt erbjudande bli offentligt innan en due diligence-undersökning genomförts bara om en sådan undersökning inte medges eller då det förekommer läckor (i det senare fallet brukar det heta att budgivaren ”avser” lägga ett bud eller att diskussioner om en sammanslagning pågår).⁷ I praktiken kan det gå relativt lång tid mellan en due diligence-undersökning och att ett erbjudande offentliggörs.

Det torde ligga i såväl potentiella budgivares som potentiella målbolags intresse att det inte blir känt att en due diligence-undersökning pågår. För budgivaren uppkommer därmed rådrum huruvida ett takeover-erbjudande skall lämnas. För målbolaget, särskilt beträffande marknadsvärderingen av dess aktier, kan det nog många gånger vara förödande om det blir känt att en due diligence-undersökning genomförs utan att det sedan följer ett bud, eftersom det kan uppfattas som en tydlig signal till marknaden om att det finns problem eller brister i bolaget.

Jämför här den i och för sig inte helt identiska situationen att kursen på TeliaSonera-aktien sjönk med 10,4 procent måndagen den 30 juni efter att France Telecom drog tillbaka sitt indikativa bud till TeliaSoneras aktieägare. Samtidigt ökade säljwarranten i TeliaSonera-aktien i värde med 900 procent.

Situationen kompliceras vid konkurrerande bud. Avgörande för om och när en due diligence-undersökning kan genomföras är till att börja med när en begäran om att få genomföra en undersökning kommer. I detta fall finns sannolikt inte samma möjlighet att först genomföra en undersökning och sedan avvakta med att lägga det konkurrerande budet, eftersom det finns en tidigare budgivare. Kommer det konkurrerande budet samtidigt eller i nära anslutning till det ursprungliga budet är det rimligt att en due diligence-undersökning sker på i princip samma villkor som för det ursprungliga budet.⁸ Kommer det konkurrerande budet efter att det första budet har offentliggjorts bör i princip en due diligence-undersökning

disk, förpliktelse på budgivarens sida. En annan sak är att den som avviker från en indikativ budnivå utan skäl kan få dåligt rykte på marknaden.

⁶ Om begäran att få genomföra en due diligence-undersökning lämnas efter det att ett takeover-erbjudande redan lämnats bör inte detta medges — se kommentaren till regel II.15. Den enda situation då en due diligence-undersökning i en sådan situation bör medges är om den behövs för att fastställa om fullföljandevillkor enligt takeover-erbjudandet föreligger. Det ligger i sakens natur att due diligence-undersökningen i så fall bör begränsas till det som är nödvändigt för att avgöra om villkoret föreligger.

⁷ Jfr kommentaren till takeover-regelerna II.15.

⁸ Se om möjlighet att differentiera nedan avsnitt 6.

vara onödig eftersom kurspåverkande uppgifter skall ha offentliggjorts i samband med takeover-erbjudandet. I sådana fall bör en undersökning medges endast om det kan antas ligga i aktieägarnas intresse att ytterligare en undersökning får genomföras.⁹

Det kan tilläggas att om styrelsen i målbolaget är av uppfattningen att den konkurrerande budgivaren är seriös, bör förekomsten av en konkurrerande budgivare vara sådan information som enligt general-klausulen om informationsgivning i Stockholmsbörsens regelverk skall offentliggöras omedelbart.¹⁰ Ett sådant offentliggörande torde med stor sannolikhet leda till högre aktiekurs, vilket gynnar aktieägarna eftersom dessa därmed eventuellt kan sälja sina aktier till ett högre pris.

3 Rättslig anknytning och problematisering

Due diligence-undersökningar av målbolag i takeover-situationer aktualiserar rättsfrågor på två rättsområden, aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten. Frågor om tillåtlighet eller skyldighet att möjliggöra due diligence-undersökningar och följderna av sådana undersökningar måste besvaras för rättsområdena var för sig. Det finns emellertid en koppling mellan rättsområdena såtillvida att om tillåtlighet eller skyldighet föreligger på det ena området, kan det vara ett argument för samma slutsats på det andra området. I aktiemarknadsrätten är som antytts inte frågan om tillåtlighet oklar — detta kan användas som ett konformitetsargument i den aktiebolagsrättsliga analysen då aktiemarknadsrätten och aktiebolagsrätten åtminstone i grova drag har samma eller likartade ändamål.

Mer konkret är de aktiebolagsrättsliga rättskällor som behöver beaktas reglerna i aktiebolagslagen ("ABL") och deras grund, inte minst kopplingen mot allmänna associations- och syslomanrättsliga principer. Det finns ingen praxis som tar sikte på de aktuella frågorna. De aktiemarknadsrättsliga rättskällorna som behöver beaktas är lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden ("LUA"), OMX Nordic Exchange AB:s ("Stockholmsbörsens") takeover-regler samt regler om informationsspridning, till exempel i noteringsavtalet.

Medan de aktiebolagsrättsliga normkällorna inte innehåller särskilt mycket som är specifikt för due diligence-undersökningar finns en del att hämta i aktiemarknadsrätten. I takeover-reglerna nämns due diligence-undersökningar i tre bestämmelser. Det konstateras att om någon som genomför en due diligence-undersökning erhåller kurspåverkande information, så får den som genomfört undersökningen inte handla i bolagets aktier innan informationen offentliggjorts (regel II.2).¹¹ Vidare nämns due diligence-undersökningar i kommentaren till reglerna om fullföljandevillkor (regel II.4). Slutligen finns en

⁹ Se kommentaren till takeover-reglerna II.15.

¹⁰ Stockholmsbörsens regelverk, klausul 3.1.1.

¹¹ Vilket kan utnyttjas för att förhindra handel i målbolagets aktier — se AMN 2004:9, kommenterat nedan under avsnitt 8.

specialregel (II.15) som tar sikte på målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning:

”Framställer budgivaren önskemål om att genomföra en s.k. due diligence-undersökning i målbolaget skall målbolagets styrelse ta ställning till om bolaget kan och skall medverka till en sådan undersökning och i sådant fall på vilka villkor och i vilken utsträckning detta skall ske. Styrelsen bör sträva efter att begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet skall kunna lämnas och genomföras.

Om målbolaget i undersökningen lämnar icke offentliggjord information till budgivaren och denna information i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier, skall målbolaget se till att informationen lämnas till aktieägarna och aktiemarknaden, om möjligt, före acceptfristens början och senast en vecka före acceptfristens utgång.”¹²

Av kommentaren framgår att regeln i första hand tar sikte på due diligence-undersökningar som sker innan ett takeover-erbjudande lämnats.

Uttalandena i takeover-reglerna om due diligence-undersökningar är intressanta eftersom de tydligt visar att sådana undersökningar är accepterade som företeelse på aktiemarknaden, oavsett vad aktiebolagslagen har att säga om saken. Det faktum att due diligence-undersökningar är accepterade i aktiemarknadsrätten är emellertid ett argument för att de också borde accepteras i aktiebolagsrätten.

En stor del av det följande resonemanget kring rättslig grund för tillåtlighet och skyldighet att medverka i due diligence-undersökningar bygger på förhållandet mellan aktiebolagsrätt, aktiemarknadsrätt och allmänna principer. De svenska reglerna på det aktiebolagsrättsliga området har ibland mycket gemensamt med tysk och nordisk rätt. Det är därför av intresse att hämta argument från nordisk och tysk rätt. Även i dessa rättsområden synes emellertid frågor om due diligence-undersökningar ha behandlats sparsamt.

Den aktiebolagsrättsliga problematiken med due diligence-undersökningar har antytts i artikelns inledning. När budgivaren får tillgång till information om målbolaget ligger det i sakens natur att informationen omfattar bland annat affärshemligheter och risker med bolagets verksamhet. Om sådana uppgifter utnyttjas eller sprids kan det skada målbolaget. Det föreligger i sådana fall adekvat kausalitet mellan den tillåtna due diligence-undersökningen och skadan — en annan sak är huruvida ansvarsgrundande culpa föreligger.

Styrelseledamöterna och verkställande direktören i målbolaget har en i 29 kap. 1 § 1 st. 1 meningens ABL sanktionerad vårdplikt gentemot bolaget. En del i vårdplikten är en tystnadsplikt med avseende

¹² Motsvarande regel finns i regel II.15 i NGM:s takeover-regler. NGM:s takeover-regler är i allt väsentligt likalydande som Stockholmsbörsens takeover-regler, varför det som sägs om takeover-reglerna i denna artikel kan antas gälla också på NGM. Observera att NGM:s tillstånd att bedriva börsverksamhet indragits av Finansinspektionen den 29 september 2008 (FI Dnr 08-6929). Verksamheten ska avvecklas inom sex månader. Beslutet har överklagats.

på sådana uppgifter som, om de sprids, kan skada bolaget. Genom att medverka till en due diligence-undersökning, varigenom skadlig information sprids kan styrelseledamöterna eller verkställande direktören ha ådagalagt ansvarsgrundande culpa.

En due diligence-undersökning kan också i teorin skada bolaget genom att kostnader uppkommer. Underlaget för undersökningen måste sammanställas och tillhandahållas och nyckelpersoner i målbolaget kan behöva sätta av tid för att medverka vid undersökningen. Även en sådan kostnad kan uppfattas som en skada för bolaget, men så länge en due diligence-undersökning ligger i bolagets intresse — vilket skall uppfattas som aktieägarnas intresse — torde ganska stora kostnader kunna accepteras.

Jämför för bedömningen om acceptabla kostnader AMN 2007:10. Ärendet gäller åtgärder som Scania vidtog med anledning av ett take-over-erbjudande lämnat av det tyska företaget MAN. Aktiemarknadsnämnden konstaterade att eftersom Scania börsvärde hade ökat med 39 miljarder kronor (till 109 miljarder kronor) efter att budet lämnats, bland annat till följd av åtgärderna, fick de 200 miljoner kronor som åtgärderna kostat Scania ”/.../ varit till stor nytta för aktieägarna i Scania.” Det är intressant att notera att den värderingsoperation som Aktiemarknadsnämnden utfört är att ställa nedlagda kostnader i relation till börsvärdet. Vid en sådan jämförelse för kostnader för due diligence-undersökningar torde dessa i de flesta fall förefalla försvarliga om genomförandet av undersökningen ligger i aktieägarnas intresse.

När det gäller due diligence-kostnader är det nog således i praktiken svårare att påvisa både culpa och adekvat kausalitet än när det gäller överträdelse av tystnadsplikt.

Den preliminära slutsatsen av det sagda kan bli att styrelseledamöterna och verkställande direktören bör se till att målbolaget inte tillåter due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden (eller för den delen vid andra företagsförvärv). Denna preliminära slutsats kommer i det följande att vägas mot aktieägarnas intresse av att undersökningar får genomföras. I praktiken förekommer som bekant due diligence-undersökningar i de flesta takeover-erbjudanden och vid snart sagt alla andra företagsförvärv. Ofta anses de till och med nödvändiga för ett framgångsrikt företagsförvärv. I det följande hoppas jag kunna visa att rättsläget är ett annat än vad man kan få för sig vid en läsning av lagreglerna utan att dessa sätts i sin rättsliga kontext. Jag hoppas dessutom kunna visa att det inte bara oftast är möjligt, utan ibland till och med kan föreligga en skyldighet att tillåta en due diligence-undersökning.¹³

¹³ Advokaterna Göran Nyström och Erik Sjöberg (Vinge) höll ett intressant föredrag om aktieägares rättigheter vid takeover-erbjudanden som bland annat behandlade detta ämne i samband med en konferens med Stockholm Centre for Commercial Law den 19 maj 2008. Föredraget skall publiceras i centrets skriftserie. Jag är i allt väsentligt enig med föredragshållarna om slutsatserna, men väljer delvis andra argumentationslinjer för att komma dit.

4 Möjlighet att tillåta due diligence-undersökningar

4.1 Allmänt

Av det ovanstående har framgått att aktiemarknadsrätten i princip inte lägger hinder i vägen för styrelsen i målbolaget att tillåta en due diligence-undersökning.¹⁴ I regel II.15 framgår att styrelsen skall besluta om målbolaget "kan och skall" medverka i undersökningen. Jag har tidigare förklarat den dubbla lokutionen med att "kan" tar sikte på frågan om en undersökning får ske, medan "skall" tar sikte på om det är lämpligt.¹⁵ I kommentaren till regel II.15 förtydligas att styrelsen skall ta hänsyn till "/.../" omständigheterna i det enskilda fallet och med beaktande först och främst av vilket utrymme som tillämplig lagstiftning, framför allt aktiebolagslagen, och marknadsplatsens noteringsavtal lämnar för sådant deltagande."

Stockholmsbörsens regelverk för emittenter innehåller med undantag av regler som förutsätter information om takeover-erbjudanden inga direkta regler om due diligence-undersökningar.¹⁶ I klausul 3.4.1 heter det emellertid:

"Pågår inom bolaget förberedelser att lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva aktier eller andra jämställda finansiella instrument i ett annat aktiemarknadsbolag, ska bolaget underrätta börsen när skäligen anledning föreligger att förberedelserna kommer att leda till ett sådant erbjudande.

Har bolaget underrättats om att annan planerar att lämna bolagets ägare ett offentligt erbjudande om att förvärva aktier eller andra därmed jämställda finansiella instrument i bolaget, och har detta inte offentliggjorts, ska bolaget underrätta börsen om det finns skäligen anledning anta att planen kommer att realiseras."

¹⁴ Se här också noteringsavtalets bilaga, Aktiemarknadsinformation, kommentaren till klausul 3.1.1, underrubriken "[s]elektiv informationsgivning", som klargör att selektiv information får lämnas i en budsituation: "I speciella fall kan dock information lämnas ut innan offentliggörandet till sådana personer som aktivt deltar i beslutsprocessen eller till följd av sin yrkesroll tar del i arbetet med att ta fram informationen. Det kan gälla situationer där det är av stor betydelse för bolaget att selektivt få lämna ut viss information. Det kan exempelvis avse information till större aktieägare eller tilltänkta aktieägare vid sondering inför planerad nyemission, till rådgivare som bolaget anlitar för t.ex. prospektarbete inför en planerad emission eller annan affär av större omfattning, till tilltänkt budgivare eller målbolag i samband med förhandlingar om uppköpserbjudande, till s.k. ratinginstitut inför kreditvärdering eller till kreditgivare inför viktiga kreditbeslut."

¹⁵ Stattin, Takeover s. 63.

¹⁶ Men jfr tidigare i Stockholmsbörsens noteringsavtal, klausul 1, kommentaren: "Börsen har fastställt regler som gäller för offentliga uppköpserbjudanden. Reglerna riktar sig främst till den som erbjuder aktieägare i ett bolag noterat på börsen att överlåta aktierna till budgivaren. Reglerna innehåller dock ett par bestämmelser — avsnitt II.14 och II.15 — som berör det bolag som är föremål för uppköpet, målbolaget. Bestämmelserna gäller målbolagsstyrelsens skyldighet att uttala sig om erbjudandet samt målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning. Genom punkt 1 c) ovan åtar sig börsbolagen att följa dessa regler." Av kommentarens kontext framgår att den inte kan ges annan betydelse än avseende informationsgivning. Det går alltså inte att hänvisa till den som stöd för avtalsbundenhet att möjliggöra eller skyldighet att tillåta due diligence-undersökningar.

I föregående stycke framkom att den aktiebolagsrättsliga problematiken med due diligence-undersökningar är en plikt- eller skadeståndsproblematik.¹⁷ Genom att möjliggöra en due diligence-undersökning kan styrelseledamöterna och verkställande direktören ha överträtt tystnadsplikten gentemot bolaget och på den grunden bli skadeståndsskyldiga enligt 29 kap. 1 § ABL. För att se om dessa aktiebolagsrättsliga hinder verkligen innebär att due diligence-undersökningar inte bör få genomföras måste gällande rätt emellertid analyseras djupare. Utgångspunkt för denna analys blir först innehållet i tystnadsplikten (4.2), huruvida det överhuvudtaget är culpöst att möjliggöra en due diligence-undersökning om den förenas med avtal om tystnadsplikt (4.3) och de aktuella skadeståndsreglernas räckvidd (4.4).¹⁸

4.2 Innehållet i tystnadsplikten

För att avgöra om målbolagets styrelseledamöters och verkställande direktörs tystnadsplikt lägger hinder i vägen för att tillåta due diligence-undersökningar av målbolaget måste avgöras (1) vad tystnadsplikten omfattar och (2) vem som är dess skyddsobjekt.

(1) Tystnadsplikten sanktioneras i 29 kap. 1 § 1 st. 1 meningen ABL som omfattar ansvar för bland annat styrelseledamöters och verkställande direktörs oaktsamhet vid utförande av uppdrag i bolaget. Plikten omfattar uppgifter om bolaget som, om de yppas, kan skada bolaget. Det ligger i sakens natur att sådana uppgifter kan komma till en budgivares kännedom vid en due diligence-undersökning; det torde till och med vara undersökningens primära syfte att budgivaren skall få kännedom om uppgifter som är potentiellt skadliga för målbolaget.

Tystnadsplikten omfattar emellertid inte ett absolut yppandeförbud. För det första kan tystnadsplikten brytas om det finns skyldighet att lämna en upplysning. Det kan till exempel vara fallet om det av lag eller andra normer följer skyldighet att lämna information, såsom under taxeringsprocessen (enligt taxeringslagstiftningen) eller i fråga om information som måste offentliggöras för aktiemarknaden (enligt noteringsavtal eller andra regler). Sådant lag- eller normreglerat offentliggörande är inte aktuellt i detta sammanhang. För det andra är det i många fall nödvändigt att lämna uppgifter som, om de blir offentliga, kan skada bolaget, till exempel till bolagets advokat eller andra upp-

¹⁷ Frågan om onödiga kostnader kommer jag att lämna därhän i det följande eftersom det i praktiken inte torde leda till skadestånd.

¹⁸ I princip kan också generalklausulerna, främst 8 kap. 41 § 1 st. ABL om styrelsens beslutsfattande men i vissa fall också 7 kap. 47 § ABL om stämmans beslutsfattande, eller den associationsrättsliga likhetsprincipen lägga hinder i vägen för att tillåta en due diligence-undersökning. I praktiken är risken sannolikt mindre eftersom den otillbörliga fördelen skall vara till förmån för någon till nackdel för aktieägare eller annan och en due diligence-undersökning som annars är tillåten nästan alltid torde vara till fördel för aktieägarna respektive eftersom likhetsprincipen gäller aktieägarna i denna deras egenskap. Jfr Sevenius, R., Om ”due diligence” — företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt, SvJT 2007 s. 499 på s. 510.

dragstagare. När upplysningar lämnas till uppdragstagare hanteras sekretessfrågor antingen genom den av gällande rätt följande lojalitetsplikten för syssloman gentemot huvudman¹⁹ eller genom särskilda sekretessregler i avtal. Om styrelseledamöterna eller verkställande direktören lämnar över uppgifter som kan skada bolaget med sekretessförbehåll i avtal torde det i de flesta fall vara tillräckligt för att anse att de inte varit culpösa.

Prövningen av om oaktsamhet föreligger bör enligt min uppfattning göras så att först prövas om oaktsamhet föreligger utifrån skaderisken,²⁰ sedan prövas om behovet av att lämna informationen och vidtagna åtgärder för att skada inte skall uppkomma, såsom sekretessförbehåll, ändå innebär att förfarandet inte skall anses oaktsamt. Det sagda innebär att det finns argument för att tillåta due diligence-undersökningar i den utsträckning det är nödvändigt och att de bör förenas med sekretessförbehåll eller liknande åtgärder för att undvika skadlig informationsspridning.²¹

(2) En annan fråga är i vems intresse tystnadsplikten är uppsatt? Det har redan konstaterats att tystnadsplikten är sanktionerad i 29 kap. 1 § 1 st. 1 meningen ABL. Nämnda lagrum *syftar* enligt sin ordalydelse till att skydda bolaget. En annan sak är om *ändamålet* med lagrummet skall uppfattas på samma sätt. Jag har tidigare konstaterat att ett bolag kan uppfattas som en förknippning av aktieägarnas gemensamma och hypotetiska intresse.²² I utländsk, särskilt anglosaxisk, rätt är detta en klassisk men inte oemotsagd uppfattning.²³ Uppfattningen

¹⁹ Se härom Dotevall, R., Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, Stockholm, 1989 s. 314 f. och 323 ff.; Stattin, D., Företagsstyrning. En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning, 2 uppl., Uppsala, 2008 s. 365. I tysk publik aktiebolagsrätt följer tystnadsplikten direkt av §§ 93 (1) och 116 AktG, där det heter "Über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft, namentlich Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse, die ihnen durch ihre Tätigkeit im Vorstand bekanntgeworden sind, haben sie Stillschweigen zu bewahren." I dansk rätt — genom § 160 AL — är likaså tystnadsplikten sanktionerad i lag; i dessa fall till och med försedd med straffsanktion.

²⁰ Bedömningen ansluter till s.k. fri culpabedömning. Jfr här Stattin, Företagsstyrning s. 355; Svernlöv, C., Ansvarsfrihet. Om dechargeinstitutet i svenska aktiebolagsrätt, Stockholm, 2007 s. 143; Hellner, J., och Radetzki, M., Skadeståndsrätt, 7 uppl., Stockholm, 2006 s. 133 ff.; Andersson, H., Skyddsändamål och adekvans. Om skadeståndsansvarets gräns, Uppsala, 1993 s. 268 ff.; af Sandeberg, C., Prospektansvaret. Caveat emptor eller caveat venditor? Uppsala, 2001 s. 117.

²¹ Se Stattin, Takeover s. 64 samt Nyström, G., Ohlsson, R., Skog, R., Nya takeoverregler på den svenska aktiemarknaden, Stockholm, 2004 s. 40.

²² Stattin, Företagsstyrning s. 212 ff. och Takeover s. 63. Se vidare bl.a. Taxell, L.-E., Aktieägarens rättsskydd, Åbo, 1961 s. 16 f.; Dotevall, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör s. 357 ff., särskilt s. 358; Karlgren, H., Studier över privaträttens juridiska personer och samfälligheter utan rättspersonlighet, Göteborg, 1929 s. 65 ff.; Nial, H., Om klanderbara och ogiltiga bolagsstämmobeslut, Stockholm, 1932 s. 33 ff.; Norman Aarum, K., Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, Oslo, 1994 s. 364 ff.; Werlauff, E., Selskabsmasken, Köpenhamn, 1981 s. 68 ff.

²³ Jfr "In a solvent company the proprietary interests of the shareholders entitle them as a general body to be regarded as the company when questions of the duty of directors arise /.../ But where a company is insolvent the interests of the creditors intrude." *Kinsela v. Russell Kinsela Pty. Ltd (In Liq.)* (1986), 4 N.S.W.L.R. 722

stöds på ett teoretiskt plan också av rättsekonomiska teorier om bolaget som ett *nexus of contracts*.²⁴

Närmare bestämt sluter sig aktieägarna samman i ett bolag för att uppnå vissa gemensamma ändamål, huvudsakligen uttryckta i syftet med verksamheten och verksamhetsföremålet. De överför resurser och beslutanderätt i gemensamma frågor till bolaget och detta uppfattas av rättsordningen som en juridisk person. Att bolaget är ett från aktieägarna avskilt rättssubjekt innebär emellertid inte att det är nödvändigt att alltid uppfatta det som att detta subjekt träder i aktieägarnas ställe. Tvärtom kan det vara ändamålsenligt att vid prövningen av olika juridiska frågor i stället lägga aktieägarintressen, snarare än "bolagsintressen",²⁵ till grund för en lösning.

Aktiebolagets organisation i svensk rätt är uppbyggd enligt en modifierad omnipotensdoktrin.²⁶ I en omnipotensdoktrin är ett utmärkande drag att den slutliga beslutsmakten tillkommer aktieägarna och att denna maktallokering anses ekonomiskt effektiv. Aktieägarna brukar anses ha *residualkompetens*²⁷ i bolaget och är *residualfordringsägare*²⁸ för vinst som uppkommer i verksamheten. Anledningen till att denna lösning anses ekonomiskt effektiv är just att vinsten slutligen tillkommer aktieägarna och att de därmed har anledning att verka för att vinst uppkommer. I linje med detta resonemang vore det således ändamålsenligt att tillämpa tystnadsplikten så att om ett gemensamt hypotetiskt aktieägarintresse talar för att due diligence-undersökningar skall tillåtas, skall inte tystnadsplikten anses lägga hinder i vägen för detta.

Frågan om due diligence-undersökningar har i Finland blivit föremål för en i och för sig fragmentarisk behandling av lagstiftaren i förslaget till den ändring i värdepappersmarknadslagen som implementerade takeover-direktivet. Där hette det att Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv skulle pröva bolagsrättsliga frågor som kan aktualiseras i ett takeover-erbjudande, bland annat frågor om "/.../ tillåtande av due diligence-undersökning i målbolaget för anbudsgivaren eller den som gett ett konkurrerande köpeanbud /.../"²⁹

Uttalandet är intressant såtillvida att det tydligt anger att det finns bolagsrättsliga problem med due diligence-undersökningar samtidigt som det framkommer att sådana kan vara tillåtna (annars skulle en prövning av tillåtligheten inte behöva företas). Det finns en likartad skrivning i kommentaren till regel II.15 till Stockholmsbörsens takeover-regler:

(S.C.) på s. 730. Vidare Ilum, M., och Drachmann Gram, J., Bestyrelsens pligter og ansvar ved et offentligt overtagestilbud, R&R nr 4, 2006 s. 24 på s. 25 f.

²⁴ Stattin, Företagsstyrning s. 64 f.

²⁵ Jfr a.a. s. 84 f. med vidare hänvisningar.

²⁶ Vilket innebär att högre organ kan lämna anvisningar till lägre organ samt att lägre organ i princip har lydnadsplikt gentemot högre organ. Se vidare a.a. kap. 5.

²⁷ Dvs. den slutliga beslutsmakten tillkommer dem, jfr 8 kap. 41 § 2 st. ABL.

²⁸ Dvs. ha rätt till överskottet av bolagets verksamhet, jfr 3 kap. 3 § ABL.

²⁹ Den finska regeringens proposition till riksdagen RP 6/2006 s. 54

”I vilken utsträckning ett sådant önskemål kan och skall tillmötesgå ankommer enligt första stycket på målbolagets styrelse att avgöra med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och med beaktande först och främst av vilket utrymme som tillämplig lagstiftning, framför allt aktiebolagslagen, och marknadsplatsens noteringsavtal lämnar för sådant deltagande.”

Det svenska uttalandet leder inte entydigt till slutsatsen att prövningen av att tillåta due diligence-undersökningar skall anses vara en aktiebolagsrättslig fråga även om aktiebolagslagens regler (då torde nog främst avse tystnadsplikt som kan anses följa av 29 kap. 1 § ABL) behöver beaktas vid beslutsfattandet.

De finska och svenska uttalandena skiljer sig emellertid åt också på ett principiellt sätt. Det finska uttalandet har gjorts av lagstiftaren i förarbetena till den finska värdepappersmarknadslagen, medan de svenska uttalandena gjorts av självreglerande organ. De finska uttalandena har därmed som utgångspunkt ett starkare rättskällevärde (i Finland), än vad de svenska uttalandena har (i Sverige).

I regel 12 i de finska takeover-reglerna³⁰ heter det vidare (i engelsk översättning):

“If the offeree company receives a request regarding a due diligence review, the board of directors of the offeree company shall evaluate whether the offeree company may and should allow such a review. The scope of the review shall be evaluated separately in each case. The board shall make an express decision on allowing or refusing the due diligence review. If the board allows the review, it shall ensure that confidentiality and insider issues are appropriately attended to.”

I kommentaren till de finska reglerna framkommer:

“In takeover bid situation the board of directors has an obligation to seek the best outcome for the shareholders. If conducting a due diligence review is a precondition for making a takeover bid to the shareholders, and if the bid is beneficial, considered as a whole from the point of view of the shareholders, the review may usually be considered to be in the interests of the shareholders.

The board of directors of the offeree company shall not allow a due diligence review if the board deems the proposed bid not to be of a serious nature or not to be in the interests of the shareholders.”

Sammantaget anses alltså frågan om tillåtlighet av due diligence-undersökningar i finsk rätt vara bolagsrättslig samtidigt som due diligence-undersökningar kan tillåtas. I svensk rätt finns ingen motsvarande officiell sammankoppling av reglerna om due diligence-undersökningar i takeover-reglerna och den bolagsrättsliga lagstiftningen — det ligger därför närmast till hands att pröva tillåtligheten

³⁰ Se http://www.keskuskauppakamari.fi/yrityskauppala-autakunta/suosituksset/en_GB/recommendations.

separat i aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten. Svensk och finsk rätt uppvisar emellertid betydande rättslikhet, varför rättsläget i finsk rätt får anses ha argumentativ betydelse för hur svensk rätt skall uppfattas. Utan att blanda in den svenska aktiemarknadsrätten ligger det därför enligt min mening nära till hands att anta att due diligence-undersökningar ur bolagsrättslig aspekt är tillåtna även i Sverige om det sker i aktieägarnas intresse. Förhållandet tycks vara likartat i Danmark. Det har uttalats att ”/.../ a target company should only pursue interests of others than shareholders if this does not conflict with shareholder interests.”³¹ och att ”/.../ når et offentligt overtage- setilbud er fremsat, skal bestyrelsen varetage hensynene til aktionærerne og bør kun tilgodese stakeholderens interesser, såfremt det ikke strider mod aktionærernes interesser”³²

De citerade uttalandena tar visserligen inte sikte på en eventuell motsatsställning mellan aktieägarnas intresse och ”bolagets intresse”, utan på motsatsställningen mellan aktieägarnas intresse och stakeholder-intressen. Icke desto mindre är uttalandena tydliga med avseende på vilka intressen som skall iakttas av målbolagets styrelse. När due diligence-undersökningar diskuteras specifikt i den senare framställningen görs det utifrån premisen att de i och för sig kan vara tillåtna.³³ Således tycks det danska rättsläget vara konformt med det finska och ytterligare ett argument för att detsamma skall gälla också i svensk rätt.

Det bör nu observeras att i det föregående har *aktieägarnas intresse i aktiebolagsrättslig mening* diskuterats. Detta aktieägarintresse kan användas för att så att säga bryta igenom den skadeståndsskyldighet som kan följa av tystnadsplikten. Det aktiebolagsrättsliga aktieägarintresset blir alltså ett argument för att tillåta due diligence-undersökningar. Detta aktiebolagsrättsliga aktieägarintresse måste dock skiljas från det *aktiemarknadsrättsliga aktieägarintresset* som diskuteras ibland annat kommentaren till regel II.15 i Stockholmsbörsens takeover-regler:

”Styrelsen bör medge att målbolaget medverkar i en due diligence-undersökning endast om styrelsen bedömer det tilltänkta erbjudandet vara av intresse för aktieägarna att få ta ställning till /.../”

Detta aktiemarknadsrättsliga aktieägarintresse är att betrakta som en aktiemarknadsrättslig förutsättning för att tillåta due diligence-undersökningar. Det kan inte läggas till grund för befrielse från skadeståndsskyldighet för brott mot tystnadsplikten om det inte kan hängas upp på aktiebolagsrättsliga regler. Systemkonformitetsargument, av typen att aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt hör ihop, är

³¹ Schans Christensen, J., *Contested Takeovers in Danish and American Law. A Comparative Analysis based on a Law and Economics approach*, Köpenhamn, 1991 s. 299.

³² Illum och Drachmann Gram, *Bestyrelsens pligter og ansvar ved et offentligt overtage- setilbud*, R&R nr 4, 2006 s. 24 på s. 26.

³³ A.a. s. 26 f.

enligt min uppfattning för svaga för att med säkerhet vara avgörande, emellertid anser jag att det av den ovanstående intressediskussionen framgår att tystnadsplikten är uppsatt i aktieägarnas intresse, att styrelsen skall beakta aktieägarnas intresse vid beslut om en due diligence-undersökning skall tillåtas och att skadeståndsskyldighet om denna prövning gjorts tillräckligt omsorgsfullt inte kan aktualiseras.

4.3 Avtalad tystnadsplikt

Det kan ifrågasättas om tillåtande av en due diligence-undersökning i alla situationer är culpöst om det förenas med ett sekretessavtal. För skadeståndsansvar enligt 29 kap. 1 § ABL förutsätts att en överträdelse skett av någon av de aktiebolagsrättsliga normerna eller oaktsamhet ådagalagts vid utövande av uppdrag som organledamot. Som konstaterats ovan följer tystnadsplikten av vårdplikten som en organledamot har att iaktta gentemot bolaget — det finns ingen uttrycklig aktiebolagsrättslig norm om vård- eller tystnadsplikt. När vi i detta sammanhang diskuterar en överträdelse av tystnadsplikten rör det sig alltså om en fråga om oaktsamhet vid utförande av uppdrag som organledamot.

Oaktsamhetsprövningen vid eventuell skada på grund av ifrågasatt oaktsamhet vid utförande av uppdrag följer den fria culpabedömningen i den allmänna skadeståndsrätten. Bedömningen brukar delas upp i momenten *riskan för skada, den sannolika skadans storlek, möjligheterna att förekomma skada* och möjligen *den handlandes möjligheter att inse risken för skada*.³⁴ I detta fall består risken för skada av att information som överlämnats under en due diligence-undersökning används för att skada bolaget och den sannolika skadans storlek hänför sig till hur skadlig informationen skulle kunna vara. Dessa moment torde alltid vara för handen i och med att information överlämnas. Likaså torde det sista, subjektiva, rekvisitet som utgångspunkt vara uppfyllt när styrelsen tillåter en due diligence-undersökning. Av störst intresse är momentet om den förment skadevällandes möjligheter att förekomma skadan.

Här bör styrelsen till att börja med kunna minska den potentiella skadan rent faktiskt genom att inte tillåta en fullständig due diligence-undersökning, utan begränsa budgivarens tillgång till information till sådant som inte är alltför känsligt för målbolaget. Styrelsen kan vidare begränsa skadan för bolaget genom att tillåta en due diligence-undersökning med andra förbehåll. Närmast aktuellt är då att tänka på ett sekretessavtal med budgivaren. I ett sådant sekretessavtal förbinder sig budgivaren, sannolikt vid äventyr av vite, att inte yppa den information som lämnats vid due diligence-undersökningen. Ett sekretessavtal skulle kunna kompletteras med ett avtal om att inte använda viss information på annat sätt. Ett annat förekommande sätt att begränsa tillgången till information är att endast tillåta ”muntlig due

³⁴ Hellner och Radetzki, Skadeståndsrätt s. 133 ff.

diligence” där budgivaren får intervjua styrelseledamöter eller nyckelpersoner i målbolaget, som då själva avgör vilken information som skall lämnas. Även en muntlig due diligence bör enligt mitt förmenande kombineras med ett sekretessavtal.

Genom att använda ett sekretessavtal och begränsa due diligenceundersökningen kan målbolagets styrelse begränsa eller hindra att överlämnad information skadar målbolaget. Det kan därmed anses att styrelseledamöterna vidtagit åtgärder för att förekomma eventuell skada. Det ligger då nära till hands att argumentera för att ingen eller inte tillräcklig culpa föreligger på styrelseledamöternas sida, eftersom de företagit skadeförebyggande åtgärder. Hur en prövning av om culpa föreligger skulle utfalla i det enskilda fallet kan inte bestämmas på ett principiellt plan, utan måste avgöras efter en avvägning där risken för att information skall användas för att skada bolaget och den potentiella skadans storlek vägs mot de förebyggande åtgärderna. I praktiken kan det alltså innebära att sekretessförbehåll i avtal bör komma till användning och att det alltid bör övervägas om en fullständig due diligence-undersökning bör tillåtas.

Om en vitesklausul i sekretessavtalet är tillräcklig kan den till och med innebära att ingen skada uppkommer eftersom ingen förmögenhetsförlust drabbar bolaget.

4.4 Skadeståndsansvarets räckvidd

De aktiebolagsrättsliga skadeståndsreglerna bör anses omfattade av allmänna skadeståndsrättsliga begränsningsläror.³⁵ I detta fall är främst begränsning av skadeståndsreglernas tillämpning med hänsyn till deras ändamål av intresse. Annorlunda uttryckt om skadeståndsreglernas skyddsändamål³⁶ innebär att de inte skall anses tillämpliga i vissa fall av due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden. Frågan om ändamålsinskränkningar i skadeståndsreglerna har i svensk aktiebolagsrätt huvudsakligen behandlats som en fråga om reglernas *normskydd*. Doktrinen synes vara i stort sett enig om att sådana inskränkningar kan förekomma.³⁷

Inför den fortsatta behandlingen av begränsningar i skadeståndsansvaret bör det inledningsvis fastslås att medan diskussionen om aktieägarintresset kunde innebära att det i särskilda situationer *inte är culpöst* att medge due diligence-undersökningar, handlar denna diskussion om huruvida *ansvaret skall begränsas med avseende på skadeståndsreglernas ändamål*. Skillnaden är alltså att vi i detta fall har att ta

³⁵ Stattin, Företagsstyrning s. 383 ff.

³⁶ Härom allmänt Andersson, Skyddsändamål och adekvans. Normskyddsläran har sannolikt mest inflytelserikt i svenskt rättsliv utvecklats av JustR Nordensson i tillägg i NJA 1976 s. 458.

³⁷ Roos, C.-M., Anmälan av Kleineman, Ren förmögenhetsskada, SyJT 1988 s. 43 på s. 49 f. Vidare af Sandeberg, Prospektansvaret s. 150; Karlgren, H., Culpa och samtycke, Lund, 1969 s. 62 f (med annan terminologi); densamme, Skadeståndsrätt, 5 uppl., Stockholm, 1972 s. 60 f. För en detaljerad översikt se Andersson, Skyddsändamål och adekvans s. 141 ff.

ställning till reglernas ändamål — inte huruvida ett förfarande är ursäktligt.³⁸ Det sagda har betydelse för när argumentation om aktieägarintresset eller skyddsändamålet skall användas för att befria den som tillåter en due diligence-undersökning från ansvarsföljder:

”/.../ man måste särskilja culpa- och skyddsändamålsprövningen. Culpa rör bedömningen av om en handling är så pass riskabel för omvärlden att den bör medföra ansvar. Skyddsändamålsargumentationen rör frågan huruvida en viss följd av den i och för sig culpösa handlingen skall omfattas av skadeståndsansvaret.”³⁹

Alltså bör först den ovanstående ändamålsargumentationen och därefter, om ändamålsargumentationen inte ger resultat, skyddsändamålsargumentationen komma till användning. Emellertid måste först avgöras om skyddsändamålsläran kan tillämpas.

I det ledande verket på området har professor Håkan Andersson identifierat vissa kriterier som brukar vara för handen på skadevållarsidan för att skyddsändamålet med en regel skall anses avgränsa ansvaret.⁴⁰ När tystnadsplikten överträds, till exempel då en due diligence-undersökning tillåts, har en skadeståndssanktionerad regel överträtts. Regeln finns för att förhindra att uppgifter om bolaget som kan skada detta, eller ultimativt aktieägare eller borgenärer, sprids. Om sådana uppgifter kommer på villovägar i ett due diligence-förfarande är detta ett faroförverkligande enligt regeln. Följden av överträdelsen är att ersättning för ren förmögenhetsskada skall utgå. Det finns inte anledning att i detta fall avgränsa ansvaret med avseende på den aktuella skadan (ekonomisk skada) eftersom just detta är den skadetyper som kan uppkomma på grund av faroförverkligandet. Såvitt jag kan se finns inte heller några andra moment som inom ramen för den skyddsändamålslära som Andersson beskriver kan innebära att ansvaret begränsas. Tillämpligheten av den beskrivna skyddsändamålsläran för att avgränsa ansvaret för överträdelse av tystnadsplikt vid due diligence-undersökningar kan alltså ifrågasättas.

Samma slutsats kan enligt min uppfattning nås vid en läsning av JustR Nordenssons berömda tillägg om normskyddsläran i NJA 1976 s. 458 där det bland annat framgår att

”/.../ den inträffade skadan inte innebär ett realiserande av någon av de speciella risker som man anser förbundna med eller särskilt framträdande vid en 6-åring handhavande av pumpen och som föranleder att [den skadevållandes] överlämnande av pumpen stämplas som culpöst. Eller annorlunda uttryckt: den förverkligade risken är en annan än den som den av [den skadevållande] överträdde handlingsnormen — ”lämna inte till korkbössor ändrade cykelpumpar till 6-åringa barn” — är avsedd att förebygga,

³⁸ Jfr Andersson, a.a. s. 153 f. samt vidare a.a. delkap. 8.1 och 11.1.

³⁹ A.a. s. 154.

⁴⁰ A.a. kap. 11.

dvs. den inträffade skadehändelsen ligger utanför handlingsnormens skyddsomfång.”⁴¹

Det kan alltså ifrågasättas om skyddsändamålsläran så som den formulerats i den allmänna skadeståndsrätten är till hjälp i detta fall.

4.5 *Vissa slutsatser*

Sammantaget innebär den företagna analysen att det finns utrymme för att tillåta due diligence-undersökningar i målbolag, men att det finns anledning för målbolagets styrelse att i varje enskilt fall överväga om undersökningen överhuvudtaget skall få genomföras, om den skall få vara fullständig och att den sannolikt bör förenas med ett sekretessförbehåll i avtal. Till detta kommer att målbolagets styrelse bör företa en ytterligare bedömning avseende om en due diligence-undersökning, och i förlängningen ett takeover-erbjudande, kan ligga i aktieägarnas intresse. Ett sätt att låta en sådan bedömning få konkret uttryck kan vara att ställa krav på att ett eventuellt bud skall ligga på minst en viss nivå per aktie.

5 **Skyldighet att tillåta due diligence-undersökningar**

5.1 *Allmänt*

Slutsatsen så långt är att det i många fall är möjligt att tillåta due diligence-undersökningar, men finns det också en skyldighet att i vissa fall medge detta? I den vanliga sysslomannarätten föreligger en skyldighet för sysslomannen att agera i huvudmannens intresse.⁴² I bolagsrätten föreligger en korresponderande skyldighet för en organledamot att agera i bolagets intresse, ofta uttryckt som en skyldighet att agera med bolagets bästa för ögonen. Frågan är därmed om det föreligger en (1) aktiemarknadsrättslig eller (2) aktiebolagsrättslig skyldighet att också agera i aktieägarnas intresse? Det finns också anledning att i detta sammanhang säga något om (3) i vilka situationer en eventuell skyldighet kan föreligga.

5.2 *Aktiemarknadsrättslig skyldighet*

Det kan i och för sig anses att det är en etablerad aktiemarknadsrättslig princip att målbolagsstyrelsen skall agera i målbolagets aktieägares intresse. Denna princip är emellertid inte i sig sanktionerad på något särskilt sätt, eftersom aktiemarknadsrätten inte innehåller sanktioner som riktar sig mot organledamöters agerande. Emellertid får det också anses ligga i begreppet god sed på aktiemarknaden att målbolagets styrelse skall agera i aktieägarnas intresse.⁴³ Huruvida god sed direkt

⁴¹ Andersson, Skyddsändamål och adekvans s. 468.

⁴² Hasselrot, Ett och annat om sysslomannaskap, Malmö, 1927 s. 14 ff.; Bengtsson, Särskilda avtalstyper I, 2 uppl., Stockholm, 1977 s. 157 ff.

⁴³ Jfr den allmänna principen c) i inledningen till takeover-reglerna att "[m]ålbolagets 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."

ger enskilda aktieägare grund att påkalla rättsordningens skydd är oklart och fordrar egentligen mer forskning. Det kan emellertid noteras att god sed bör kunna vara normerande för organledamöternas agerande i bolaget och att oaktsamhet vid utförande av uppdraget är sanktionerat i 29 kap. 1 § ABL. Det skulle dock föra för långt att anse god sed på aktiemarknaden innefattad i de normer i 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL som ger aktieägare omedelbar rätt att föra talan om skadestånd för direkt skada.⁴⁴

Notera att i detta fall gäller ansvarsfrågan skada som kan ha uppkommit för att en due diligence-undersökning *inte tillåts* — till skillnad från skada som kan uppkomma om en undersökning *tillåts*, vilket diskuterats ovan.

En öppning kan kanske vara för aktieägare att föra talan om indirekt skada, men här pekar majoritetsuppfattningen i doktrinen — även om jag för egen del anser den mindre väl övervägd *de sententia ferenda*⁴⁵ — på att någon form av illojalitet måste påvisas förutom oaktsamheten.⁴⁶ Utrymmet torde med andra ord vara starkt begränsat.

Frågan om målbolags skyldighet att medverka i budprocessen har vid några tillfällen aktualiserats i Aktiemarknadsnämnden. I avgörandet AMN 2005:47 uttalar nämnden i sina överväganden:

”NBK-reglerna kan enligt nämndens mening inte heller tolkas så att målbolagets styrelse eller ledning har skyldighet att vidta några aktiva åtgärder till underlättande av budgivarens ansträngningar. Härav följer att ett målbolags vägran att medverka i verksamheter av administrativt slag som är direkt anknutna till erbjudandets genomförande inte kan utgöra en otillåten motåtgärd. Som exempel kan nämnas att ett målbolag inte är skyldigt att medverka i upprättande av prospekt och inte — i vidare mån än vad som följer av aktiebolagslagen — att tillhandahålla budgivaren sin aktiebok. Enligt nämndens mening har målbolaget inte heller någon skyldighet att underlätta eller medverka i budgivarens ansträngningar att skaffa sig erforderliga myndighetstillstånd för ett samgående. Vidare är strävanden att hitta en konkurrerande budgivare tillåtna. Det ligger i sakens natur att alla dessa tillåtna typer av underlåtenheter kan få till följd att genomförandet av ett framlagt erbjudande försvåras.”

⁴⁴ Normerna är aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning, bolagsordningen och sådana normer som dessa regler hänvisar till eller som får anses innefattade i dem. Jfr Stattin, Företagsstyrning s. 360 f.; Dotevall, Skadetsåndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör s. 92 f.; Taxell, Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag, Åbo, 1963 s. 66 ff.; af Sandeberg, Prospektansvar s. 113 f.. Se vidare prop. 1997/98:99 s. 186.

⁴⁵ Stattin, Företagsstyrning s. 347 f.

⁴⁶ T.ex. Johansson, S., Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag, 9 uppl., Stockholm, 2007 s. 371; Dotevall, R., Bolagsledningens skadeståndsansvar, Stockholm, 1999 s. 183 f. och 186; Andersson, S., Johansson, S., och Skog, R., Kommentarer till aktiebolagslagen, Stockholm, 2003, avsnitt 15.1.7. I prop. 1997/98:99 s. 189 på s. 190 anförs bland annat att indirekt skada skulle vara en naturlig risk med aktieäggande. Jfr Stattin, Företagsstyrning s. 348. För kritik se Andersson, J., Medelbar skada och aktieägares skadeståndsanspråk, NTS 1999:3 s. 81.

Uttalandet har följts i AMN 2006:55 som också omfattar ett uttalande direkt om medverkan i due diligence-undersökningar. Som svar på det anhängiggörande målbolagets fråga om det var en otillåten försvarsåtgärd att inte tillåta en due diligence-undersökning uttalar nämnden i sina överväganden:

”Som nämnden uttalade i AMN 2005:47 med hänvisning till NBK:s dåvarande regler har målbolaget inte skyldighet att vidta några aktiva åtgärder till underlättande av budgivarens ansträngningar. Inte heller är bolaget skyldigt att medverka i upprättande av prospekt eller tillåta due diligence. Bestämmelserna i detta avseende är oförändrade i Takeoverreglerna.”

Aktiemarknadsnämndens uttalanden kan vid en hastig läsning tas till intäkt för att målbolaget aldrig har en skyldighet att medverka i en due diligence-undersökning. Det är korrekt med avseende på en skyldighet i förhållande till budgivaren. Emellertid har fortfarande målbolagets styrelse en skyldighet att agera i aktieägarnas intresse under budprocessen. Det kan därför också fortfarande finnas en *skyldighet gentemot aktieägarna* att i vissa fall tillåta en due diligence-undersökning.

Så långt kan konstateras att det torde föreligga en aktiemarknadsrättslig skyldighet att i vissa fall tillåta due diligence-undersökningar, men att bristande iakttagande av denna skyldighet i stort sett inte torde kunna medföra rättslig sanktion. Visserligen kan möjligen ansvar enligt 29 kap. 1 § 1 st. 1 men. ABL aktualiseras vid överträdelse av god sed på aktiemarknaden som skadar bolaget, men eftersom det i detta fall är aktieägarna i målbolaget som kan skadas om en due diligence-undersökning inte genomförs är sanktionen inte något tillgripligt remedium.

Här vill jag påvisa en möjlighet att föra talan om ren förmögenhetskada även i andra fall än sådana som är direkt lagreglerade. I några rättsfall har sådan talan tillåtits. I allmänhet handlar det då om att den skadevållande har en handlingsplikt vars ändamål är att skydda den skadelidande. Se här NJA 1996 s. 700 där det framkommer att en konkursförvaltare har skyldighet enligt konkurslagen (härefter KL) och allmänna principer att se till att inte tredje mans egendom skulle dras in i konkursen och att denna skyldighet kan vara skadestånds-sanktionerad. I HD:s dom heter det (på s. 711):

”Enligt 17 kap. 1 § KL skall en förvaltare ersätta de skador som han vid fullgörande av sitt uppdrag uppsåtligen eller av oaktsamhet tillfogar boet, en konkursborgenär eller gäldenären. Bestämmelsen utgör en kodifiering av vad som ansågs gälla även före dess tillkomst. Skadeståndsansvaret omfattar förutom personskada och sakskada också ren förmögenhetskada. Att konkurslagen inte innehåller bestämmelser om skadeståndsskyldighet gentemot den som står utanför konkursen innebär inte att någon sådan skyldighet inte skulle kunna föreligga (se prop. 1986/87:90 s. 413 f.). Denna fråga är att bedöma enligt allmänna skadeståndsrättsliga principer.

En väsentlig uppgift för en konkursförvaltare är att realisera den egendom som ingår i konkursboet (jfr 3 kap. 3 § KL). Därvid åligger det förvaltaren att tillse att egendom till vilken tredje man har reparationsrätt inte omfattas av försäljning. Att förvaltaren har en skyldighet att tillse att tredje man tillhörig egendom inte dras in i konkursen får anses följa såväl av konkurslagens reglering som av en allmän princip om förbud mot att obehörigen förfoga över annans egendom.

Mot bakgrund härav kan det förhållandet att den påstådda skadan är att betrakta som ren förmögenhetsskada inte anses utgöra hinder mot att [konkursförvaltaren] åläggs skadeståndsskyldighet, trots att skadan inte orsakats genom brott. HovR:ns domslut skall därför fastställas.”

Även om alltså inte skadeståndsskyldighet gentemot aktieägare vid överträdelse av god sed på aktiemarknaden kan uteslutas, känns det vanskligt att bygga ett resonemang om ansvar vid underlåten skyldighet att tillåta due diligence-undersökningar på sådan grund.

5.3 Aktiebolagsrättslig skyldighet

I avsnittet 4 har betydelsen av de aktiebolagsrättsliga skadeståndsreglernas intresseskydd när det gäller möjligheten att tillåta due diligence-undersökningar diskuterats. Frågan uppkommer nu om det går att dra några slutsatser av detta intresseskydd för huruvida det kan finnas en aktiebolagsrättslig skyldighet att tillåta due diligence-undersökningar och, i så fall, om det går att sanktionera.

Som redan konstaterats bygger de aktiebolagsrättsliga skadeståndsreglerna på sysslomannarättslig grund. I sysslomannarätten föreligger en skyldighet för sysslomannen att agera i huvudmannens intresse. Förhållandet är detsamma i aktiebolagsrätten där en organledamot har en skyldighet att agera i bolagets intresse. Om det ligger i *bolagets* intresse har alltså en organledamot en skyldighet att tillåta en due diligence-undersökning. Med den argumentation som förts ovan är inte bolagets intresse något annat än en omskrivning för aktieägarnas (eller, när bolaget är insolvent eller närmar sig insolvens, borgenärernas) intresse. Även om bedömningen i det enskilda fallet har drag av en prövning enligt styrelsens fria skön operationaliseras den i viss utsträckning således genom att knyts till ett hypotetiskt aktieägar- eller borgenärsintresse. Om bolagets intresse uppfattas på så sätt, föreligger inte bara en möjlighet, som konstaterats ovan, utan också en aktiebolagsrättslig skyldighet att tillåta due diligence-undersökningar i vissa fall.

En annan fråga är om denna skyldighet är sanktionerad. Här torde resonemangen bli likartade som när det gäller sanktioner av den aktiemarknadsrättsliga skyldigheten att tillåta due diligence-undersökningar. Tillämpligheten av 29 kap. 1 § 1 st. 2 men. ABL blir densamma i detta fall, det vill säga skyldigheten följer inte av aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning, bolagsordningen eller till dem anknytna normer. Därmed återstår de små möjligheter som finns för aktieägare att föra talan för indirekt skada. Till skillnad från det

aktiemarknadsrättsliga fallet är det svårare att i aktiebolagsrätten ens i teorin tänka sig en talerätt baserad på allmänna principer om skadestånd vid ren förmögenhetsskada. I det aktiebolagsrättsliga regelsystemet har nämligen ansvarsregler för skada som åsamkas aktieägare konstruerats och det ligger då nära tillhands att anta att dessa regler är ett uttryck för hur långt lagstiftaren ansett att organledamöternas ansvar skall sträcka sig.⁴⁷

Slutsatsen av såväl den aktiemarknadsrättsliga som den aktiebolagsrättsliga diskussionen är alltså att en skyldighet att tillåta due diligence-undersökningar kan finnas i vissa fall, men att möjligheterna att sanktionera fall då skyldigheten inte iakttas med rättsliga medel är små — däremot kan naturligtvis aktieägarna byta ut organledamöter som agerar på ett misshagligt sätt.

5.4 Situationer där skyldighet kan föreligga

Innan behandlingen av skyldighetsfrågan lämnas måste något sägas om i vilka fall en skyldighet kan föreligga. Det är enligt min uppfattning uppenbart att en skyldighet inte kan föreligga i samtliga fall. Skyldigheten är hänförlig till samtliga aktieägares hypotetiska intresse så som det uppfattas i dels aktiemarknadsrätten, dels aktiebolagsrätten. Aktieägarnas hypotetiska intresse kan omskrivas med att göra en så hög vinst som möjligt — det innebär att skyldigheten bör kunna aktualiseras om ett bud är så högt att det är mer fördelaktigt att acceptera budet än att låta bli, möjligen med viss säkerhetsmarginal.

Vid prövningen om budet är tillräckligt bra bör målbolagets styrelse ha att iakttä sedvanliga regler om omsorgsfullhet vid styrelsebehandling av ett beslutsärende. Det innebär i korthet att styrelsen bör vidta tillräckliga (inte nödvändigtvis fullständiga) utredningsåtgärder för att utvärdera budet.⁴⁸ Målbolagsstyrelsen har härvid ett metodansvar, men inte ett ansvar att faktiskt komma fram till rätt beslut. Metodansvaret riktar sig emellertid mot bolaget — som inte skadas av att budet inte accepteras — och kan endast utkrävas av aktieägarna med de ovan diskuterade begränsningarna.

Frågan om budet skall antas eller förkastas är slutligen en aktieägarfråga. Beslut om att tillåta eller förhindra en due diligence-undersökning kommer emellertid att tas i målbolagets styrelse. Innebär det att aktieägarnas uppfattning skall inhämtas av styrelsen?

I den allmänna sysslomannarätten anses föreligga en plikt för sysslomannen att så snart det erfordras och är möjligt inhämta huvudmannens instruktioner för fullgörande av sysslomannauppdraget.⁴⁹ När frågan om underställandeplikt har behandlats i aktiebolagsrätten

⁴⁷ Jfr prop. 1997/98:99 s. 189 på s. 190.

⁴⁸ Stattin, Företagsstyrning s. 366 ff.

⁴⁹ Hasselrot, B., Kommentar till handelsbalken jemte dithörande författningar med förklarande anmärkningar och belysande prejudikat till praktiska juristers och affärsmäns tjänst, Stockholm, 1903 s. 1332; densamme, Ett och annat om sysslomannaskap s. 18 f.; Bengtsson, Särskilda avtalstyper I s. 157 f.

har en väsentligt mycket mer inskränkt ståndpunkt i allmänhet inta-gits.⁵⁰ Det har sagts att det är onödigt kostsamt eller omständligt — kanske särskilt i ett aktiemarknadsbolag — att inkalla bolagsstämman titt som tätt, att det tar så lång tid med stämformalia att det ofta inte är affärsmässigt lämpligt att invänta ett inkallande eller att styrelsen redan från början har en mer självständig ställning som handha-vare av förvaltningen och att aktieägarna då inte behöver blandas in annat än undantagsvis.⁵¹ Dessa anmärkningar har av allt att döma fog för sig också när det gäller due diligence-undersökningar. Slutsatsen bör alltså bli att det inte finns någon skyldighet att inkalla stämman i målbolaget för att besluta om en due diligence-undersökning. Det är däremot möjligt att inkalla en stämma för att besluta om att *godkänna* en due diligence-undersökning.⁵² I så fall får styrelsen i målbolaget an-ses ha exculperat sig gentemot bolaget⁵³ om skada skulle uppkomma genom att den underställt stämman beslutet.

Det bör emellertid observeras att beslutsfattandet om en eventuell due diligence-undersökning i målbolagets styrelse inte sker i ett "ägarvakuum". Styrelseledamöterna i målbolaget har olika mer eller mindre starka kopplingar till bolagets ägare — vissa av dem kan kan-ske till och med betraktas som "ägarrepresentanter". Säkert sker i de flesta fall också någon typ av dialog mellan bolagsledning och viktiga-re ägare i bolaget. I många fall är det nog möjligt att bilda sig en upp-fattning om vad de viktigaste ägarna i bolaget anser om ett potentiellt bud innan beslut fattas om en due diligence-undersökning. En annan sak är att sådana underhandskontakter kan vara problematiska då de riskerar att ställa minoritetsaktieägare i andra hand när det gäller in-formation om bolaget och att ge viktigare ägare insiderinformation (varom mera nedan). Realistiskt sett förekommer ändå underhands-kontakter — ofta är det nog dessutom företagsekonomiskt rationellt att så sker.

⁵⁰ Det sagda gäller i vart fall utanför doktrinen om oreglerad exklusiv bolagsstäm-mokompetens — se vidare Stattin, Företagsstyrning s. 142 ff.

⁵¹ "Med hänsyn till vikten av aktiebolagsstyrelsens handlingsduglighet torde styrelsen väl böra rätta sig efter vad den säkert vet vara stämmans (majoritetens) vilja men vid osäkerhet därom i allmänhet inte behöva hänvända sig till stämman." Nial, Till frågan om kompetensfördelningen mellan stämma och styrelse i aktiebo-lag, Festskrift till Knut Rodhe s. 329 på s. 339. Annorlunda Johansson, Bolags-stämma s. 162 (m.h.t. minoritetsskyddsaspekter). Åhman är kritisk (Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten s. 722 ff.) bl.a. med hänvisning till ett annat ut-talande av Nial i samma uppsats (refererat på s. 602).

⁵² Men det kanske kan vara olämpligt eftersom det ger offentlighet till planerna. Resulterar förfarandet i att budgivaren inte fullföljer erbjudandet kan även det leda till negativ publicitet.

⁵³ Till det ovanstående behöver reglerna om aktieägares talerätt för bolaget i 29 kap. 9 § ABL beaktas. Om ägare till minst 10 procent av aktierna röstat mot an-svarsfrihet eller för talans väckande på bolagsstämman har en lika stor minoritet rätt att föra talan i eget namn men för bolagets räkning om skadestånd. En minori-tetstalan skulle emellertid enligt min uppfattning inte vinna framgång om styrelsen vid tillåtandet av due diligence-undersökningen förfarit aktsamt. Till saken hör att minoriteten får stå för rättegångskostnaderna om talan inte vinner bifall.

5.5 *Vissa slutsatser*

Den förda diskussionen kan sammanfattas med att det kan föreligga skyldighet att medge en due diligence-undersökning om det ligger i aktieägarnas intresse att den genomförs. Denna skyldighet är nog emellertid i praktiken svår att sanktionera.

6 Likabehandling av budgivare

Om det förekommer konkurrerande budgivare skall målbolaget vinnlägga sig om att de behandlas lika så långt det är lämpligt. Skälet för detta torde vara att aktieägarna i målbolaget som utgångspunkt gynnas av en budkonkurrens på lika villkor. Skyldigheten att behandla konkurrerande budgivare lika är emellertid inte absolut och styrelsen i målbolaget bör noga överväga om det kan finnas skäl att vara selektiv i informationsgivningen vid konkurrerande budgivares due diligence-undersökningar. Såvitt jag kan se kan det finnas anledning till selektion på två grunder, dels avseende budet som sådant, dels med anledning av vem som är budgivare.

Ett i någon form indikerat bud från en konkurrerande budgivare, till exempel ett lägsta vederlag per aktie som målbolagets styrelse kräver för att tillåta en due diligence-undersökning, bör vara så högt eller ha andra fördelar som gör att det kan bedömas vara av intresse för aktieägarna. I annat fall bör målbolagets styrelse, precis som när det gäller andra önskemål om att få genomföra due diligence-undersökningar, avslå detta.⁵⁴

Vidare bör målbolagets styrelse ta hänsyn till om det föreligger skäl hänförliga till budgivaren, typiskt sett konkurrensskäl, som kan föranleda att information selekteras.⁵⁵ Det torde till exempel vara väsentligt mycket mer riskfyllt att låta en konkurrent jämfört med en finansiell aktör få tillgång till information om bolaget. När det gäller en konkurrent är det inte heller säkert att ett sekretessavtal skyddar målbolaget — oavsett sekretessavtal har ju konkurrenten fått tillgång till information som denne kan använda i framtida konkurrens med målbolaget.

I dansk rätt anses rättsläget vara i stort sett detsamma som i Sverige, även om det har antagits att en domstol skulle kunna kräva att ett målbolag kan visa sakliga skäl för att göra skillnad mellan olika budgivare.⁵⁶ I engelsk rätt föreligger däremot en likabehandlingsskyldighet såtillvida att målbolaget skall ställa samma information till alla seriösa budgivares förfogande.⁵⁷

Skyldigheten att som utgångspunkt behandla konkurrerande budgivare lika med avseende på att tillåta due diligence-undersökningar

⁵⁴ Jfr ovan s. 749 ff.

⁵⁵ Jfr Nyström, Ohlsson och Skog, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden s. 41.

⁵⁶ Illum och Drachmann Gram, Bestyrelsens pligter og ansvar ved et offentligt overtagelsestilbud, R&R nr 4, 2006 s. 24 på s. 27.

⁵⁷ City Code on Takeovers and Mergers, 2006, regel 20.2.

faller enligt kommentaren till takeover-reglerna bort om begäran om undersökning framställs efter det att ett takeover-erbjudande lämnats. I kommentaren heter det:

”Vad som nu sagts gäller due diligence-undersökningar, som påbörjas innan erbjudandet offentliggörs. En annan fråga är om en sådan undersökning skall kunna genomföras även efter det att erbjudandet har lagts fram. Detta bör förekomma endast om det är nödvändigt för att bedöma om ett i erbjudandet uppställt fullföljandevillkor är uppfyllt eller ej.”⁵⁸

Uttalandet har längre räckvidd än att avse konkurrerande budsituationer, men torde ha sitt främsta intresse i sådana. Det ligger i sakens natur att en due diligence-undersökning endast undantagsvis skall medges om ett bud redan lämnats. Som konstaterats i det föregående kan en undersökning skada bolaget genom att information blir känd för budgivaren, en undersökning medför också besvär och kostnader för målbolaget. Dessutom skall målbolaget enligt regel II.15 lämna den information som blev känd för budgivaren genom due diligence-undersökningen till aktieägarna (och därmed andra aktörer på marknaden) innan dessa tar ställning till takeover-erbjudandet. Något reellt behov av en ytterligare due diligence-undersökning av en konkurrerande budgivare bör alltså som utgångspunkt inte finnas.

7 Information till aktieägarna och marknaden

Som framgått i det föregående framställs en begäran om att få göra en due diligence-undersökning i allmänhet innan ett takeover-erbjudande lämnas. Om en sådan begäran tillmötesgås torde den närmast utan undantag förenas med ett sekretessavtal. I sådana fall, så länge det inte läcker ut, kan information om due diligence-processen hållas mellan budgivare och målbolag. Som också framgått torde det i detta läge ligga i målbolagets intresse att det inte blir känt att en due diligence-undersökning genomförs för det fall att den inte resulterar i ett takeover-erbjudande.

Om budgivaren till följd av en due diligence-undersökningen får information om målbolaget som ”/.../ i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier /.../”⁵⁹ skall målbolagets styrelse se till att *likvärdig information*⁶⁰ lämnas till aktieägarna innan dessa har att ta ställning till ett eventuellt takeover-erbjudande. Denna informationsskyldighet gäller rimligen så länge informationen kan påverka värderingen av aktierna — om informationen av någon anledning inte längre är aktuell torde informationsskyldigheten bortfalla. Om informationsskyldigheten åsidosätts är det ett brott mot Stockholmsbörsens regelverk som kan sanktioneras genom regelver-

⁵⁸ Kommentaren till takeover-reglerna II.15.

⁵⁹ Takeover-reglerna II.15, 2 st.

⁶⁰ Informationen behöver inte vara identisk, det räcker med ett med sammandrag e.dyl. Kommentaren till II.15,

kets avsnitt 5.⁶¹ I den mån en sådan sanktion drabbar bolaget torde organledamöter som underlåtit att tillse att informationsskyldigheten fullgjordes ha varit oaktsamma vid utförandet av sitt uppdrag och på den grunden skadeståndsskyldiga enligt 29 kap. 1 § 1 st. 1 men. ABL. Däremot är det mer tveksamt om någon överträdelse av en aktieägar-skyddsregel i 2 men. kan ha skett genom den underlåtna informationsskyldigheten.

Om inte något takeover-erbjudande lämnas efter due diligence-undersökningen bortfaller enligt regel II.15 målbolagets skyldighet att offentliggöra information ”/.../ enligt förevarande regelverk”. Regeln måste läsas som att ingen informationsskyldighet föreligger förrän ett takeover-erbjudande lämnas eller ligger nära förestående eller när informationen inte längre är aktuell. Med lokutionen ”förevarande regelverk” torde avses takeover-reglerna, vilka är bindande för målbolaget enligt Stockholmsbörsens regelverk.⁶²

Om målbolaget lämnar information i onödan kan det skada bolaget. I så fall torde de som medverkar till att informationen lämnas i vart fall i princip kunna bli ansvariga gentemot målbolaget enligt 29 kap. 1 § 1 st. 1 meningeningen ABL, med de begränsningar avseende bland annat att oaktsamhet normalt inte torde föreligga om sekretessavtal ingåtts eller informationslämnandet begränsats.⁶³ Däremot kan de knappast bli ansvariga gentemot aktieägarna för att börskursen sjunker eftersom lämnandet av informationen inte synes innebära en överträdelse av 2 mening i samma lagrum.

8 Insiderproblematik

Vid en due diligence-undersökning ligger det i sakens natur att information som inte är allmänt känd på marknaden lämnas från målbolaget till budgivaren.⁶⁴ Det finns därför all anledning för både bud-

⁶¹ ”Åsidosätter bolaget lag, annan författning, den del av förevarande informationsregler som bolaget åtagit sig att följa eller allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden får börsen — om överträdelsen är allvarlig — besluta om avnotering av bolagets fondpapper eller — i andra fall — ålägga bolaget ett vite motsvarande högst 15 gånger den årsavgift som bolaget betalar till börsen. Är åsidosättandet mindre allvarligt eller ursäktligt, kan börsen i stället för att ålägga vite meddela bolaget varning.”

⁶² Jfr det tidigare noteringsavtalet 1.1 punkt c: ”att i förekommande fall följa vad som gäller för målbolag enligt börsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden daterade den 1 juli 2007 samt eventuella förändringar därav under förutsättning att förändringarna uppfyller de krav som ställs i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/ EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden i dess ursprungliga lydelse och i övrigt är ändamålsenliga och att samråd ägt rum med Aktiemarknadsbolagens Förening.” Numera blir Börsens regelverk bindande genom att ”[e]mittenten förbinder sig att följa tillämpliga delar av Regelverket genom att underteckna en förbindelse. Genom undertecknandet åtar sig emittenten att följa de vid var tid gällande reglerna samt underkasta sig de sanktioner som kan följa av en eventuell överträdelse av reglerna.” De juridiska implikationerna av detta till synes enkla grepp för att skapa rättsligt bindande regler får emellertid analyseras i annat sammanhang.

⁶³ Ovan s. 744 f.

⁶⁴ Jfr här Sevenius, R., Om ”due diligence” — företagsbesiktningens betydelse i svensk rätt, SvJT 2007 s. 499 på s. 511 ff.

givaren och den som deltar i en due diligence-undersökning i egenkap av anställd eller uppdragstagare att vara observant på att insiderproblematik kan följa på mottagandet av informationen.⁶⁵ För budgivaren gäller till att börja med ett handelsförbud i målbolagets aktier enligt regel II.2:

”/.../ erhåller [budgivaren] därvid från målbolaget information som är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka en värdering av bolagets aktier, får han inte handla i dessa aktier förrän motsvarande information lämnats till aktieägarna och aktiemarknaden.”

Handelsförbudet anses vara längre gående än motsvarande regler (se strax nedan) i lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (”marknadsmissbrukslagen”, härafter ”MmL”).⁶⁶ Förbudet kan medföra problem för en budgivare som redan äger aktier i målbolaget, men inte vill lämna ett takeovererbjudande eller ha kvar aktierna. Jag har tidigare uppmärksammat frågan om skyldighet för budgivaren att avstå från handel samt för målbolaget att lämna information:

”En speciell situation inträffar om information som framkommer under due diligence-undersökningen leder till att något takeover-erbjudande inte lämnas. I sådana fall synes det av reglerna II.2 och II.15 fortfarande föreligga en skyldighet för målbolaget att informera aktieägarna och aktiemarknaden och för den potentielle budgivaren att avstå från handel. I kommentaren till regel II.15 framgår emellertid att Näringslivets börskommitté menar att i sådana fall ”/.../ bortfaller målbolagets skyldighet att enligt förevarande regelverk offentliggöra den lämnade informationen.”⁶⁷ Av regel II.2 följer emellertid att den potentielle budgivarens handelsförbud i sådana fall fortfarande råder, såvitt informationen inte lämnas.”⁶⁸

Här följer alltså ett avtalat legalt förbud att utnyttja insiderinformationen för att handla med aktier och finansiella instrument.⁶⁹ Förbudet torde gälla så länge den aktuella informationen är ägnad att i icke oväsentlig grad påverka börskursen i målbolaget. Det finns också möj-

⁶⁵ Målbolaget måste klargöra den potentiella insiderställningen för mottagare av selektiv information. Se kommentaren till klausul 3.1.1 i Stockholmsbörsens regelverk: ”Bolaget skall göra klart för mottagaren att denne måste behandla informationen som konfidentiell och att denne genom att motta informationen blir ”insider“ och därmed enligt lag är förbjuden att utnyttja den för egen eller annans vinning. Bolaget skall också föra noggranna anteckningar om vem som fått tillgång till den selektiva informationen, tidpunkt och vad informationen avsåg i enlighet med reglerna i lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet.”

⁶⁶ Kommentaren till takeover-reglerna II.15.

⁶⁷ Nyström, Ohlsson och Skog, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden s. 22.

⁶⁸ Stattin, Takeover s. 64.

⁶⁹ Handelsförbudet inträder i vart fall om handel leder till fördel för den som har insiderinformation. I princip får den som har insiderinformation handla om handeln leder till förlust, i praktiken är emellertid denna möjlighet starkt begränsad eftersom handel som innebär förlust men samtidigt förlustbegränsning inte torde tillåtas, dvs, försäljning av aktier med förlust, men mindre förlust än om effekterna av den kurspåverkande informationen inväntades är inte tillåten.

lighet att begära undantag från handelsförbudet från Aktiemarknadsnämnden enligt regel I.2,⁷⁰ men då måste fortfarande insiderregleringen i marknadsmissbrukslagen beaktas. Huruvida, eller i så fall på vilka grunder, Aktiemarknadsnämnden skulle bevilja ett sådant undantag är osäkert.

För fysiska personer (till exempel en anställd hos budgivaren, en uppdragstagare eller till och med en fysisk budgivare) gäller vidare förbud att handla⁷¹ med finansiella instrument där vederbörande har icke offentliggjord eller inte allmänt känd information som är ägnad att väsentligt påverka priset på det finansiella instrumentet enligt marknadsmissbrukslagen. Den som för egen eller annans räkning handlar eller med råd och dåd främjar handel som baseras på insiderinformation kan dömas till ansvar enligt 2 § MmL. Det finns undantagsregler från handelsförbudet i 5 § MmL — av särskilt intresse i detta sammanhang är undantaget i 5 § 1 st. 4 punkten MmL som gäller ”aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget”.

Undantaget är enligt min uppfattning förrädiskt utformat. Det gäller ”/.../ information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till /.../” ett takeover-erbjudande. Enligt sin ordalydelse gäller undantaget alltså information om (bland annat) en due diligence-undersökning, inte information som framkommit till följd av en sådan undersökning. Regeringen anförde i propositionen inför marknadsmissbrukslagen:

”I punkten 4 behandlas takeover-situationer. I stycke 30 i ingressen till marknadsmissbrukdirektivet anges att ett förvärv eller en avyttring av ett finansiellt instrument med nödvändighet föregås av ett beslut av den som företar transaktionen. Enbart det förhållande att beslutsfattaren sedan genomför transaktionen bör inte anses innebära att denne utnyttjar insiderinformation. Planerna att köpa upp ett företag innebär således inte insiderinformation i direktivets mening i förhållande till uppköparens egna förvärv av aktier i målbolaget. För att undvika gränsdragningsproblem bör dock det uttryckliga undantaget vid offentliga erbjudanden stå kvar. Eftersom förvärvaren också kan vara en fysisk person har undantaget utvidgats till att omfatta även sådana personer.”⁷²

⁷⁰ Regeln följer inte av LUA utan bara av takeover-reglerna, varför dispens får sökas hos Aktiemarknadsnämnden och överklagande hos Finansinspektionen och till förvaltnings-domstolarna inte kan ske.

⁷¹ Förbudet avser handel på värdepappersmarknaden, det vill säga ”handel på en reglerad marknad eller någon annan organiserad marknadsplats eller handel med eller genom någon som yrkesmässigt bedriver sådan verksamhet som avses i 2 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden” — se 1 § MmL.

⁷² Prop. 2004/05:142 s. 164.

Det står alltså klart att 4 punkten skall ges den snäva betydelse som följer av lagtexten och alltså inte omfatta till exempel information som överlämnas under en due diligence-undersökning. Såvitt jag kan se innebär det alltid en risk att den som handlar finansiella instrument på värdepappersmarknaden efter en due diligence-undersökning gör sig skyldig till insiderbrott om den överlämnade informationen är ägnad att väsentligt påverka priset.

I dansk rätt har lagstiftaren gått ett steg längre. Det har i dansk doktrin konstaterats att om en budgivare har genomfört en due diligence-undersökning av ett målbolag, har budgivaren insiderinformation om vederbörande har fått del av ”/.../ intern viden, som kan være af betydning for handeln”.⁷³ Det förefaller som utgångspunkt näraliggande att — både i Danmark och Sverige — anta att den som genomför en due diligence-undersökning får del av information som har betydelse för värderingen av målbolaget och därmed kan påverka värderingen av dess aktier. I § 35 stk. 2 nr 1 værdipapirhandelsloven återfinns emellertid en bestämmelse som undantar

”køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelsen af købstilbuddet”

från insiderregleringen. Någon motsvarande svensk bestämmelse finns inte — regeln i 5 § 1 st. 4 p. MmL och det ovan refererade förarbetsuttalandet har en betydligt mer inskränkt innebörd. Det är därför utomordentligt viktigt att information som budgivaren fått del av och som är ägnad att väsentligen påverka värderingen av målbolagets aktier offentliggörs senast i samband med att takeovererbjudandet lämnas. Ansvaret för att lämna information åvilar primärt målbolaget — se regel II.15, 2 st. I takeover-reglerna:

”Om målbolaget i undersökningen lämnar icke offentliggjord information till budgivaren och denna information i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka en värdering av bolagets aktier, skall målbolaget se till att informationen lämnas till aktieägarna och aktiemarknaden, om möjligt, före acceptfristens början och senast en vecka före acceptfristens utgång.”

Om inget takeover-erbjudande framställs bortfaller informationsskyldigheten på målbolagets sida. Den överlämnade informationen kan emellertid fortfarande vara kurspåverkande och därmed medföra ett handelsförbud för mottagaren. Sådan icke offentliggjord kurspåverkande information kan användas ”kreativt” för att göra någon till in-

⁷³ Illum och Drachmann Gram, Bestyrelsens pligter og ansvar ved et offentligt overtagelsestilbud, R&R nr 4, 2006 s. 24 på s. 27 — se vidare § 35 stk. 1 værdipapirhandelsloven.

sider och därmed påverka vederbörandes möjligheter att handla i en aktie. Förfarandet torde emellertid strida mot god sed på aktiemarknaden. Se AMN 2004:9 där fråga bland annat var om information om en due diligence-undersökning:

”Enligt Aktiemarknadsnämndens mening kan det inte anses vara ett godtagbart stridsmedel vid konkurrerande offentliga erbjudanden att utan begäran lämna information till en konkurrent i syfte att försätta konkurrenten i en insiderposition och hindra denne från att förvärva aktier i målbolaget och att därigenom även påverka kursbildningen i målbolagets aktier. Ett sådant förfarande gagnar inte aktieägarna i målbolaget och måste anses vara stridande mot god sed på aktiemarknaden. I det nu aktuella fallet anklagar Carnegie och Mangold var å sin sida den andra parten för att ha försatt motparten och dess huvudman i en insiderposition.

/.../

Nämnden vill emellertid i detta sammanhang också konstatera att den som mottagit insiderinformation som han inte begärt och som inte lämnats i förtroende normalt måste kunna häva insiderpositionen genom att själv offentliggöra informationen, eftersom handelsförbudet inte är tillämpligt när informationen nått offentligheten (jfr SOU 1994:68 s 30).”

I vissa fall — vilka fall som avses är inte klargjort — anses informationsskyldigheten kunna övergå på en budgivare som mottagit kurspåverkande information.

Se här AMN 2004:31 som i och för sig inte rör en due diligence-undersökning, men där kurspåverkande information ändå fanns utanför ett bolag.

”Enligt Aktiemarknadsnämndens mening får den princip som kommit till uttryck i [regel II.159] anses vara analogt tillämplig på det fallet att målbolaget lämnat kurspåverkande information till budgivaren utan samband med en due diligence-undersökning. Skulle budgivaren ha fått någon kurspåverkande information från målbolaget som det bolaget av någon anledning väljer att inte offentliggöra, kan beroende på omständigheterna förpliktelsen att informera aktiemarknaden övergå på budgivaren.”

För egen del vill jag avslutningsvis tillfoga att det synes angeläget att få till stånd en lagändring av dansk typ för att undvika oavsiktliga insiderbrott i takeover-situationer.⁷⁴

9 Slutord

I den här uppsatsen har jag behandlat due diligence-undersökningar i samband med takeover-erbjudanden. Jag har konstaterat att sådana är omgärdade med en rad juridiska problem — likväl förekommer de och är sannolikt nödvändiga. Man kan diskutera om så mycket behöver skrivas om en företeelse som av allt att döma tycks fungera i stort

⁷⁴ För egen del skulle jag i och för sig vilja gå ett steg längre och överväga ett avskaffande av insiderregleringen... Man kan ifrågasätta om den fyller någon relevant funktion och om inte marknaden skulle fungera bättre om handel på all information tillåts. Det är emellertid ämnet för en annan uppsats.

sett väl i praktiken; emellanåt visar det sig av och till att något går fel och då brukar juridiken aktualiseras. Jag tror därför att det ibland är av värde att problematisera och utreda också sådant som normalt inte leder till problem, inte minst för att klargöra möjliga rättsliga argumentationslinjer för det fall att tvister eller problem skulle uppkomma.

Det som hittills sagts i den här uppsatsen ger anledning till vissa sammanfattande slutsatser som möjligen kan vara till hjälp för den praktiska juridiken.

(1) Det finns en möjlighet för styrelsen i ett målbolag att medge en budgivare att genomföra en due diligence-undersökning. Beslut om att tillåta en due diligence-undersökning skall ha föregåtts av en värdering av om det ligger i ett hypotetiskt aktieägarintresse att tillåta undersökningen. Avgörande för värderingen kan vara om en indikerat bud förefaller intressant och seriöst och om det är lämpligt, till exempel av konkurrensskäl, att tillåta budgivaren att genomföra undersökningen.

(2) Om en due diligence-undersökning medges bör den begränsas till vad som är nödvändigt eller lämpligt och villkoras av att budgivaren ingår ett sekretessavtal.

(3) Om budet är tillräckligt intressant kan det till och med föreligga en skyldighet för målbolagets styrelse att medge en due diligence-undersökning. Denna skyldighet är emellertid i stort sett osanktionerad.

(4) Budgivare bör som utgångspunkt behandlas lika. Styrelsen i målbolaget bör dock noga värdera om det kan finnas skäl att selektera informationen, till exempel om en budgivare bedriver konkurrerande verksamhet.

(5) Information som kan vara kurspåverkande och som överlämnas till budgivaren innebär att denne omfattas av ett handelsförbud som gäller till dess informationen blir allmänt känd eller inte längre är kurspåverkande.

Med det sagt vill jag avsluta med två synpunkter *de lege ferenda*. Det framstår för mig, för det första, som att det vore av värde om lagstiftaren klargjorde att det faktiskt finns möjlighet, kanske också skyldighet, att medge due diligence-undersökningar. Det kunde lämpligen ske antingen i lagtext eller förarbetsvis i samband med en kommande översyn av antingen aktiebolagslagen eller lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. För det andra finner jag det angeläget att införliva en bestämmelse i svensk rätt med ungefär samma innehåll som den danska regeln i § 35 stk. 2 nr 1 værdipapirhandelsloven. En sådan regel skulle undanta information som erhållits genom due diligence-undersökningar i samband med takeovererbjudanden från straff enligt insiderlagstiftningen. Man kan dessutom diskutera om inte en sådan inskränkning av insiderbrottet också

borde gälla due diligence-undersökningar i samband med andra kontrolltransaktioner.