



Kod för uppköpserbudanden

Värdepappersmarknadsföreningen rf



Kod för uppköpserbudanden

(Helsinki Takeover Code)

Innehållsförteckning

INLEDNING	4
MÅLEN FÖR KODEN FÖR UPPKÖPSERBUDANDEN.....	4
BESTÄMMELSER OM OFFENTLIGA UPPKÖPSERBUDANDEN OCH TILLÄMPNING AV DEM.....	4
TOLKNINGSPRINCIPER I KODEN FÖR UPPKÖPSERBUDANDEN	5
TILLÄMPNING AV KODEN FÖR UPPKÖPSERBUDANDEN	6
I BEREDNING AV UPPKÖPSERBUDANDE	10
REKOMMENDATION 1 – SÄKERSTÄLLANDE AV MÖJLIGHETERNA ATT GENOMFÖRA ETT ERBJUDANDE	10
II MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER	14
REKOMMENDATION 2 – STYRELSENS SKYLDIGHET ATT AGERA MED ANLEDNING AV EN KONTAKT	14
REKOMMENDATION 3 – AVTALSARRANGEMANG MED BUDGIVAREN	20
REKOMMENDATION 4 – JÄVSFRÅGOR OCH ANDRA KOPPLINGAR TILL ERBJUDANDET HOS STYRELSELEDAMÖTERNA	23
REKOMMENDATION 5 – MÅLBOLAGETS STYRELSENS UTLÅTANDE OM ERBJUDANDET.....	26
III DUE DILIGENCE -GRANSKNING	30
REKOMMENDATION 6 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING I MÅLBOLAGET.....	30
REKOMMENDATION 7 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING AV BUDGIVAREN.....	33
IV KONKURRERANDE ERBJUDANDEN	34
REKOMMENDATION 8 – MÅLBOLAGETS AGERANDE VID KONKURRERANDE ERBJUDANDE.....	34
V ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG	37
REKOMMENDATION 9 – FÖRVÄRV AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER PÅ MARKNADEN.....	37
REKOMMENDATION 10 – BEREDSKAP FÖR INFORMATIONSLÄCKAGE	39
REKOMMENDATION 11 – OFFENTLIGGÖRANDE AV ERBJUDANDET	40
REKOMMENDATION 12 – ÅBEROPANDE AV ETT VILLKOR FÖR GENOMFÖRANDE AV ETT ERBJUDANDE	43
VI ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE	45
REKOMMENDATION 13 – AVSIKT ATT FÖRVÄRVA DEN ÅTERSTÅENDE DELEN AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER.....	45
REKOMMENDATION 14 – ÖVERTAGANDEÅTGÄRDER	47
VII ANNAT ATT BEAKTA	49
ANNAT ATT BEAKTA OM DE BESTÄMMELSER SOM GRUNDAR SIG PÅ BOLAGSORDNINGEN FÖR ETT MÅLBOLAG	49
ANNAT ATT BEAKTA OM INFORMATIONSSKYLDIGHETEN UNDER DE OLIKA FASERNA AV PROCESSEN FÖR ETT UPPKÖPSERBUDANDE	52

DETTA ÄR EN INOFFICIELL ÖVERSÄTTNING. IFALL DEN FINSKA VERSIONEN INTE ÖVERENSSTÄMMER MED DEN SVENSKA VERSIONEN GÄLLER DEN FINSKA VERSIONEN.

VID MISSFÖRSTÅND, OKLARHET ELLER OSÄKERHET, VÄNLIGEN KONTAKTA NÄMNDEN FÖR UPPKÖPSERBUDANDEN.

NÄMNDEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN

Enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen (746/2012, "VPL"), som trädde i kraft 1.1.2013, ska börsbolag direkt eller indirekt höra till ett oberoende organ som representerar stora delar av näringslivet och har inrättats i Finland och som i syfte att främja god värdepappersmarknadssed rekommenderar hur ett målbolags ledning ska agera vid offentliga uppköpserbudanden och om avtalsbaserade strukturer för att upprätthålla bestämmande inflytande, eller i syfte att styra bolagsrättsliga förfaranden som ska tillämpas i samband med företagsköp. I syfte att främja god värdepappersmarknadssed kan organet också ge rekommendationer som gäller tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen och därmed sammanhängande bolagsrättsliga frågor. Organet kan även ge yttranden om dessa frågor. Värdepappersmarknadsföreningen rf fungerar som ett organ enligt ovan angivna värdepappersmarknadslag.

Värdepappersmarknadsföreningen rf:s nämnd för uppköpserbudanden är en oberoende nämnd som verkar i anslutning till föreningen. Nämnden har till uppgift att främja god värdepappersmarknadssed i Finland. Nämnden har också till uppgift att utarbeta och uppdatera rekommendationer enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen. En ytterligare uppgift för nämnden är att ge beslutsrekommendationer och ta ställning till frågor som gäller koden för uppköpserbudanden och andra företagsarrangemang, antingen på eget initiativ eller på ansökan. Nämndens arbetsordning innehåller närmare bestämmelser om nämndens uppgifter och dess verksamhet.

Nämnden för uppköpserbudanden har 3–12 medlemmar, som föreningens styrelse utser för tre år åt gången. Medlemmarna av nämnden för uppköpserbudanden ska vara väl insatta i frågor gällande näringslivet, bolagslagstiftningen och värdepappersmarknaden.

Nämnden behandlar avgöranden som gäller denna kod för uppköpserbudanden i en sammanställning som omfattar ordföranden eller viceordföranden, två medlemmar och sekreteraren, ifall det inte finns en särskild grund för att behandla ärendet i en annan sammanställning. Ordföranden för nämnden för uppköpserbudanden, eller vice ordföranden om ordföranden är förhindrad, fastställer den sammanställning som ska behandla ett ärende på framställan av sekreteraren. Vid utnämningen beaktas särskilt eventuellt jäv och personens erfarenhet och sakkunskap gällande det ärende som ska behandlas. Sammansättningen ska sträva efter eniga beslut. Vid oenighet avgörs ärendet genom röstning.

-
-
-
-
-
-

Under verksamhetsperioden 2013–2015 fungerar lagman Juhani Mäkinen som ordförande för nämnden. Nämndens övriga medlemmar är:

- professor Tom Berglund, Svenska Handelshögskolan
- ekonomidirektör Henrik Ehrnrooth, Kone Abp
- direktör Kari Hietanen, Wärtsilä Abp
- professor Seppo Ikäheimo, Aalto-universitetet
- direktör Timo Kisanlahti, Ömsesidiga arbetspensionsförsäkringsbolaget Varma
- direktör för juridiska ärenden Merja Karhapää, Sanoma Abp
- ekon. mag. Juha Karttunen, Mirosa Capital Ab
- vd Sari Lounasmeri, Börsstiftelsen
- seniorrådgivare Juha Salonen, Huhtamaki Abp
- direktör Tarja Tyni, Mandatum Livförsäkringsaktiebolaget

Jurist Antti Turunen fungerar som sekreterare för nämnden.

BEREDNING AV KODEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN

Värdepappersmarknadslagen förutsätter att ett organ som representerar stora delar av näringslivet i syfte att främja god värdepappersmarknadssed rekommenderar hur ett målbolags ledning ska agera vid offentliga uppköpserbudanden och om avtalsbaserade strukturer för att upprätthålla bestämmande inflytande, eller i syfte att styra bolagsrättsliga förfaranden som ska tillämpas i samband med företagsköp. Värdepappersmarknadsföreningen rf har gett nämnden för uppköpserbudanden till uppgift att bereda en sådan rekommendation som avses i lagen (Kod för uppköpserbudanden).

Innan godkännandet av koden för uppköpserbudanden har utlåtanden begärts av sammanlagt 20 aktörer, inklusive centrala ministerier, Finansinspektionen intresseorganisationer inom branschen samt företrädare för advokatbyråer, revisionssammanslutningar, kreditinstitut och universitet.

Styrelsen för värdepappersmarknadsföreningen har godkänt denna kod för uppköpserbudanden och fastställt att koden träder i kraft från 1.1.2014.

Koden för uppköpserbudanden ersätter den motsvarande rekommendation som gavs av Centralhandelskammaren 2006 (Rekommendation om förfarandet vid offentliga uppköpserbudanden, Helsinki Takeover Code). Koden för uppköpserbudanden har i första hand uppdaterats med anledning av den värdepappersmarknadslag som trädde i kraft 1.1.2013. Den s.k. "följ eller förklara"-principen (comply or explain) som grundar sig på lagen har påverkat rekommendationens struktur. Därtill har koden för uppköpserbudanden reviderats utifrån erfarenheterna av tillämpningen av koden från 2006. De förfaringssätt och den praxis som följs vid offentliga uppköpserbudanden utvecklas kontinuerligt. Därför ska den finländska och internationella utvecklingen följas upp oavbrutet och koden för uppköpserbudanden ska vid behov uppdateras.

-
-
-
-
-
-

Lagman Juhani Mäkinen har fungerat som ordförande för den arbetsgrupp som har ansvarat för att utarbeta rekommendationen. Arbetsgruppens medlemmar har utgjorts av ekon. mag. Juha Karttunen, direktör Jaakko Raulo och direktör Joakim Åberg. Arbetsgruppens sekretariat har utgjorts av advokaterna Heidi Hanpää, Klaus Ilmonen, Paula Linna och Mia Morkkila samt jurist Antti Turunen.

KODEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN

Värdepappersmarknadsföreningen rf har gett följande rekommendation enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen:

INLEDNING

MÅLEN FÖR KODEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN

Syftet med koden för uppköpserbjudanden är att främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed och styra de förfaringsätt som ska följas vid offentliga uppköpserbjudanden.

Målet med koden för uppköpserbjudanden är att förenhetliga de förfaringsätt som ska följas vid offentliga uppköpserbjudanden i Finland och på så sätt främja tillgodoseendet av parternas rättsskydd vid offentliga uppköpserbjudanden.

BESTÄMMELSER OM OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN OCH TILLÄMPNING AV DEM

Avsikten med koden för uppköpserbjudanden är att komplettera den lagstiftning som tillämpas på offentliga uppköpserbjudanden, vilket innebär att koden ska tillämpas och tolkas enligt målen för och bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen. Nedan följer en kort beskrivning av den centrala lagstiftning som ska tillämpas på offentliga uppköpserbjudanden och de bestämmelser och föreskrifter som har utfärdats på grundval av dessa:

Direktivet om uppköpserbjudanden. Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden gäller de nationella bestämmelser 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 i huvudsak satts i kraft med bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen.

Värdepappersmarknadslagen. Bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden finns i 11 kap. i värdepappersmarknadslagen, som reglerar både frivilliga och obligatoriska uppköpserbjudanden. I enlighet med direktivet om uppköpserbjudanden gäller bestämmelserna för erbjudanden på värdepapper som är föremål för handel på en marknad

som regleras i Finland eller värdepapper som berättigar till sådana värdepapper som anges ovan. Bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen gäller i viss utsträckning också för erbjudanden på värdepapper som handlas på en marknad som regleras av en annan stat som hör till Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, om emittenten är ett bolag som har registrerats i Finland. Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden i värdepappersmarknadslagen tillämpas delvis även om någon offentligt erbjuder sig att köpa aktier som på ansökan av emittenten är föremål för handel på en multilateral handelsplattform i Finland.

Aktiebolagslagen. Aktiebolagslagen (624/2006, "ABL") tillämpas särskilt på målbolagets och dess lednings verksamhet under de olika faserna av processen för ett offentligt uppköpserbjudande. Aktiebolagslagen innehåller bestämmelser om att minoriteten har rätt att få sina aktier inlösta till gängse värde om majoritetsägaren innehar över 90 procent av bolagets aktier och de röster som dessa medför. I en sådan situation har även majoritetsaktieägaren rätt att lösa in minoritetsaktieägarnas aktier till gängse pris enligt aktiebolagslagen. I praktiken utgör inlösningen ofta den sista fasen av processen för ett uppköpserbjudande.

Lagen om Finansinspektionen. Finansinspektionen övervakar hur värdepappersmarknadslagen efterföljs. Lagen om Finansinspektionen (878/2008) innehåller särskilda bestämmelser om Finansinspektionens rätt att övervaka hur vissa av de parter som deltar i vissa uppköpserbjudanden agerar. Inom ramen för sin övervakningsrätt har Finansinspektionen bl.a. rätt att utfärda administrativa påföljder och att överlåta information till andra myndigheter eller organ.

Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar. Finansinspektionen har gett föreskrifter och anvisningar om offentligt uppköpserbjudande och skyldigheten att lämna erbjudande 9/2013 ("FI:s FOA om uppköpserbjudanden"). Även andra bestämmelser och anvisningar av Finansinspektionen, såsom föreskrifter och anvisningar om informationskyldigheten för emittenter 7/2013 ("FI:s FOA om informationsskyldigheten"), kan bli tillämpliga i samband med processen för ett offentligt uppköpserbjudande. Bestämmelserna i föreskrifterna och

anvisningarna grundar sig delvis på de uppgifter som har tilldelats Finansinspektionen med stöd av 11 kap. i värdepappersmarknadslagen och delvis på Finansinspektionens behörighet att övervaka finansmarknaden.

Rekommendationer och yttranden av organ enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen. Ett börsbolag ska direkt eller indirekt höra till ett oberoende organ som representerar stora delar av näringslivet och har inrättats i Finland och som i syfte att främja god värdepappersmarknadssed rekommenderar hur ett målbolags ledning ska agera vid offentliga uppköpserbudanden och om avtalsbaserade strukturer för att upprätthålla bestämmande inflytande, eller i syfte att styra bolagsrättsliga förfaranden som ska tillämpas i samband med företagsköp. I syfte att främja god värdepappersmarknadssed kan organet också ge rekommendationer som gäller tillämpningsområdet för värdepappersmarknadslagen och därmed sammanhängande bolagsrättsliga frågor. Rekommendationerna kan inkluderas i värdepappersbörsens regler. Organet kan även ge yttranden om frågor som gäller rekommendationerna och på särskild ansökan ge rekommendationer till avgörande av enskilda frågor som hänför sig till rekommendationerna. Värdepappersmarknadsföreningen rf fungerar som ett sådant organ som avses ovan och denna kod för uppköpserbudanden är en rekommendation enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen. Skyldigheten för börsbolag och andra aktörer på värdepappersmarknaden att tillämpa rekommendationen beskrivs närmare under rubriken Tillämpning av koden för uppköpserbudanden.

Rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden gäller frågor och problem som uppstår i samband med offentliga uppköpserbudanden. Koden för uppköpserbudanden innehåller rekommendationer gällande den verksamhet som bedrivs av budgivaren, målbolaget och målbolagets ledning och aktieägare. Koden för uppköpserbudanden behandlar också övertagandeåtgärder och inlösen av aktier av minoritetsaktieägare enligt aktiebolagslagen, vilket ofta är en följd av ett uppköpserbudande. Koden för uppköpserbudanden har utarbetats med tanke på frivilliga offentliga uppköpserbudanden, men flera av rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden kan också

tillämpas på obligatoriska uppköpserbudanden. Som sådan kan inte koden för uppköpserbudanden tillämpas på andra företagsarrangemang. Koden för uppköpserbudanden behandlar dock frågor som kan uppstå även i samband med andra företagsarrangemang. Genom att följa koden kan man därmed trygga att god värdepappersmarknadssed i tillämpliga delar iakttas även i samband med andra företagsarrangemang.

TOLKNINGSPRINCIPER I KODEN FÖR UPPKÖPSERBUDANDEN

De frågeställningar som kan bli aktuella i anknytning till offentliga uppköpserbudanden varierar mycket och förfarandena för uppköpserbudanden utvecklas hela tiden. Rekommendationerna för offentliga uppköpserbudanden ska i olika situationer tolkas i ljuset av målen för dessa. Därför är det viktigt att det valda förfarings sättet i ett enskilt fall är ägnat att:

- förbättra förutsägbarheten för processen för uppköpserbudanden;
- främja att de förfarings sätt som ska följas i processen för uppköpserbudanden är enhetliga;
- öka informationen till olika parter i ett uppköpserbudande och transparensen på värdepappersmarknaden; och
- trygga tillgodoseendet av rättsskyddet för de olika parterna i ett uppköpserbudande.
- Direktivet om uppköpserbudanden fastställer följande principer som ska beaktas då direktivet sätts i kraft i medlemsstaterna:
- alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska övriga innehavare av värdepapper skyddas;

- innehavare av värdepapper i ett målbolag ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudande;
- när ett målbolags förvaltnings- eller ledningsorgan ger innehavarna av värdepapper råd ska den framföra sin synpunkt om hur genomförandet av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkoren och placeringen av bolagets kontor;
- målbolagets förvaltnings- eller ledningsorgan ska handla med beaktande av det intresse som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra innehavare av värdepapper möjligheten att ta ställning till erbjudandet;
- marknaden för målbolaget, budgivaren eller ett annat bolag som omfattas av erbjudandet får inte snedvridas på så sätt att kursen för dessa värdepapper stiger eller faller på ett konstgjort sätt och marknadernas normala funktion störs;
- 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 som gäller målbolagets värdepapper får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.

Ovan angivna principer är tvingande för medlemsstaterna. Principerna stöder ett ändamålsenligt genomförande av en process för ett uppköpserbjudande och de ska i tillämpliga delar följas även i tolkningen av de rekommendationer som ingår i denna kod för uppköpserbjudanden.

TILLÄMPNING AV KODEN FÖR UPPKÖP-SERBJUDANDEN

Skyldigheten att tillämpa koden för uppköpserbjudanden grundar sig på bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen. Vad gäller den rekommendation som avses i 11:28 i lagen tillämpas den s.k. "följ eller förklara"-principen (comply or explain), dvs. att en part i ett uppköpserbjudande som inte förbinder sig att följa koden för uppköpserbjudanden ska motivera detta.

De förfaringsätt som ska följas vid ett uppköpserbjudande regleras bl.a. i aktiebolagslagen och myndighetsbestämmelser (särskilt i FI:s FOA om uppköpserbjudanden). För att koden för uppköpserbjudanden ska ge en heltäckande bild av de förfaringsätt som ska följas vid ett uppköpserbjudande har man vid utarbetandet av koden beaktat tillämpligheten av aktiebolagslagen och värdepappersmarknadslagen på uppköpserbjudanden. När rekommendationerna utarbetades var målet att ett agerande enligt dessa uppfyller kraven i aktiebolagslagen och värdepappersmarknadslagen. Rekommendationerna i koden för uppköpserbjudanden beaktar även de bestämmelser och anvisningar av Finansinspektionen som kan tillämpas på uppköpserbjudanden.

Till den del rekommendationerna innehåller skyldigheter som följer av lag eller myndighetsbestämmelser, är det inte möjligt att avvika från rekommendationerna enligt "följ eller förklara"-principen. Utgångspunkten är att varje aktör ska säkerställa att aktiebolagslagen, värdepappersmarknadslagen och andra tvingande bestämmelser iakttas.

a. "Följ eller förklara"-principen

Enligt värdepappersmarknadslagen ska såväl budgivaren som målbolaget meddela om de förbinder sig att tillämpa koden för uppköpserbjudanden. Av ett offentliggörande om ett uppköpserbjudande ska det framgå om budgivaren har förbundit sig att följa rekommendationen enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen. Om så inte är fallet ska en motivering till detta framgå (11:9:3 i VPL). Målbolagets styrelses utlåtande gällande erbjudandet ska innehålla information om huruvida målbolaget har för-

bundit sig att följa rekommendationen och, i annat fall, en motivering till detta (11:13 i VPL). Eftersom målsättningen med koden för uppköpserbjudanden är att främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed, och att säkerställa att rättsskyddet för de olika parterna i ett uppköpserbudande tryggas, är utgångspunkten att budgivaren och målbolaget förbinder sig att följa koden.

Ovan nämnda "följ eller förklara"-princip enligt lag, gäller en allmän förbindelse till att följa koden för uppköpserbjudanden. Inom ramen för koden för uppköpserbjudanden är det dock möjligt, på det sätt som beskrivs närmare nedan, att avvika från en enskild rekommendation utan att detta ses som ett avvikande från koden. Ett avvikande från en enskild rekommendation ska dock motiveras.

b. Avvikande från en enskild rekommendation

Denna kod för uppköpserbjudanden innehåller 14 enskilda rekommendationer gällande uppköpserbjudanden. Varje rekommendation innehåller en inledning och en motivering till rekommendationen. Endast den egentliga rekommendationstexten är en del av denna kod för uppköpserbjudanden. Syftet med inlednings- och motiveringstexterna är att beskriva god värdepappersmarknadssed och praxis och förfaringsätt som lämpar sig för olika situationer samt att ge bakgrundsinformation om de egentliga rekommendationerna och klarlägga dessa. Därför hör de inte till den egentliga koden för uppköpserbjudanden. I inlednings- och motiveringstexterna presenteras också regler som gäller de situationer som behandlas i rekommendationerna, från vilka det inte är möjligt att avvika enligt "följ eller förklara"-principen.

En del av koden för uppköpserbjudanden tillämpas i situationer då ett uppköpserbudande inte ännu har offentliggjorts. Ett eventuellt avvikande från sådana rekommendationer ska offentliggöras endast om erbjudandet offentliggörs.

De förfaringsätt och den praxis som följs vid offentliga uppköpserbjudanden utvecklas hela tiden. Dessutom kan de situationer som uppstår i samband med offentliga uppköpserbjudanden variera i hög grad. I denna kod är det inte möjligt att på ett föregripande eller heltäckande sätt styra de förfarings-

ringssätt som anses utgöra god sed i alla enskilda situationer. Det kan också finnas situationer då det är motiverat att avvika från tillvägagångssätt enligt koden för uppköpserbjudanden. De tolkningsprinciper som beskrivs i i föregående kapitel ska dock följas i sådana situationer. Därtill ska förfarandet alltid följa lag och andra bindande bestämmelser samt iakttas god värdepappersmarknadssed. Det är möjligt att avvika från en enskild rekommendation på så sätt att ifrågavarande aktör, trots avvikandet, anses tillämpa koden för uppköpserbjudanden under förutsättning att (i) tolkningsprinciperna i koden för uppköpserbjudanden följs (ii) förfarandet är förenligt med lag, andra bindande bestämmelser och god värdepappersmarknadssed samt att (iii) dessa avvikelser har redogjorts för och motiverats.

Grunderna för ett avvikande ska motiveras tillräckligt öppet och detaljerat. En tydlig och omfattande motivering stärker förtroendet för ett beslut gällande ett avvikande och ger innehavare av värdepapper i målbolaget och andra aktörer nödvändiga grunder för att bedöma avvikandet. Utgångspunkten är att motiveringen till avvikandet ska offentliggöras senast i samband med offentliggörandet (budgivaren) eller i samband med offentliggörandet av styrelsens utlåtande (målbolaget) till den del som det, utifrån en rimlig bedömning, har varit möjligt att förutse behovet av att avvika från en enskild rekommendation vid den tidpunkten. Motiveringen till ett avvikande från en rekommendation ska dock i varje fall offentliggöras i ett så tidigt skede som möjligt, och i allmänhet senast då man vet att det finns ett behov av ett avvikande.

c. Iakttagande av god värdepappersmarknadssed

Enligt 1:2 i värdepappersmarknadslagen får inte förfaranden som strider mot god värdepappersmarknadssed tillämpas på värdepappersmarknaden. Med god värdepappersmarknadssed avses principer och regler som anses riktiga enligt en upplyst opinion som bildats bland aktörerna på värdepappersmarknaden och, som sett ur, kundens och aktörers synvinkel bör ses som rimlig handlingsed. Denna kod för uppköpserbjudanden och motiveringarna till rekommendationerna innehåller en sammanställning över sådana förfaringsätt och

sådan god praxis som på det sätt som anges ovan kan ses som god och rimlig handelssed för alla parter. Att följa de förfaringssätt som anges i koden för uppköpserbudanden ska ses som sådan god värdepappersmarknadssed som anges ovan, om inte annat följer av det enskilda fallet.

d. Aktiebolagslagen

Även om aktiebolagslagen inte innehåller uttryckliga bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden, tillämpas vissa av bestämmelserna i lagen på de handlingar som vidtas av organen i målbolaget i samband med ett uppköpserbudande. Vid utarbetandet av koden för uppköpserbudanden har man beaktat tillämpligheten av bestämmelserna i aktiebolagslagen gällande de åtgärder som vidtas av målbolagets styrelse och bolagsstämma under de olika faserna av ett uppköpserbudande. Genom att följa de förfaringssätt som anges i koden för uppköpserbudanden främjar man i synnerhet att de allmänna principerna enligt 1 kap. i aktiebolagslagen uppfylls och att aktieägarnas rättigheter i målbolaget tillgodoses vid ett uppköpserbudande. Genom att följa de förfaringssätt som anges i koden för uppköpserbudanden främjar man samtidigt att målbolaget inte vidtar en åtgärd enligt 1:7 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 målbolagets ledning, på det sätt som förutsätts av 1:8 i aktiebolagslagen, har omsorgsfullt agerat i aktieägarnas intresse i samband med ett uppköpserbudande. Samma gäller för budgivaren då budgivaren är ett finskt aktiebolag.

e. Ett offentligt uppköpserbudande på en multilateral handelsplattform

Värdepappersmarknadslagens 11:27 innehåller bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden på en multilateral handelsplattform. Enligt värdepappersmarknadslagen får den som lämnar ett uppköpserbudande vid sådana erbjudanden inte t.ex. särbehandla innehavare av de värdepapper som är föremål för uppköpserbudandet. Innehavarna av värdepapper ska också ges väsentliga och tillräckliga uppgifter, på basis av vilka de kan bilda en välgrundad uppfattning om uppköpserbudandet.

Värdepappersmarknadslagens bestämmelser om bl.a. skyldigheten att meddela att man förbinder sig att följa koden för uppköpserbudanden kan dock inte tillämpas direkt på offentliga uppköpserbudanden på en multilateral handelsplattform (se 11:9:3, 11:13:3 och 11:28 i VPL).

Det främsta syftet med denna kod för uppköpserbudanden är att främja god värdepappersmarknadssed och att förenhetliga de förfaringssätt som följs i Finland. I koden för uppköpserbudanden har också tillämpligheten av bestämmelserna i aktiebolagslagen på åtgärder som vidtas av målbolagets styrelse och bolagsstämma under de olika faserna av ett uppköpserbudande beaktats. Att iaktta god värdepappersmarknadssed kan på samma sätt anses vara av största vikt då man agerar på en multilateral handelsplattform. Förfaringssätt enligt koden för uppköpserbudanden är följaktligen tillämpliga även på offentliga uppköpserbudanden på en multilateral handelsplattform.

f. Yttranden av nämnden för uppköpserbudanden

Det är möjligt att begära ett yttrande av nämnden för uppköpserbudanden om tillämpningen av koden för uppköpserbudanden i enskilda frågor. Vanligtvis blir det aktuellt att begära ett yttrande vad gäller tolkningsfrågor som gäller tillämpningen av koden för uppköpserbudanden. Det är möjligt att ansöka om ett yttrande för att klarlägga ifall ett planerat förfarande är förenligt med koden för uppköpserbudanden eller god värdepappersmarknadssed. Finansinspektionen rekommenderar bl.a. att styrelsen för målbolaget begär ett yttrande av nämnden för uppköpserbudanden om målbolaget inte avser överföra en emission eller en annan åtgärd enligt 11:14 i värdepappersmarknadslagen för beslut av bolagsstämman (4.4 (18) i FI:s FOA om uppköpserbudanden). Finansinspektionen kan också beakta ett yttrande om ärendet som har getts av nämnden för uppköpserbudanden då den prövar förutsättningarna att avvika från minimibeloppet för vederlaget i ett erbjudande (7.3.2 (18) i FI:s FOA om uppköpserbudanden).

Enligt 11:26:1 i värdepappersmarknadslagen kan Finansinspektionen av särskilda skäl på ansökan bevilja undantag från skyldigheten att lämna erbjudande och från andra skyldigheter enligt detta kapitel, förutsatt att undantaget inte strider mot de allmänna bestämmelserna enligt 1:2–4 eller mot de allmänna principerna i 11:7 och 11:8 i värdepappersmarknadslagen och i artikel 3 i direktivet om uppköpserbjudanden. Vid en ansökan om undantagstillstånd kan det ofta vara av betydelse att arrangemanget följer de allmänna principerna i aktiebolagslagen och att minoritetsaktieägarnas rättigheter tillgodoses i samband med företagsarrangemanget. På ansökan kan nämnden för uppköpserbjudanden ge ett yttrande bl.a. om huruvida ett planerat företagsarrangemang enligt nämndens syn ska anses vara förenligt med de allmänna principerna enligt aktiebolagslagen eller om de planerade bolagsrättsliga förfaringssätten är förenliga med god värdepappersmarknadssed.

I BEREDNING AV UPPKÖPSERBJUDANDE

REKOMMENDATION 1 – SÄKERSTÄLLANDE AV MÖJLIGHETERNA ATT GENOMFÖRA ETT ERBJUDANDE

Inledning

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

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

Före offentliggörande ska budgivaren säkerställa att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan betalas och vidta alla rimliga åtgärder för att säkerställa betalning av andra typer av vederlag. (11:9:4 i VPL).

Enligt Finansinspektionen avses med säkerställande av finansieringen att budgivaren har tillgång till tillräckligt med kontanta medel eller att budgivaren med tillräcklig säkerhet har avtalat om finansieringsarrangemanget för att genomföra erbjudandet. Det penningbelopp som motsvarar det kontanta vederlaget behöver dock inte innehas av budgivaren då ett erbjudande offentliggörs. Finansieringsarrangemanget för det kontanta vederlaget kan också vara villkorligt. Vad gäller betalning av aktievederlaget, anser Finansinspektionen att en förutsättning för att säkerställa finansieringen är att budgivaren i samband med offentliggörandet av ett uppköpserbjudande vid behov sammankallar eller förbinder sig att sammankalla bolagsstämman för att fatta beslut om en riktad aktieemission. >> *Se 5.2.2 (21–22) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

De villkor och osäkerhetsfaktorer för finansieringen som är väsentliga för bedömning av uppköpserbjudandet, ska offentliggöras i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet.

>> *Se rekommendation 11 "Offentliggörande av erbjudandet" och 5.2.2 (20) och (21) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

Den som lämnar ett offentligt uppköpserbjudande ställer ofta uppnående av en viss ägarandel som ett villkor för genomförande av erbjudandet. Om bolaget har en specifik betydande aktieägare eller några större aktieägare kan genomförandet av uppköpserbjudandet förhindras av att dessa aktieägare förhåller sig negativt till erbjudandet. För budgivaren kan det finnas skäl att kartlägga förutsättningarna för genomförandet av erbjudandet genom att på förhand diskutera med betydande aktieägare i målbolaget. Om målbolagets styrelse får information om ett uppköpserbjudande innan det offentliggörs, kan det finnas skäl även för målbolagets styrelse att bedöma om styrelsen ska utreda hur sådana aktieägare förhåller sig till erbjudandet redan innan erbjudandet offentliggörs.

Vid eventuella diskussioner med aktieägare ska man beakta de bestämmelser som gäller användning av insiderinformation. Enligt 14:2 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 FI:s FOA om informationskyldigheten 5.5 (40) kan röjande av information som ett normalt led i arbete, yrke eller åligganden i vissa fall ses som röjande av insiderinformation till betydande aktieägare i bolaget.

>> *Se mer om motiveringarna nedan i 1 (c) "Diskussioner med betydande aktieägare i målbolaget".*

Rekommendation 1

Innan budgivaren offentliggör ett offentligt uppköpserbjudande ska budgivaren omsorgsfullt försäkra sig om att budgivaren har de förutsättningar som förutsätts av värdepappersmarknadslagen och därtill även andra nödvändiga förutsättningar att genomföra uppköpserbjudandet. Dessutom ska budgivaren sträva efter att utreda om det finns osäkerhetsfaktorer till följd av särskilda myndighets-tillstånd eller av andra orsaker.

Motiveringar**a. Tryggande av finansiering**

Enligt den tvingande bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen ska budgivaren innan ett uppköpserbjudande offentliggörs säkerställa tillgången till finansiering (11:9:4 i VPL) och det är inte möjligt att avvika från denna förutsättning utifrån "följ eller förklara"-principen. Denna motivering beskriver hur man i praktiken kan trygga tillgången till finansiering enligt god värdepappersmarknadssed.

Om finansieringen av ett erbjudande förutsätter extern lånefinansiering, är utgångspunkten vad gäller tryggande av finansieringen att det kan anses tillräckligt att man har fattat ett beslut om tillgången till finansiering (t.ex. ett godkännande beslut om beviljande av finansiering av ett behörigt organ av den som beviljar finansiering) och finansieringsbeloppet och de huvudsakliga villkoren har avtalats mellan kreditinstitutet, finansiären eller arrangören av finansieringen och budgivaren. Att en enskild finansiär ensidigt har visat intresse att ordna finansiering (letter of interest eller letter of strong interest) är inte ensamt tillräckligt för att visa att man har säkerställt tillgången till finansiering, men å andra sidan förutsätts det inte alltid för ett tillräckligt säkerställande av finansieringen att alla parter har undertecknat ett finansieringsavtal innan ett erbjudande offentliggörs. Tillgången till finansiering kan avtalas att vara villkorligt till det att inga avsevärda skadliga ändringar sker på finansmarknaden eller i målbolaget eller att uppköpserbjudandet genomförs enligt villkoren.

>> **Se 5.2.2 (21) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.**

Om budgivaren i samband med sitt erbjudande har för avsikt att skaffa finansiering för sitt erbjudande på kapitalmarknaden (t.ex. med en aktieemission eller genom att emittera andra än aktierelaterade värdepapper, såsom obligationer), ska budgivaren innan erbjudandet offentliggörs vidta nödvändiga åtgärder för att bereda den berörda emissionen och tillsammans med arrangören av en sådan emission av värdepapper säkerställa förutsättningarna att genomföra emissionen. Förutsättningarna att genomföra en emission kan tryggas t.ex. genom att på förhand skaffa teckningsförbindelser och/eller teckningsgarantier för en sådan mängd värdepapper som utifrån en rimlig bedömning säkerställer genomförandet av den emission som behövs för att finansiera ett uppköpserbjudande. En planerad emission av värdepapper ska beskrivas i samband med offentliggörandet av erbjudandet och i erbjudandehandlingen.

Om budgivaren är ett aktiebolag, förutsätter en emission av en aktie eller ett annat aktierelatrat värdepapper i allmänhet ett beslut av bolagsstämman. Ett undantag kan vara om styrelsen på förhand har beviljats ett lämpligt bemyndigande att genomföra en emission. En förutsättning att få visshet om att aktievederlaget kan betalas är enligt Finansinspektionen att vid behov sammankalla bolagsstämman för att fatta ett beslut om en riktad aktieemission. Även i andra situationer där det behövs ett beslut av bolagsstämman eller ett annat motsvarande organ för att betala vederlaget i erbjudandet eller för att genomföra ett erbjudande, är en förutsättning för att säkerställa förutsättningarna att genomföra ett erbjudande vanligen att budgivaren, senast i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet, sammankallar eller förbinder sig att sammankalla stämman för organet för att fatta ett beslut i ärendet.

I allmänhet förutsätts det dock inte att budgivaren på förhand utreder hur aktieägarna hos budgivaren förhåller sig till de nödvändiga besluten, om inte budgivaren har en särskild orsak att förmoda att ett tillräckligt antal aktieägare inte kommer att stöda ett nödvändigt beslut. I dessa fall är det i allmänhet motiverat att, inom ramen för insiderregleringen, på förhand innan erbjudandet offentliggörs utreda ståndpunkten hos de aktieägare i budgivaren vilka i praktiken måste medverka för att det ska vara möjligt att fatta de berörda besluten.

>> *Se rekommendation 10 "Beredskap för informationsläckage", rekommendation 11 "Offentliggörande av erbjudandet" och 5.2.2 (22) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden vad gäller aktieverderlag.*

Om andra än aktierelaterade värdepapper erbjuds som vederlag (t.ex. obligationer), ska budgivaren i samband med erbjudandet ge tillräckliga uppgifter om dessa värdepapper för att vederlaget kan bedömas.

>> *Se 1:4 i VPL, 11:11 i VPL och finansministeriets förordning om innehållet i och offentliggörande av erbjudandehandlingar och om undantag som kan beviljas i fråga om deras innehåll samt om ömsesidigt erkännande av erbjudandehandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet 20.12.2012/1022.*

b. Myndighetstillstånd och -bestämmelser

God värdepappersmarknadssed förutsätter att budgivaren ska med de medel som står till dennes förfogande utreda de myndighetstillstånd budgivaren behöver för att genomföra och verkställa erbjudandet. Det kan vara frågan om tillstånd av konkurrensmyndigheterna eller tillstånd som krävs inom olika affärsområden, såsom tillstånd för försäkrings- och bankverksamhet. En budgivare ska också, med de medel som står till dennes förfogande, sträva efter att säkerställa att den uppfyller eller kan uppfylla eventuella andra krav och verksamhetsförutsättningar som myndigheterna har fastställt för den berörda branschen.

Ansökandet om myndighetstillstånd kan vara en långvarig process och detta kan påverka tidtabellen för genomförandet av ett uppköpserbjudande. Längden av dessa processer kan påverka målbolagets och dess aktieägares ställning och uppgifterna om dessa är viktiga för aktieägarna. Vid offentlig-

görandet av ett erbjudande ska budgivaren lägga fram sin uppfattning om de nödvändiga myndighetstillstånden och i mån av möjlighet ge en bedömning av längden av förfarandets längd.

>> *Se rekommendation 11 "Offentliggörande av erbjudandet".*

Om budgivaren inte har möjlighet att bedöma de myndighetstillstånd som behövs och förutsättningarna att få sådana, ska detta nämnas i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet.

I detta samband ska även beaktas att den tvingande bestämmelsen i 11:8:1 i värdepappersmarknadslagen förbjuder en budgivare att vidta åtgärder som förhindrar eller väsentligt försvårar genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande och de villkor som uppställs för det.

>> *Se 5.4 (45) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

Det är inte möjligt att avvika från ifrågavarande bestämmelser med stöd av "följ eller förklara"-principen.

c. Diskussioner med betydande aktieägare i målbolaget

I vissa situationer kan det vara motiverat för budgivaren att kontakta vissa aktieägare i målbolaget innan ett erbjudande offentliggörs. Om t.ex. ett villkor för att genomföra ett uppköpserbjudande är att ett visst procentuellt innehav uppnås och det finns en eller flera betydande aktieägare i bolaget som ensamma eller tillsammans kunde förhindra uppköpserbjudandet, kan det vara motiverat att sträva efter att utreda hur sådana aktieägare förhåller sig till erbjudandet.

I vissa fall kan det vara motiverat även för målbolagets styrelse att sträva efter att utreda sådana betydande aktieägares ståndpunkt innan styrelsen beslutar att ta ställning till ståndpunkt om erbjudandet. Målbolagets styrelse har dock ingen skyldighet att på förhand diskutera uppköpserbjudandet med aktieägarna. Ur målbolagets styrelses synvinkel kan man allmänt sett anse att det ligger i såväl bolagets som alla aktieägares intresse att utreda förutsättningarna att genomföra ett erbjudande. Om det vid dessa diskussioner kommer fram att det inte finns förutsättningar att genomföra ett er-

bjudande på grund av att de betydande aktieägarna motsätter sig erbjudandet och inte kommer att godkänna det, ska styrelsen bedöma om det är motiverat att använda bolagets resurser till att medverka till uppköpserbjudandet.

I samband med eventuella diskussioner med aktieägarna ska man beakta de begränsningar som gäller röjande av insiderinformation. Att röja insiderinformation till betydande aktieägare i bolaget kan dock ses som godtagbart om det sker som ett normalt led i tjänst, yrke eller åligganden. En sådan situation kan uppstå t.ex. då bolagets ledning överväger att vidta en åtgärd som i ett senare skede kräver ett uttryckligt godkännande av aktieägarna eller en åtgärd som det i praktiken inte i övrigt är ändamålsenligt att planera utan att de betydande aktieägarna har gett samtycke eller stöd på förhand.

>> **Se 5.5 (40) FI:s FOA om informationsskyldigheten**

Till exempel ett beslut av målbolaget att medverka till ett planerat offentligt uppköpserbjudande eller en plan att lämna ett erbjudande av en budgivare, där man erbjuder aktier hos budgivaren som vederlag, kan typiskt utgöra en sådan situation.

Följaktligen är utgångspunkten att förbudet att röja insiderinformation inte begränsar budgivarens möjligheter eller möjligheterna för målbolagets styrelse att diskutera det föreslagna erbjudandet med betydande aktieägare, under förutsättning att en sådan diskussion är motiverad och att man ordnar hanteringen av insiderinformation och sekretessaspekter på ett behörigt sätt. En aktieägare som har fått information om ett föreslaget erbjudande i samband med eventuella diskussioner blir i allmänhet en insider, och därför finns det skäl att noggrant överväga när man diskuterar med aktieägarna. Information om beredning av ett erbjudande kan utgöra insiderinformation för värdepapper i målbolaget och även för värdepapper i budgivaren, om budgivaren är ett listat bolag. Även om de första kontakterna inte skulle anses som insiderinformation, finns det skäl att vara försiktig vid röjande av information om sådana kontakter och vid handel med aktier i målbolaget och även med aktier hos budgivaren, om budgivaren är listad på börsen. Till exempel information om att de största aktieägarna är intresserade av att sälja sina aktier kan påverka

bedömningen av informationens karaktär.

Till den del som de skyldigheter som gäller hanteringen av insiderinformation och sekretessaspekter grundar sig på tvingande lagstiftning, myndighetsföreskrifter eller värdepappersbörsens regler, är det inte möjligt att avvika från dessa utifrån "följ eller förklara"-principen.

>> **Se t.ex. i punkt (d) "Insideraspekter" i rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt", vilken gäller förande av projektspecifika insiderregister), 13:6–8 i värdepappersmarknadslagen, Finansinspektionens standard 5.3 (Insideranmälan och insiderregister) samt i insiderinstruktionen för börsbolag av NASDAQ OMX Helsingfors.**

Förutom målbolaget finns det även skäl för budgivaren att föra ett eget projektspecifikt insiderregister i samband med beredning av ett erbjudande, oberoende av om budgivaren är ett noterat bolag eller ej.

II MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

REKOMMENDATION 2 – STYRELSENS SKYLDIGHET ATT AGERA MED ANLEDNING AV EN KONTAKT

Inledning

Budgivaren tar ofta kontakt med målbolagets styrelse eller verkställande direktör innan ett uppköpserbjudande offentliggörs. Senast då budgivaren fattar ett beslut om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande enligt värdepappersmarknadslagen, ska detta offentliggöras och tillkännages målbolaget (11:9:1 i VPL). Värdepappersmarknadslagen medför även vissa skyldigheter för målbolagets styrelse gällande offentliga uppköpserbjudanden (11:10–11, 11:13–15 och 11:17 i VPL).

Aktiebolagslagen innehåller inga bestämmelser som uttryckligen reglerar målbolagets styrelses ställning och dess skyldigheter (se dock hänvisningsbestämmelsen i 6:7:3 i ABL). Styrelsens roll ska bedömas enligt de allmänna bolagsrättsliga principerna med bolagets och dess aktieägares intresse som utgångspunkt.

Styrelsen för ett aktiebolag har allmän behörighet i bolaget (6:2 i ABL). Styrelsen ska verka omsorgsfullt och främja bolagets och dess aktieägares intresse (omsorgs- och lojalitetsplikten, 1:8 i ABL). Att främja bolagets intresse omfattar en skyldighet att agera i enlighet med bolagets syfte. Syftet med bolagets verksamhet är att bereda vinst åt aktieägarna, om inte annat föreskrivs i bolagsordningen (1:5 i ABL). Målbolagets styrelse har en skyldighet att bemöta alla aktieägare i bolaget jämlikt, och målbolaget får 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 (1:7 i ABL).

När målbolagets styrelse har fått information om en seriös avsikt gällande ett offentligt uppköpserbjudande, ska styrelsen sträva efter bästa möjliga slutresultat för aktieägarna. Enligt förarbetena till aktiebolagslagen innebär en strävan att uppnå bästa möjliga slutresultat för aktieägarna i anknytning till ett uppköpserbjudande sådana åtgärder som är nödvändiga för att uppnå bästa möjliga erbjudande (RP 109/2005, s. 41). Det föreslagna uppköpserbjudandet är dock inte nödvändigtvis den bästa

lösningen ur aktieägarnas synvinkel. Bolaget kan också ha andra alternativ. Ett led i bedömningen av uppköpserbjudandet är att utreda och bedöma dessa alternativ.

Det är möjligt att ett offentligt uppköpserbjudande som lämnas utan medverkan av målbolagets styrelse eller ledning ses som fientligt och målbolagets styrelse eller ledning kan även sträva efter att motverka ett sådant erbjudande. Att vidta åtgärder för att motverka ett uppköpserbjudande kan förutsätta att bolagsstämman sammankallas. Värdepappersmarknadslagens 11:14 innehåller en bestämmelse om skyldigheten att sammankalla en bolagsstämma i vissa situationer där styrelsen, efter att ha fått kännedom om ett offentliggjort uppköpserbjudande, avser utöva ett emissionsbemyndigande eller besluta om åtgärder och arrangemang enligt sin allmänna behörighet på så sätt att detta förhindrar eller kan förhindra eller avsevärt försvåra genomförandet av uppköpserbjudandet eller uppfyllandet av väsentliga villkor i erbjudandet. Finansinspektionen rekommenderar att målbolagets styrelse begär ett yttrande av ett organ enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen ifall styrelsen inte har för avsikt att överföra en riktad aktieemission eller en åtgärd enligt 11:14 i värdepappersmarknadslagen eller en fråga som gäller arrangemanget för avgörande av bolagsstämman.

>> Se om ärenden som ska överföras till behandling av bolagsstämman i 4.4 (18)–(19) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.

Styrelsen kan anse att det är motiverat att sammankalla bolagsstämma även i andra situationer än de situationer som anges i 11:14 i värdepappersmarknadslagen. Finansinspektionen kan på ansökan av målbolaget och vid behov utan att höra budgivaren bestämma att erbjudandets giltighetstid och en begränsning av genomförandet ska förlängas, för att målbolaget ska ha möjlighet att sammankalla bolagsstämma för att överväga erbjudandet. (11:12:3 i VPL). Budgivaren har dock rätt att avstå från ett uppköpserbjudande med anledning av en förlängning. Enligt Finansinspektionen kan det bli aktuellt att förlänga giltighetstiden för ett uppköp-

serbjudande t.ex. då det är motiverat att sammankalla bolagsstämman på grund av omständigheter som framkommer under den tid då erbjudandet är i kraft eller ett uppköpserbjudande som gäller en enskild affärsverksamhet i målbolaget.

>> *Se 5.3.3 (34)–(35) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

I samband med ett uppköpserbjudande ska man beakta insideraspekter, eftersom en kontakt med information om ett erbjudande som målbolaget har tagit emot kan vara insiderinformation beroende på i vilken fas beredningen av uppköpserbjudandet befinner sig.

>> *Se motiveringen till (d) "Insideraspekter".*

Rekommendation 2

Om någon tar kontakt med styrelsen för målbolaget i avsikt att lämna ett uppköpserbjudande och styrelsen bedömer att kontakten är seriös, ska styrelsen bedöma vilka åtgärder som eventuellt ska vidtas för att trygga aktieägarnas intresse. Styrelsen ska agera aktivt för att uppnå bästa möjliga slutresultat för aktieägarna.

Motiveringar

a. Skyldigheten för en styrelse att behandla en kontakt gällande ett uppköpserbjudande

Ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till bolagets aktieägare, inte till bolaget som sådant. Vid ett uppköpserbjudande sammanfaller bolagets intresse ofta med aktieägarkollektivets intresse, varvid styrelsens aktsamhets- och lojalitetsplikt kan anses vara direkt inriktad på värdet av aktieägarnas innehav. Det är inte möjligt att avvika från rekommendationen enligt "följ eller förklara"-principen till den del som styrelsens skyldigheter följer av principerna i aktiebolagslagen eller andra tvingande bestämmelser.

Om en budgivare tar kontakt med målbolagets styrelse angående ett uppköpserbjudande kontaktar den ofta målbolagets styrelseordförande allra först. Om en enskild person (en styrelseledamot eller verkställande direktören) kontaktas, ska han eller hon i allmänhet utan dröjsmål ta upp frågan för

behandling i styrelsen, om det inte finns välgrundad anledning att förmoda att kontakten inte är 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, är det i allmänhet motiverat att informera hela styrelsen om kontakten. Det anses att kontakten kommit till målbolagets styrelses kännedom då den kommit till kännedom för en styrelseledamot eller verkställande direktören.

När målbolagets styrelse bedömer om en kontakt som gäller ett offentligt uppköpserbjudande är seriös eller inte, påverkar bl.a. följande omständigheter bedömningen:

- är kontakten konkret och trovärdig (t.ex. i vilken form och på vilket sätt tog man kontakt, vem tog kontakt och har kontakten och uppköpserbjudandet beretts);
- beloppet av det vederlag som erbjuds och vilken form det har;
- möjligheterna att genomföra uppköpserbjudandet (t.ex. finansiering av uppköpserbjudandet och villkoren för genomförandet av uppköpserbjudandet); och
- övriga aspekter i anknytning till den specifika situationen.

Om styrelsen anser att kontakten är seriös ska styrelsen utreda ärendet, bedöma det föreslagna uppköpserbjudandet och inhämta tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter till stöd för bedömningen. Styrelsen ska sträva efter att uppnå bästa möjliga resultat för aktieägarna. Detta förutsätter en omsorgsfull bedömning av själva erbjudandet och, i mån av möjlighet, också andra alternativ för bolaget.

Om styrelsen fattar beslut om att vidta åtgärder i ärendet, ska den behandla samtliga aktieägare jämlikt och får inte gynna en enskild aktieägare eller aktieägargrupp på bolagets eller övriga aktieägars bekostnad. Styrelsen ska också säkerställa att eventuella intressekonflikter eller annan yttre påverkan hos enskilda styrelseledamöter inte påverkar styrelsens verksamhet

>> *Se om jävssituationer i 6:4 i ABL och i rekommendation 4 "Jävsfrågor och andra kopplingar till erbjudandet hos styrelseledamöterna".*

b. Bedömning av bolagets alternativ

Vid ett uppköpserbjudande ligger det i aktieägarnas intresse att styrelsen bedömer själva erbjudandet och följderna av erbjudandet och även jämför det med övriga alternativ för bolaget, t.ex. att fortsätta som ett självständigt bolag enligt den tidigare strategin eller att genomföra en strukturell lösning. Målbolagets styrelse kan också leta efter konkurrerande erbjudanden. Den har dock ingen skyldighet att försöka leta efter konkurrerande erbjudanden. Om styrelsen känner till en eventuell annan köpare, är det motiverat att styrelsen prövar om det ligger i aktieägarnas intresse att närma sig en sådan aktör.

Under processen för ett uppköpserbjudande kan en konkurrerande budgivare på eget initiativ ta kontakt med målbolagets styrelse. Frågor som gäller konkurrerande uppköpserbjudanden behandlas separat i rekommendation 8 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande".

Styrelsen ska inhämta tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter till stöd för sin bedömning. Med detta avses i allmänhet information om målbolagets värde enligt olika värderingsmetoder och information om de omständigheter som påverkar värdet på målbolaget. Det kan också betyda att styrelsen begär ytterligare uppgifter och för diskussioner med budgivaren. Att hitta den bästa lösningen för aktieägarna kan också betyda att styrelsen samtidigt för diskussioner även med andra aktörer än budgivaren.

En aktieägare och budgivaren kan sinsemellan komma överens om förhandsköp eller om en förbindelse, enligt vilken aktieägaren förbinder sig att sälja sina aktier i samband med det förestående

erbjudandet. Om målbolagets styrelse får information om ett sådant arrangemang ska styrelsen sträva efter att utreda ärendet och beakta arrangemanget i bedömningen av erbjudandet och bolagets övriga alternativ. Förhandsköp eller förbindelser av betydande aktieägare i bolaget att godkänna ett förestående erbjudande kan förbättra möjligheterna att genomföra erbjudandet och på så sätt påverka styrelsens bedömning av erbjudandet.

När styrelsen bedömer ett uppköpserbjudande och bolagets övriga alternativ ska den överväga om det finns skäl att anlita externa sakkunniga i bedömningen.

Om styrelsens bedömning är att uppköpserbjudandet är det mest fördelaktiga alternativet för aktieägarna, ska styrelsen vidta nödvändiga åtgärder för att få till stånd bästa möjliga erbjudande. Utgångspunkten är att styrelsen ska sträva efter ett så högt värde som möjligt för bolagets värdepapper, samt att med tillbudsstående medel utreda om budgivaren har möjligheter att genomföra erbjudandet. I praktiken kan detta betyda att man inleder förhandlingar med budgivaren.

Om styrelsen beslutar att börja förhandla med budgivaren fattar den vanligtvis också beslut om vem som representerar bolaget vid dessa förhandlingar. I beslutsfattandet ska man beakta eventuellt jäv hos styrelseledamöterna.

>> *Se rekommendation 4 "Jävsfrågor och andra kopplingar till erbjudandet hos styrelseledamöterna".*

Om styrelsen anser att ett uppköpserbjudande inte ligger i aktieägarnas intresse har styrelsen ingen skyldighet att inleda förhandlingar om erbjudandet med budgivaren. Med stöd av 11:9:5 i värdepappersmarknadslagen har målbolagets styrelse i vissa situationer även möjlighet att begära att Finansinspektionen fastställer en tidsfrist för den aktör som planerar ett erbjudande att antingen offentliggöra uppköpserbjudandet eller meddela att ett erbjudande inte kommer att lämnas.

c. Eventuella åtgärder för att avvisa ett erbjudande och behovet av att sammankalla bolagsstämma

När bolagets styrelse bedömer bolagets alternativ är det möjligt att styrelsen kommer fram till att ett erbjudande som redan har lämnats eller som planeras inte är ett fördelaktigt alternativ för aktieägarna. Styrelsen kan samtidigt sträva efter att erhålla ett konkurrerande erbjudande eller eftersträva en annan alternativ transaktion, som styrelsen ser som mer fördelaktig för bolaget och dess aktieägare. Alternativt kan styrelsen också anse att det mest fördelaktiga för bolagets aktieägare är att bolaget fortsätter att bedriva sin affärsverksamhet enligt den tidigare strategin.

Utgångspunkten är att styrelsen inte är skyldig att samarbeta med budgivaren om den anser att det föreslagna erbjudandet inte är seriöst och att det inte är fördelaktigt för aktieägarna. När styrelsen har fått information om ett eventuellt förestående uppköpserbjudande ska den dock i allmänhet inte, utan godkännande av bolagsstämman, vidta åtgärder som kan äventyra lämnandet eller genomförandet av ett fördelaktigt erbjudande för aktieägarna.

Med åtgärder som förhindrar eller kan förhindra eller avsevärt försvåra ett uppköpserbjudande eller uppfyllandet av dess viktigaste villkor avses t.ex. en riktad aktieemission, utdelning av tillgångar, konvertering av aktier till andra slag eller en försäljning av en betydande affärsverksamhet. Det är också möjligt att föreslå att bolagets bolagsordning ändras så att den förhindrar att ett uppköpserbjudande genomförs. Att fatta beslut om dylika åtgärder hör i första hand till bolagsstämmans behörighet, med undantag för en försäljning av en affärsverksamhet. Det är dock möjligt att en styrelse har befullmäktigats att t.ex. besluta om en aktieemission eller utdelning av tillgångar, och att fatta beslut om en försäljning av affärsverksamheter hör i första hand till styrelsens allmänna behörighet.

Om styrelsen, efter att ha fått information om ett offentliggjort uppköpserbjudande, avser använda ett aktieemissionsbefullmäktigande eller besluta om åtgärder eller arrangemang som omfattas av styrelsens allmänna behörighet på så sätt att dessa förhindrar eller kan förhindra eller avsevärt försvåra

genomförandet av uppköpserbjudandet eller uppfyllandet av väsentliga villkor i erbjudandet, ska styrelsen enligt lag föra ärendet för avgörande till bolagsstämman (11:14 i VPL). Efter att ett uppköpserbjudande har offentliggjorts kan styrelsen låta bli att överföra åtgärder enligt 11:14 i värdepappersmarknadslagen för avgörande av bolagsstämman endast under förutsättning att förfarandet är förenligt med såväl 1 kap. i aktiebolagslagen som de allmänna principerna i artikel 3 i direktivet om uppköpserbjudanden. Av de allmänna principerna i aktiebolagslagen är syftet med bolagets verksamhet (1:5 i ABL), likställighetsprincipen (1:7 i ABL) och omsorgs- och lojalitetsprinciperna för ledningen (1:8 i ABL) av särskild betydelse i detta sammanhang. Av de allmänna principerna i direktivet om uppköpserbjudanden ska man särskilt beakta principen om att målbolagets styrelse ska agera med beaktande av det intresse som bolaget i sin helhet har och inte får förvägra innehavarna av värdepapper möjligheten att ta ställning till erbjudandet (artikel 3 punkt c i direktivet om uppköpserbjudanden). Styrelsen ska också offentliggöra orsaken till att ett avgörande inte överförs, och offentliggörandet ska göras utan dröjsmål då beslutet om att inte överföra avgörandet har fattats.

>> Se 4.4 (18)–(19) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden, vilka gäller ärenden som ska överföras till behandling av bolagsstämman.

Eventuella orsaker till att inte överföra ett avgörande till bolagsstämman kan vara t.ex. att styrelsen bedömer att erbjudandet är uppenbart otillräckligt eller i övrigt negativt för aktieägarna eller att en behandling i bolagsstämman inte är ändamålsenligt till följd av någon annan orsak som hänför sig till uppköpserbjudandet, en åtgärd som styrelsen planerar eller arrangemangets karaktär. Även i så fall ska förfarandet i sin helhet följa de allmänna principerna i 1 kap. i aktiebolagslagen och artikel 3 i direktivet om uppköpserbjudanden. I förarbetena till värdepappersmarknadslagens står det att offentliggörandet av ett uppköpserbjudande i sig dock inte hindrar målbolagets styrelse från att vidta företags- eller motsvarande regleringar eller från att fortsätta planeringen och verkställigheten av redan pågående regleringar, om detta är förenligt med bolagets och dess aktieägares intresse (RP 32/2012, s. 146). Med andra ord är det möjligt att det uppkommer situationer där styrelsen, efter att ha granskat situ-

ationen på ett övergripande sätt i ljuset av de allmänna principerna i aktiebolagslagen och direktivet om uppköpserbudanden, anser att det inte är nödvändigt att sammankalla bolagsstämma ur aktieägarnas perspektiv. Situationerna ska bedömas från fall till fall.

>> *Se förarbetena till värdepappersmarknadslagen som gäller överförande av ett ärende till behandling av bolagsstämman vid ett uppköpserbudande (RP 32/2012, s. 143–146).*

I vissa fall förutsätter villkoren i erbjudandet att bolagsstämman fattar beslut. Budgivaren kan t.ex. förutsätta att bolagsordningen ändras för att genomföra erbjudandet (t.ex. att en röstbegränsnings- eller inlösningsklausul avlägsnas). Enligt motiveringen till aktiebolagslagen avses med bolagets skyldighet att sträva efter bästa möjliga slutresultat för aktieägarna utifrån omsorgs- och lojalitetsplikten i aktiebolagslagen sådana åtgärder som är nödvändiga för att få till stånd bästa möjliga erbjudande vid ett uppköpserbudande. Denna skyldighet kan också omfatta att sammankalla bolagsstämma.

d. Insideraspekter

Beroende på i vilken fas beredningen av uppköpserbudandet befinner sig kan information om att målbolaget har kontaktats med anledning av ett uppköpserbudande utgöra insiderinformation.

[Med insiderinformation avses information av specifik natur som hänför sig till finansiella instrument som är föremål för handel på en reglerad marknad eller på en multilateral handelsplattform i Finland, som inte har offentliggjorts eller annars varit tillgänglig på marknaden och som skulle kunna påverka värdet på dessa finansiella instrument eller andra till dem anslutna finansiella instrument väsentligt (12:2:1 i VPL). Med tanke på en ostörd marknadsfunktion är det viktigt att uppgifterna om ett eventuellt erbjudande och om beredningen av erbjudandet förblir konfidentiella fram till att erbjudandet offentliggörs. Användning av insiderinformation har kriminaliserats i strafflagen (51:1–2) och värdepappersmarknadslagen innehåller ett allmänt förbud att använda insiderinformation för att skaffa eller överlåta finansieringsinstrument samt omotiverat röjande av insiderinformation till en annan (14:2 i VPL). Värdepappersmarknadslagen medför

ett stort antal skyldigheter för målbolaget vad gäller administrering av insiderinformation.

>> *Se även insiderinstruktionen för börsbolag av NASDAQ OMX Helsingfors.*

Styrelsen, enskilda styrelseledamöter eller verkställande direktören kan när som helt kontaktas och få förslag om förvärv av bolagets aktiestock eller övriga strukturella arrangemang. Sådana preliminära kontakter eller förslag ses i allmänhet inte som insiderinformation. Utgångspunkten är att endast seriösa kontakter kan utgöra insiderinformation. Till exempel information om att de största aktieägarna är intresserade av att sälja sina aktier kan påverka bedömningen av karaktären på informationen i den första kontakten. Diskussionerna om erbjudandet förs i etapper. Därför ska bedömningen av när uppgifter om beredningen av ett eventuellt erbjudande övergår till att vara insiderinformation avgöras skilt i varje enskilt fall.

Om målbolaget kontaktas med anledning av ett uppköpserbudande, ska målbolaget bedöma om det (i detta skede) handlar om ett insiderprojekt. Insiderinstruktionen för börsbolag av NASDAQ OMX Helsingfors innehåller en förteckning med kriterier som kan användas för att underlätta bedömningen av om det finns skäl att klassificera ett visst arrangemang som ett insiderprojekt.

>> *Se punkt 7.3.1 i insiderinstruktionen för börsbolag av NASDAQ OMX Helsingfors.*

Vid ett uppköpserbudande finns det i allmänhet skäl att definiera beredningen av erbjudandet som ett insiderprojekt, ifall styrelsen anser att kontakten till målbolaget är seriös. När man bedömer om en kontakt är insiderinformation eller inte kan man vanligen anse att kriterierna för att bedöma styrelsens skyldighet att vidta åtgärder gäller även för denna bedömning, särskilt vad gäller hur konkret och trovärdig kontakten är, beloppet på det erbjudna vederlaget och möjligheterna att genomföra erbjudandet. Information 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 ska inrättas.

Åtminstone under följande omständigheter ska styrelsen i allmänhet definiera ärendet som ett 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 en kontakt om ett eventuellt erbjudande, beslutat att styrelsen vidtar konkreta åtgärder för att få till stånd ett offentligt uppköpserbjudande som gäller bolagets värdepapper.

Enligt 13:6:2 i värdepappersmarknadslagen ska en emittent och personer som agerar på dennes vägnar eller för dennes räkning föra register över personer som emittenten ger insiderinformation om ett specifikt projekt. Vid ett uppköpserbjudande kan man ofta komma överens om att den part som får insiderinformation å sin sida upprätthåller en förteckning över de personer till vilka den berörda informationen förmedlas vidare (t.ex. inom budgivarens egen organisation eller till dess rådgivare). Vid särskilt stora eller gränsöverskridande företagsarrangemang kan det vara ändamålsenligt att komma överens om att föra register på ovan angivna sätt. Styrelsen ska också ombesörja att ett projekt-specifikt insiderregister avslutas utan dröjsmål då det projekt som gäller erbjudandet avslutas (i och med att ett erbjudande offentliggörs eller att projektet läggs ned). Bedömningen av den tidpunkt då ett projekt har avslutats ska göras skilt i varje enskilt fall.

I allmänhet anses ett projekt ha lagts ned om

- parterna tillsammans har beslutat att avsluta diskussionerna om erbjudandet,
- en behörig företrädare för budgivaren (i allmänhet styrelseordföranden eller den verkställande direktören eller en annan befullmäktigad aktör, t.ex. en rådgivare) har meddelat att budgivaren inte längre har för avsikt att fortsätta beredningen av erbjudandet eller om målbolagets styrelse beslutar att avsluta diskussionerna om erbjudandet och meddelar detta till budgivaren.

Innan målbolagets styrelse fattar beslut om att projektet läggs ned ska den bedöma om det utifrån de uppgifter som styrelsen har tillgång till finns en välgrundad anledning att utgå från att budgivaren inom en nära framtid kommer att återuppta ärendet eller att budgivaren i övrigt har för avsikt att fortsätta beredningen.

REKOMMENDATION 3 – AVTALSARRANGEMANG MED BUDGIVAREN

Inledning

Budgivaren och målbolaget kommer ofta överens om frågor som gäller processen för ett uppköpserbjudande och förfaringssätten genom att ingå olika slag av avtal.

Budgivaren kan begära eller förutsätta att målbolagets styrelse förbinder sig till ett s.k. förhandlingsförbud. Detta betyder att styrelsen inte samtidigt diskuterar med övriga aktörer om ett konkurrerande erbjudande på bolagets aktier eller andra arrangemang, som kan förhindra att uppköpserbjudandet genomförs. Förhandlingsförbuden kan i allmänhet delas upp i två typer av förbud:

- så kallade exklusivitetsarrangemang, dvs. arrangemang med ensamrätt, där man begär att styrelsen förbinder sig till att inte under några som helst omständigheter diskutera eventuella konkurrerande arrangemang med övriga aktörer: och
- så kallade non solicitation-förbindelser, där förhandlingsförbudet är begränsat till att styrelsen inte aktivt försöker hitta konkurrerande erbjudanden eller andra alternativa arrangemang.

Målbolagets styrelse måste i dessa situationer överväga om den kan acceptera en eventuell begäran om förhandlingsförbud och under vilka förutsättningar.

Målbolaget kan också överväga att begränsa 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 ett sekretessavtal.

I Finland är det ofta praxis vid ett uppköpserbjudande att budgivaren och målbolaget har undertecknat ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal innan ett uppköpserbjudande offentliggörs. Det är inte alltid ändamålsenligt att ingå ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal, och det finns ingen skyldighet att ingå ett sådant avtal.

Det typiska är att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal är ett slags processdokument, där budgivaren och målbolaget t.ex. avtalar om villkoren för ett erbjudande som kommer aktieägarna tillgodo samt förfaringssätten i samband med uppköpserbjudandet. Ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal binder inte aktieägare i målbolaget som inte är parter till avtalet.

Ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal kan gagna såväl målbolaget som dess aktieägare. Målbolagets styrelse ska bedöma om det i en specifik situation är ändamålsenligt att ingå ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal och vilket innehåll som i dylikt fall är ändamålsenligt.

Rekommendation 3

Målbolagets styrelse ska inte förbinda sig till sådana företagsarrangemang som begränsar bolagets och styrelsens verksamhetsmöjligheter vid ett uppköpserbjudande. Med sådana avses t.ex. olika ensamrättsarrangemang.

Motiveringar

a. Förbindelse till förhandlingsförbud

Vid ett uppköpserbjudande ska målbolagets styrelse verka på ett omsorgsfullt sätt och sträva efter att uppnå bästa möjliga slutresultat för aktieägarna. Vid ett uppköpserbjudande ligger det vanligen i aktieägarnas intresse att styrelsen kartlägger övriga alternativ för bolaget. Utgångspunkten är att styrelsen ska kunna agera obehindrat om en konkurrerande budgivare tar kontakt. Styrelsen ska dessutom i alla lägen även kunna uppfylla den omsorgs- och lojalitetsplikt som följer enligt lag och följa principen om aktieägarnas likställighet, från vilken det inte är möjligt att avvika utifrån "följ eller förklara"-principen. Därför är olika exklusivitetsarrangemang problematiska med tanke på styrelsens skyldigheter.

Ibland kan det dock vara motiverat att styrelsen förbinder sig till ett begränsat förhandlingsförbud, dvs. att den ingår en s.k. non solicitation-förbindelse. Förbindelsen ska vara tidsbunden och den ska ligga i aktieägarnas intresse. Att förbinda sig till ett förhandlingsförbud kan ligga i aktieägarnas intresse t.ex. i en situation där budgivaren ställer förhandlingsförbud som ett villkor för att lämna och offentliggöra ett erbjudande som är fördelaktigt för aktieägarna. Ett förhandlingsförbud får dock inte hindra styrelsen från att utreda ett eventuellt konkurrerande uppköpserbjudande och följaktligen agera enligt omsorgs- och lojalitetsplikten i situationer där styrelsen kontaktats med anledning av ett konkurrerande erbjudande utan att styrelsen själv har tagit initiativ till detta, eller om omständigheterna i övrigt avsevärt ändras.

>> *Se om konkurrerande erbjudanden i rekommendation 8 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande".*

Styrelsen ska inte förbinda sig till ett förhandlingsförbud innan den har kartlagt vilka alternativ bolaget har och konstaterat att den anser att det föreslagna erbjudandet är ett bra alternativ för aktieägarna.

I praktiken kan man komma överens om ett förhandlingsförbud t.ex. innan en due diligence-granskning inleds eller i ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal mellan budgivaren och målbolaget, i samband med vilket styrelsen i allmänhet även fattar beslut om att rekommendera ett erbjudande, men det är också möjligt att komma överens om förhandlingsförbud i andra sammanhang.

b. Ingående av ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal med budgivaren

Bedömningen av ändamålsenligheten av ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal är i allmänhet nära kopplad till bolagets och aktieägarnas intresse. Genom att förhandla fram ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal kan styrelsen ha en möjlighet att ur aktieägarnas synvinkel på ett positivt sätt påverka det pris som budgivaren erbjuder bolagets aktieägare för bolagets värdepapper och övriga villkor i uppköpserbjudandet på ett positivt sätt ur aktieägarnas synvinkel. Genom att ingå ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal

kan man också öka sannolikheten för att erbjudandet genomförs. Det kan också ligga i bolagets och dess aktieägares intresse att man på förhand avtalar om de förfaringsätt som ska följas i samband med uppköpserbjudandet.

Styrelsen ska säkerställa att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal inte hindrar styrelsen från att agera i enlighet med aktieägarnas intresse t.ex. vid ett konkurrerande uppköpserbjudande eller om omständigheterna ändras avsevärt. Styrelsen kan bl.a. förbinda sig att ge en eventuell rekommendation om erbjudandet, förutsatt att styrelsen har möjlighet att utreda ett eventuellt konkurrerande erbjudande och vid behov ändra eller återkalla rekommendationen. Det lönar sig också för styrelsen att säkerställa att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal inte orimligt begränsar målbolagets affärsverksamhet under avtalets giltighetstid.

Det finns skäl för målbolagets styrelse att omsorgsfullt pröva möjligheten att behöva betala en s.k. uppbrottsersättning ("break-up fee"). Med uppbrottsersättning avses ett arrangemang där målbolaget och/eller budgivaren förbinder sig att betala en på förhand avtalad ersättning till budgivaren och/eller målbolaget i det fallet att erbjudandet inte genomförs med anledning av vissa, på förhand fastställda orsaker. Uppbrottsersättning kan avtalas i ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal mellan parterna eller på annat sätt.

Målbolagets styrelse bör inte utan grundad anledning på bolagets vägnar ingå sådana förbindelser som begränsar aktieägarnas möjligheter att fritt överväga om de vill godkänna erbjudandet eller besluta om eventuella åtgärder för att avvisa erbjudandet på den bolagsstämma som sammankallas för detta ändamål.

>> *Se punkt (c) "Eventuella åtgärder för att avvisa ett erbjudande och behovet av att sammankalla bolagsstämma" i rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet av agera med anledning av en kontakt".*

Om budgivaren ställer ett krav på att målbolaget förbinder sig att i vissa situationer betala en uppbrottersättning som villkor för att lämna ett erbjudande som är fördelaktigt för aktieägarna, kan arrangemanget i vissa fall vara motiverat under förutsättning att

- det enligt målbolagets styrelse ligger i aktieägarnas intresse att arrangemanget godkänns och att uppköpserbjudandet lämnas och
- beloppet på uppbrottersättningen är rimligt med beaktande av bl.a. budgivarens kostnader för att bereda erbjudandet.

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

I enlighet med värdepappersmarknadslagen ska målbolaget offentliggöra information om att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal har undertecknats och om de viktigaste villkoren i avtalet i ett börsmeddelande av bolaget utan dröjsmål då avtalet har undertecknats. Bland annat följande villkor kan anses vara viktiga avtalsvillkor: vederlaget i erbjudandet, tidtabellen, en eventuell uppbrottersättning och villkor om förhandlingsförbud, villkor gällande de förfaringssätt som ska följas vid ett eventuellt konkurrerande erbjudande liksom även alla villkor som påverkar bedömningen av det egentliga erbjudandet.

REKOMMENDATION 4 – JÄVSFRÅGOR OCH ANDRA KOPPLINGAR TILL ERBJUDANDET HOS STYRELSELEDAMÖTERNA

Inledning

Ur aktieägarnas synvinkel är det viktigt att styrelsen och dess enskilda ledamöter i anknytning till ett uppköpserbjudande utan intressekonflikt kan främja aktieägarkollektivets intresse vid ett uppköpserbjudande.

Styrelseledamöterna ska alltid bedöma sina möjligheter att delta i behandlingen av ett erbjudande enligt bestämmelserna om jäv i aktiebolagslagen (6:4 i ABL). En styrelseledamot ska följa aktiebolagslagens bestämmelser om jäv, och en jävig styrelseledamot får inte delta i beslutsfattandet om ett offentligt uppköpserbjudande enligt aktiebolagslagen. Lojalitetsplikten för styrelsen (1:8 i ABL) förutsätter att ledamöterna agerar utan intressekonflikt i beslutsfattandet. En styrelseledamot som formellt inte är jävig på det sätt som avses i aktiebolagslagen kan dock ändå bli tvungen att pröva om han eller hon ska avstå från att delta i beslutsfattandet med anledning av en eventuell intressekonflikt.

Rekommendation 4

Innan ett erbjudande behandlas ska målbolagets styrelse uppmana ledamöterna att meddela styrelsen om sådana kopplingar till budgivaren och genomförandet av erbjudandet som är av betydelse då en styrelseledamot bedömer sina möjligheter att delta i behandlingen av erbjudandet utan intressekonflikt.

Styrelsen ska i synnerhet säkerställa att den till alla delar kan agera självständigt och oberoende i bolagets och alla dess aktieägares intresse i en situation då styrelsen eller dess ledamöter har väsentliga kopplingar till budgivaren eller kopplingar till förmånerna i erbjudandet eller om en styrelseledamot själv direkt eller indirekt deltar i utarbetandet av erbjudandet.

I samband med ett utlåtande gällande uppköpserbjudandet ska styrelsen offentliggöra sådana jävssituationer hos styrelseledamöterna och väsentliga kopplingar till budgivaren och genomförandet av erbjudandet som styrelsen är medveten om, hur dessa har beaktats då styrelsen har bedömt erbjudandet, de styrelseledamöter som har deltagit i behandlingarna av erbjudandet och i givandet av styrelsens utlåtande ifall endast sådana styrelseledamöter som inte omfattas av ovan angivna kopplingar har berett styrelsens åtgärder med anledning av erbjudandet.

Motiveringar

a. Jäv och väsentliga kopplingar

Styrelsen eller en styrelseledamot kan även ha sådana kopplingar till budgivaren eller betydande aktieägare i bolaget eller en annan koppling till erbjudandet, som i sig inte leder till att styrelseledamoten är jävig på det sätt som avses i aktiebolagslagen, men som kan påverka styrelseledamotens bedömning av erbjudandet och uppfyllandet av lojalitetsplikten enligt aktiebolagslagen. I sådana situationer ska styrelseledamoten bedöma om han eller hon kan delta i den beslutsprocess som gäller erbjudandet fri från yttre påverkan. En styrelseledamot ska å andra sidan inte utebli från behandlingen av ärendet utan grundad anledning. Det är inte möjligt att avvika från bestämmelserna om jäv i aktiebolagslagen enligt "följ eller förklara"-principen.

Det är viktigt att en styrelseledamot meddelar styrelsen om alla sådana kopplingar till budgivaren och till genomförandet av erbjudandet som är betydelsefulla då styrelseledamoten bedömer sina möjligheter att delta i behandlingen av ett erbjudande utan intressekonflikt. Vid bedömningen av ett erbjudande ska målbolagets aktieägare och andra placerare få information om sådana kopplingar eller samband, och därför är det viktigt att offentliggöra dessa. Offentliggörandet av dessa kopplingar kan ske i samband med att målbolagets styrelse offentliggör sitt utlåtande om erbjudandet.

I en situation då vissa personer som sitter i styrelsen eller hör till bolagets ledning, ensamma eller tillsammans med övriga personer lämnar ett offentligt uppköpserbjudande på målbolaget eller då en styrelseledamot är en stor aktieägare hos budgivaren ska man speciellt fästa vikt vid vilken ställning målbolagets styrelse har i förhållande till aktieägarna. En person som sitter i målbolagets styrelse eller som hör till målbolagets ledning kan anses delta i upprättandet av ett erbjudande åtminstone om han eller hon har haft möjlighet att påverka villkoren i erbjudandet eller storleken av det erbjudna vederlaget. En person som sitter i budgivarens styrelse eller som hör till den övriga ledningen anses i allmänhet ha möjlighet att påverka villkoren i erbjudandet och storleken av det erbjudna vederlaget. Däremot betyder inte det faktum att en person äger värdepapper som budgivaren har emitterat automatiskt att personen deltar i upprättandet av ett erbjudande.

I en situation då en styrelseledamot eller en person som hör till bolagets ledning deltar i upprättandet av ett erbjudande kan det faktum att en utomstående rådgivare anlitas i samband med behandlingen av erbjudandet öka styrelsens förutsättningar att säkerställa att det tillämpade förfarandet och behandlingen av erbjudandet är ändamålsenligt.

b. Beredning av åtgärder och beslutsfattande i målbolagets styrelse

Enligt aktiebolagslagen har styrelsen en rätt och en skyldighet att behandla ärenden som den ansvarar för. En styrelseledamot ska inte utebli från behandlingen av ett ärende utan grundad anledning. Under alla omständigheter ska styrelsens åtgärder uppfylla de krav som följer av omsorgs- och lojalitetsplikten enligt aktiebolagslagen. Vid ett uppköpserbjudande kan det dessutom vara fördelaktigt för målbolagets aktieägare att detta även klart kan påvisas.

Om någon av ledamöterna i målbolagets styrelse har sådana kopplingar som avses i rekommendationen, kan målbolagets styrelse vid behov bland sig utse de styrelseledamöter som inte har sådana kopplingar för att bereda styrelsens åtgärder i anknytning till erbjudandet, vilket innebär att styrel-

seledamöter med kopplingar inte deltar i bedömningen av erbjudandet. Det är möjligt att anlita externa sakkunniga för att bistå de ledamöter som inte har kopplingar t.ex. för att bedöma förmånligheten av vederlaget i erbjudandet. De utsedda styrelseledamöterna kan tillsammans förhandla med budgivaren för att uppnå ett så fördelaktigt erbjudande som möjligt för aktieinnehavarna. Om alla styrelseledamöter i anknytning till ett erbjudande har sådana kopplingar som har beskrivits ovan, kan styrelsen överväga att utse en extern part, som är oberoende av styrelsen och som saknar kopplingar till erbjudandet, för att bereda de åtgärder som erbjudandet föranleder. Att utse en sådan part minskar dock inte styrelsens ansvar och skyldigheter.

Vid ett uppköpserbjudande kan styrelsen därtill pröva om endast sådana styrelseledamöter som inte har kopplingar och som har deltagit i beredningen på ovan beskrivna sätt ska delta i styrelsens egentliga beslutsfattande gällande erbjudandet. Om styrelsen i så fall inte är beslutför på det sätt som avses i aktiebolagslagen, kan man överväga ett förfarande där styrelseledamöter som inte har kopplingar bereder styrelsens åtgärder och andra än de styrelseledamöter som är jäviga enligt aktiebolagslagen ändå deltar i styrelsens egentliga beslutsfattande för att styrelsen ska vara beslutför.

c. Exempel på olika situationer

Nedan följer exempel på olika situationer då det kan bli aktuellt att bedöma styrelseledamöternas kopplingar till budgivaren eller erbjudandet:

Aktieinnehav. Styrelseledamöter, deras arbetsgivare eller något annat bakomliggande samfund kan äga aktier eller andra värdepapper som berättigar till aktier i målbolaget. Det faktum att en styrelseledamot äger aktier eller andra värdepapper i målbolaget utgör inte i sig ett hinder för styrelseledamoten att behandla erbjudandet utan intressekonflikt. I vissa fall innehåller ett optionsprogram eller andra incentivprogram villkor gällande t.ex. användning av teckningsrätter eller speciella arvoden i anknytning till genomförandet av ett uppköpserbjudande. I regel kan sådana arrangemang 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 t.ex. i egenskap av arbetstagare, styrelseledamot, person som hör till bolagets närmaste krets eller stor aktieägare. En sådan koppling kan skapa ett antagande om att en sådan styrelseledamot inte kan delta i målbolagets behandling av erbjudandet utan intressekonflikt. Till exempel ett anställningsförhållande kan leda till ett beroendeförhållande till budgivaren. I syfte att undvika intressekonflikter ska en styrelseledamot aldrig delta i beslutsfattandet om ett erbjudande i både i budgivarens och i målbolagets styrelse. Eftersom målet med ett offentligt uppköpserbjudande är att överföra bestämmanderätten till budgivaren, ska en person med kopplingar till budgivaren i varje fall inte delta i behandlingen av uppköpserbjudandet i målbolagets styrelse. En sådan person förblir dock bunden av aktiebolagslagens lojalitetsplikt i egenskap av ledamot i målbolagets styrelse och får t.ex. inte röja konfidentiell information om målbolaget till budgivaren.

Arvoden i anknytning till genomförandet av ett erbjudande. Om en styrelseledamot kan få ett arvode eller en annan förmån som hänför sig till genomförandet av erbjudandet, ska detta offentliggöras. Därtill ska man överväga om en sådan styrelseledamot är jävig att delta i behandling av uppköpserbjudandet eller om arvodet i övrigt kan ses som en omständighet som gör att styrelseledamoten inte kan anses vara utan intressekonflikt för att behandla erbjudandet.

Godkännande av ett uppköpserbjudande. Budgivaren strävar ofta efter att på förhand erhålla en förbindelse att godkänna erbjudandet av betydande aktieägare. Om en styrelseledamot eller dennes arbetsgivare eller ett annat bakomliggande samfund som äger värdepapper i målbolaget ger en sådan förbindelse, är utgångspunkten att detta påverkar styrelseledamotens förutsättningar att utan intressekonflikt ta ställning till erbjudandet t.ex. vid ett konkurrerande erbjudande eller ifall omständigheterna på motsvarande sätt förändras.

Olägenhet som orsakas av erbjudandet. En styrelseledamot kan ha en avsevärd koppling till en sådan part som särskilt skulle förorsakas olägenhet av att erbjudandet genomförs (t.ex. en konkurrent till budgivaren). En sådan koppling kan påverka styrelseledamotens möjlighet att agera utan intressekonflikt. Likaså kan styrelseledamoten ha en sådan befattning som påverkas av genomförandet av ett erbjudande. Till exempel målbolagets verkställande direktör kan vara beroende av målbolaget på så sätt att han eller hon inte kan delta i behandlingen av erbjudandet i målbolagets styrelse utan intressekonflikt. 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 ett erbjudande.

En eventuell koppling till budgivaren eller erbjudandet hos en styrelseledamot och de åtgärder som ska vidtas med anledning av detta ska alltid bedömas skilt i varje enskilt fall.

REKOMMENDATION 5 – MÅLBOLAGETS STYRELSENS UTLÅTANDE OM ERBJUDANDET

Inledning

Enligt värdepappersmarknadslagen ska styrelsen för målbolaget utarbeta och offentliggöra ett utlåtande om ett offentligt uppköpserbjudande (11:13 i VPL). Styrelsens utlåtande är ofta av stor betydelse för genomförandet av erbjudandet. För aktieägarna i målbolaget är det viktigt att känna till styrelsens uppfattning om hur fördelaktigt erbjudandet är. Dessutom är styrelsen ofta i bästa position att uttala sig om erbjudandet med tanke på bolagets affärsverksamhet.

Enligt värdepappersmarknadslagen ska man i utlåtandet framföra en motiverad bedömning av erbjudandet med tanke på målbolaget och innehavarna av de värdepapper som erbjudandet avser och de strategiska planer som budgivaren lagt fram i erbjudandehandlingen samt deras sannolika effekter på målbolagets verksamhet och sysselsättningen i målbolaget. Utlåtandet ska också innehålla information om huruvida målbolaget har förbundit sig att följa rekommendationerna enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen gällande de förfaringsätt som ska följas vid offentliga uppköpserbjudanden och, i annat fall, en motivering till detta.

Rekommendation 5

Målbolagets styrelse ska omsorgsfullt bereda och uppsätta en sådan välmotiverad bedömning av ett offentligt uppköpserbjudande och budgivarens planer som förutsätts enligt värdepappersmarknadslagen. I sitt utlåtande ska styrelsen rekommendera att erbjudandet godkänns eller att det avvisas.

I utlåtandet ska styrelsen också nämna om den inte är enig om utlåtandet.

Motiveringar

a. Beredning av ett utlåtande

Det hör till styrelsens uppgifter att ge ett utlåtande om ett erbjudande och som utgångspunkt för beredningen av utlåtandet kan man se styrelsens skyldighet att agera omsorgsfullt enligt aktiebolagslagen. Styrelsen ska i tillräcklig utsträckning utreda innehållet i erbjudandet och dess effekter för målbolaget med tanke på såväl bolaget som innehavarna av de värdepapper som är föremål för erbjudandet. Detta innebär att styrelsen ska sträva efter att ta ställning till om erbjudandet är fördelaktigt i förhållande till bolagets aktuella värde, men också i förhållande till eventuella andra alternativ för innehavarna av värdepappren i fråga. I detta hänseende kan det därför vara av stor betydelse att styrelsen i sitt utlåtande även bedömer erbjudandet i förhållande till eventuella alternativa arrangemang. Sådana arrangemang kan utgöras av eventuella konkurrerande erbjudanden, andra strategiska arrangemang eller att fortsätta enligt bolagets strategi som ett självständigt bolag.

Skyldigheten att utarbeta och offentliggöra ett utlåtande följer av värdepappersmarknadslagen. Det är därför inte möjligt att avvika från denna utifrån "följ eller förklara"-principen. Enligt värdepappersmarknadslagen ska målbolagets styrelse ge en välgrundad bedömning av erbjudandet både ur målbolagets och ur de berörda värdepappersinnehavarnas synvinkel. Styrelsens utlåtande har dock inte samma karaktär som placeringsrådgivning till aktieägarna och det är inte möjligt att förutsätta att styrelsen särskilt bedömer den allmänna kursutvecklingen eller risker som allmänt är förknippade med placeringsverksamhet. Det är alltid aktieägarna som självständigt ska fatta beslut om att godkänna eller avvisa erbjudandet. Utgångspunkten för denna beslutsprocess ska vara de uppgifter som budgivaren har lämnat i erbjudandehandlingen.

Om det erbjudna vederlaget utgörs av värdepapper, ska styrelsen sträva efter att göra en välgrundad bedömning av värdet på de värdepapper som erbjuds som vederlag för att kunna bedöma erbjudandet.

>> **Se rekommendation 7 "Due diligence-granskning som gäller budgivaren".**

Enligt värdepappersmarknadslagen ska styrelsen dessutom uttala sig om de strategiska planer som budgivaren har lagt fram i erbjudandehandlingen och om de sannolika effekterna av dessa på målbolagets verksamhet och sysselsättningen i målbolaget. Eftersom bedömningen grundar sig på det som budgivaren har lagt fram, kan det vara svårt för styrelsen att i detalj ta ställning till följderna av dem. Lagen eller dess förarbeten innehåller dock inte en skyldighet för styrelsen att i detta hänseende göra en större utredning av budgivarens planer än den utredning som ingår i erbjudandehandlingen. Styrelsen ska dock sträva efter att bedöma de planer som budgivaren har offentliggjort framför allt i förhållande till bolagets egen strategi.

När de bestämmelser som gäller utlåtandet av styrelsen togs in i värdepappersmarknadslagen (RP 6/2006, s. 40) ansågs det att det inte räcker att styrelsen ger en neutral beskrivning av erbjudandet, utan att den ska ta ställning till erbjudandet. Detta kan dock inte betyda att styrelsen med stöd av lag alltid ska rekommendera att ett erbjudande ska godkännas eller avvisas, även om rekommendationen i koden för uppköpserbjudanden är att styrelsen ger en tydlig rekommendation om detta. Det är inte alltid möjligt att göra en entydig bedömning av 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 avvisas. Det kan t.ex. 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. I en sådan situation kan styrelsen ha en motiverad grund att avvika från rekommendationen. Om styrelsen varken kan rekommendera att erbjudandet ska godkännas eller avvisas, ska styrelsen i sitt utlåtande redogöra för motiveringen till ställningstagandet.

Eftersom värdepappersmarknadslagen uttryckligen ålägger styrelsen att ge ett utlåtande om ett uppköpserbjudande, har styrelseledamöterna, enligt förarbetena till lagen, ett ersättningsansvar enligt värdepappersmarknadslagen vid överträdelse av denna bestämmelse. Enligt förarbetena utesluter värdepappersmarknadslagen å andra sidan inte annat skadeståndsansvar, såsom ansvar enligt aktiebolagslagen. Ansvar kan dock komma på fråga endast om skadan har orsakats uppsåtligt eller av oaktsamhet.

>> *Se RP 32/2012, s. 160–173.*

När man bedömer aktsamheten i styrelsens verksamhet är det naturligt att utgå från omsorgsprincipen enligt aktiebolagslagen. I bedömningen av tillämpningen av omsorgsprincipen är det etablerad praxis att använda den s.k. business judgment-regeln. Enligt denna regel anses det att omsorgsplikten har uppfyllts om styrelsen har inhämtat tillräcklig bakgrundsinformation för att bereda åtgärden, på basis av denna rationellt bedömt olika verksamhetsalternativ och deras påföljder samt utifrån en omsorgsfull prövning utan intressekonflikter vidtagit åtgärden i tron att åtgärden ligger i bolagets och aktieägarnas intresse. Det finns skäl för styrelsen att fästa särskild vikt vid att kraven på omsorgsfullhet uppfylls vid beredningen av ett utlåtande och att beredningen även dokumenteras, så att omsorgsfullhet kan påvisas i efterhand.

Om styrelsen inte har en enig ståndpunkt om utlåtandet, ska detta nämnas i utlåtandet. Detta kan vara en viktig uppgift för målbolagets aktieägare med tanke på bedömningen av erbjudandet. Med beaktande av det enskilda fallet kan styrelsen också bedöma om det finns skäl att offentliggöra avvikande åsikter av styrelseledamöter jämte motiveringar. I samband med utlåtandet ska styrelsen också meddela om hela styrelsen har varit med och gett utlåtandet eller om vissa styrelseledamöter på grund av jäv eller andra kopplingar till erbjudandet inte har deltagit i behandlingen av ärendet.

>> *Se rekommendation 4 "Jävsfrågor och andra kopplingar till erbjudandet hos styrelseledamöterna", som behandlar hur jäv i styrelsen och andra kopplingar hos styrelsen påverkar behandlingen av erbjudandet.*

Utlåtandet ska också innehålla information om huruvida målbolaget har förbundit sig att följa rekommendationerna enligt 11:28 i värdepappersmarknadslagen om de förfaringsätt som ska följas vid offentliga uppköpserbjudanden och, i annat fall, en motivering till detta. Eftersom målet med de rekommendationer som gäller den verksamhet som bedrivs av målbolaget och dess styrelse, vilka ingår i denna kod för uppköpserbjudanden, är att främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed och att tillgodose aktieägarnas rättsskydd, är utgångspunkten att målbolaget ska förbinda sig att tillämpa koden för uppköpserbjudanden.

b. Sakkunnigutlåtande

Målbolagets styrelse kan anlita rådgivare för att bedöma ett offentligt uppköpserbjudande eller bedöma styrelsens utlåtande om ett erbjudande. Lagstiftningen eller denna kod kräver inte att styrelsen anlitar en sakkunnig för utlåtandet, men att anlita en extern rådgivare kan främja uppfyllandet av styrelsens omsorgs- och lojalitetsplikt. I synnerhet om styrelseledamöterna eller andra personer som tillhör målbolagets ledning deltar i utarbetandet av uppköpserbjudandet eller har förbundit sig att för sin del godkänna erbjudandet, ska man överväga att använda en extern rådgivare.

>> Se rekommendation 4 "Jävsfrågor och andra kopplingar till erbjudandet hos styrelseledamöterna".

En extern rådgivare kan t.ex. 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 utifrån affärsekonomiska grunder och ge ett utlåtande till styrelsen om huruvida vederlaget är tillräckligt eller rimligt för aktieägarna i målbolaget. Det ska beaktas att syftet med utlåtandet enbart är att stöda styrelsens egen bedömning av erbjudandets fördelaktighet, varför styrelsen inte bör grunda sitt utlåtande endast på fairness opinion-utlåtandet.

c. Eventuellt utlåtande av företrädare för personalen

Företrädare för målbolagets personal har möjlighet att ge ett separat utlåtande om hur erbjudandet inverkar på sysselsättningen i bolaget. Om målbolaget får ett utlåtande av företrädarna för personalen innan styrelsens utlåtande offentliggörs, ska utlåtandet av företrädarna för personalen fogas till styrelsens utlåtande (11:13:5 i VPL).

Trots att lagstiftningen inte innehåller krav på att styrelsen ska inhämta ett utlåtande av personalen eller informera personalen om möjligheten att ge ett utlåtande, är det önskvärt att styrelsen informerar om denna möjlighet på ett sätt som den finner lämpligt efter det att informationen om uppköpserbjudandet har offentliggjorts. Detta kan göras t.ex. när ett erbjudande tillkännages personalen på det sätt som förutsätts av 11:10:2 i värdepappersmarknadslagen.

d. Målbolagets medverkan till utarbetandet av en erbjudandehandling

Budgivaren ska presentera sina strategiska planer för målbolaget i erbjudandehandlingen och bedöma de sannolika konsekvenserna av dessa för målbolagets verksamhet och sysselsättningen i målbolaget. I erbjudandehandlingen ska man därtill ge vissa uppgifter om målbolaget. Målbolagets styrelse är dock inte skyldig att medverka till uppgörandet av erbjudandehandlingen t.ex. genom att lämna de uppgifter som budgivaren behöver för erbjudandehandlingen. Enligt förarbetena till värdepappersmarknadslagen har målbolaget ingen skyldighet att medverka till att ett uppköpserbjudande främjas (RP 32/2012, s. 141). Detta betyder att de uppgifter om målbolaget som finns i erbjudandehandlingen eventuellt helt och hållet grundar sig på allmänt tillgängliga uppgifter. Budgivaren ansvarar inte för sådana uppgifter om målbolaget som målbolaget har offentliggjort. Budgivaren ansvarar dock för att de uppgifter som har offentliggjorts av målbolaget återges på rätt sätt i erbjudandehandlingen. I erbjudandehandlingen ska budgivaren uppge källorna till den information om målbolaget som ingår i erbjudandehandlingen.

Det som anges ovan begränsar dock inte möjligheterna för målbolagets styrelse att agera. Styrelsen kan besluta att lämna de uppgifter som budgivaren behöver för erbjudandehandlingen, om detta ligger i aktieägarnas intresse. Styrelsen kan också offentliggöra sin uppfattning om erbjudandehandlingen och dess uppgifter t.ex. i samband med sitt utlåtande om erbjudandet. Om styrelsen anser att den publicerade erbjudandehandlingen inte ger innehavarna av värdepapper tillräckliga och riktiga uppgifter kan styrelsen, i syfte att uppfylla sin omsorgs- och lojalitetsplikt, till och med vara tvungen att offentliggöra sin uppfattning om detta i samband med utlåtandet om erbjudandet. Även den informationsskyldighet som följer av värdepappersmarknadslagen eller värdepappersbörsens regler kan förutsätta offentliggörande.

Se mer om erbjudandehandlingen och frågor som gäller dess innehåll och offentliggörande i bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen (11:11 i VPL), Finansministeriets förordning om innehåll och offentliggörande av anbudshandlingar samt om ömsesidigt erkännande av anbudshandlingar som godkänts inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (1022/2012) samt i FI's FOA om uppköpserbjudanden.

III DUE DILIGENCE -GRANSKNING

REKOMMENDATION 6 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING I MÅLBOLAGET

Inledning

I samband med beredningen av ett offentligt uppköpserbudande framför budgivaren ofta en begäran om att få utföra en s.k. due diligence-granskning (företagsgranskning) i målbolaget för att få mera uppgifter om bolaget. En due diligence-granskning kan bl.a. omfatta en granskning av juridiska, ekonomiska, kommersiella och tekniska aspekter eller miljöaspekter. Det finns inga regler på lagstiftningsnivå om due diligence-granskningar och tillåtandet av sådana. Frågan ska därför bedömas i ljuset av de allmänna bolagsrättsliga principerna.

Vid en due diligence-granskning kan man i vissa fall överlåta även insiderinformation som gäller målbolaget till budgivaren. Enligt 5.5 (39) och (40) i FI:s FOA om informationsskyldigheten hindrar i allmänhet inte det förbud att röja insiderinformation som ingår i värdepappersmarknadslagen att insiderinformation röjs i en förhandlingssituation (t.ex. ett företagsarrangemang) till motparten i förhandlingen eller till dennes rådgivare.

Användning av insiderinformation vid förvärv av värdepapper, i rådgivningssyfte eller i övrigt har förbjudits i värdepappersmarknadslagen och missbruk av insiderinformation har kriminaliserats också i strafflagen (39/1889, "SL") (14:2 i VPL, 51:1 och 51:2 i SL). Om budgivaren i samband med en due diligence-granskning får tillgång till insiderinformation, får budgivaren inte lämna ett offentligt uppköpserbudande på aktierna innan den insiderinformation som man fick tillgång till vid due diligence-granskningen har offentliggjorts.

Rekommendation 6

Om målbolagets styrelse har fått ett seriöst uppköpserbudande som styrelsen ser som fördelaktigt för aktieägarna, ska målbolagets styrelse på begäran tillåta att budgivaren utför en due diligence-granskning i målbolaget i en ändamålsenlig omfattning.

Motiveringar

a. Tillåtande av en due diligence-granskning

Utgångspunkten är att det ska finnas särskilda skäl för att lämna uppgifter om bolaget till en extern aktör. En due diligence-granskning kan i allmänhet tillåtas om man anser att en sådan granskning ligger i aktieägarnas intresse.

I samband med ett uppköpserbudande ska styrelsen sträva efter bästa möjliga slutresultat för aktieägarna. Om en due diligence-granskning är en förutsättning för att ett uppköpserbudande ska lämnas till aktieägarna och erbjudandet som helhet kan anses vara förmånligt för aktieägarna, ligger det i allmänhet i aktieägarnas intresse att tillåta en sådan granskning. Man ska dock alltid separat pröva granskningens omfattning och dess tidtabell utifrån de förhållanden som råder i varje enskilt fall, eventuella konkurrensrättsliga aspekter och möjligheten att erbjudandet inte någonsin genomförs.

Utgångspunkten är att målbolagets styrelse inte ska tillåta en due diligence-granskning om det föreslagna erbjudandet enligt styrelsens uppfattning inte kan anses vara seriöst eller förenligt med aktieägarnas intresse.

Om styrelsen tillåter en granskning, ska den ombesörja att sekretess- och insiderfrågor ordnas på ett ändamålsenligt sätt.

b. Frågor som gäller aktieägars likställdhet

Avsikten med att tillåta en due diligence-granskning i samband med ett uppköpserbudande är att skapa förutsättningar för att genomföra ett erbjudande som lämnas till samtliga aktieägare, oberoende av om budgivaren redan äger aktier i mål-

bolaget eller inte. Om erbjudandet är förmånligt för aktieägarna, kan det i allmänhet inte anses att överlämnandet av uppgifter orsakar enligt aktiebolagslagen en orättvis fördel för budgivaren på bekostnad av övriga aktieägare (eller bolaget), även om budgivaren sedan tidigare är aktieägare i bolaget. Utgångspunkten är alltså att aktiebolagslagens bestämmelser om likställdhet 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 övriga aktieägare i bolaget.

c. Sekretessaspekter

Om styrelsen beslutar att tillåta en due diligence-granskning ska den se till att budgivaren och målbolaget undertecknar ett sekretessavtal innan granskningen inleds, om ett sådant avtal inte redan har undertecknats i en tidigare fas av processen. Sekretessavtalet ska bl.a. begränsa budgivarens (och dennes rådgivare och eventuella andra aktörer som 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 röja sådana uppgifter till tredje part. I sekretessavtalet finns det också skäl att bereda sig på att ett eventuellt erbjudande inte genomförs.

d. Typ och omfattning av uppgifter som ges

Med undantag för de begränsningar som gäller insiderinformation innehåller aktiebolagslagen och värdepappersmarknadslagen inte begränsningar om vilken typ av och i vilken omfattning uppgifter som får och kan lämnas. Styrelsen ska dock sträva efter att skydda bolagets intresse då den fattar beslut om uppgifter som ska ges till en viss budgivare. Konkurrenslagstiftningen kan också begränsa de uppgifter som får ges, om budgivaren och målbolaget är konkurrenter.

Granskningens omfattning ska bedömas skilt för varje enskilt fall. Bedömningen kan också påverkas av budgivarens person, dvs. om det är en konkurrent till målbolaget eller annan strategisk köpare eller t.ex. en kapitalplacerare. Uppgifter kan också ges i olika faser och på olika sätt.

Ofta kan det också vara fördelaktigt för målbolaget att en due diligence-granskning utförs i sin helhet innan erbjudandet offentliggörs. Om budgivaren eventuellt drar sig ur ett redan offentliggjort offentligt uppköpserbjudande efter en utförd due diligence-granskning, kan detta leda till spekulationer och störningar på marknaden. Om budgivaren inte tar kontakt med målbolagets styrelse och begär tillstånd att utföra en due diligence-granskning innan erbjudandet offentliggörs, utan t.ex. ställer en sådan granskning som villkor för att erbjudandet ska genomföras, kan styrelsen eventuellt vara tvungen att ta ställning till en begäran om due diligence-granskning efter det att erbjudandet har offentliggjorts.

I rekommendation 8 "Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande" behandlas separat hur en due diligence-granskning kan tillåtas vid ett konkurrerande erbjudande.

Det finns alltid skäl att dokumentera en due diligence-granskning på ett sakligt sätt så att målbolaget i efterhand har information som kan styrkas och som visar vilken information som har getts vid due diligence-granskningen, till vem sådan information har getts och när detta skedde.

e. Insiderfrågor

Målbolaget är skyldigt att på ett ändamålsenligt sätt hantera insiderinformation under en due diligence-process, speciellt om due diligence-granskningen utförs vid en tidpunkt då det pågår ett annat insiderprojekt i målbolaget vid sidan om processen för uppköpserbjudandet eller om det i övrigt finns insiderinformation om bolaget. I detta sammanhang finns det skäl att observera att all information som inte har offentliggjorts och som målbolaget innehar inte nödvändigtvis utgör insiderinformation.

Vid ett uppköpserbjudande är utförandet av en due diligence-granskning i allmänhet en del av förhandlingarna mellan budgivaren och målbolaget. Om en due diligence-granskning är en förutsättning för ett fördelaktigt uppköpserbjudande för aktieägarna, är utgångspunkten att det även ligger i aktieägarnas intresse att tillåta en sådan granskning. Förbudet att röja insiderinformation anses följaktligen inte hindra målbolaget från att lämna insiderinformation till budgivaren i samband med en due diligence-granskning. Målbolaget ska dock informera budgivaren om att den aktuella informationen utgör insiderinformation och vilka rättsliga förpliktelser detta är förknippat med samt se till att sekretessaspekter beaktas och att behöriga insiderregisterarrangemang görs för att säkerställa att informationen också i fortsättning förblir konfidentiell.

>> *Se mer om sekretessaspekter och register i rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt", punkt (d) "Insideraspekter", 12–14 kap. i VPL, 5.4.4 i FI:s FOA om informationsskyldigheten, Finansinspektionens standard 5.3 (Insideranmälan och insiderregister) samt i insiderinstruktionen för börsbolag av NASDAQ OMX Helsingfors.*

Om budgivaren får tillgång till insiderinformation under en due diligence-granskning, är utgångspunkten att budgivaren inte kan lämna ett erbjudande eller i övrigt handla med målbolagets värdepapper innan den aktuella uppgiften har offentliggjorts. Om målbolaget har sådan insiderinformation som inte kan offentliggöras inom ramen för den tidtabell som budgivaren önskar (t.ex. pågående förhandlingar om företagsförvärv som skulle äventyras av offentliggörandet), ska man överväga de insiderfrågor som hänför sig till situationen och möjligheterna att lämna sådana uppgifter till budgivaren skilt för varje enskilt fall. Det händer ofta att budgivaren inte vill ha tillgång till sådana uppgifter eftersom detta hindrar budgivaren från att lämna ett uppköpserbjudande. Målbolaget ska inte heller medvetet sträva efter att hindra att ett uppköpserbjudande lämnas genom att överlåta insiderinformation till budgivaren. Därför är det viktigt att man redan innan budgivaren inleder en due diligence-granskning och eventuellt får tillgång till insiderinformation om målbolaget kommer överens om de principer som ska tillämpas i situationen.

Om budgivaren under due diligence-granskningen har fått sådan insiderinformation som kan offentliggöras inom ramen för den tidtabell som budgivaren önskar, ska den insiderinformation som har röjts till budgivaren offentliggöras senast i samband med erbjudandet, förutsatt att informationen inte ska offentliggöras tidigare utifrån målbolagets fortlöpande informationsskyldighet. Denna (insider)information ska även inkluderas i den erbjudandehandling som utarbetas av budgivaren.

f. Informationsskyldighet

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 beredningen av en annan transaktion, vilket betyder att beslutet om att tillåta granskningen enligt huvudregeln inte omfattas av målbolagets informationsskyldighet. Särskilda omständigheter i en viss specifik situation och eventuella arrangemang som har avtalats mellan budgivaren och målbolaget kan dock påverka bedömningen. Därför ska frågan om offentliggörande avgöras skilt för varje enskilt fall.

Under en due diligence-process ska målbolaget och budgivaren även bereda sig på att information om det planerade uppköpserbjudandet kan läcka ut till marknaden.

>> *Se rekommendation 10 "Beredskap för informationsläckage".*

Utgångspunkten är att målbolaget inte har en skyldighet att offentliggöra uppgifter som har lämnats till budgivaren vid en due diligence-granskning. Om en due diligence-granskning dock avslöjar en sådan avsevärd omständighet som bolaget inte tidigare har känt till, ska målbolagets styrelse utan dröjsmål bedöma om denna omständighet är ägnad att avsevärt påverka värdet på bolagets värdepapper och om den i så fall ska offentliggöras enligt den fortlöpande informationsskyldigheten för bolaget.

REKOMMENDATION 7 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING AV BUDGIVAREN

Inledning

Vid ett frivilligt uppköpserbjudande kan det erbjudna vederlaget betalas i form av kontanter, värdepapper eller en kombination av dessa. (se 11:24 i VPL). Vid ett obligatoriskt uppköpserbjudande kan man erbjuda vederlag i form av värdepapper eller en kombination av värdepapper och kontanter som alternativ till ett penningvederlag (11:23 i VPL). I sitt utlåtande om erbjudandet ska målbolagets styrelse offentliggöra en välgrundad bedömning av erbjudandet (11:13 i VPL). Om det erbjudna vederlaget består av värdepapper, ska styrelsen sträva efter att göra en välgrundad bedömning av värdet på de värdepapper som erbjuds som vederlag för att kunna bedöma erbjudandet. Budgivaren får inte vidta åtgärder som förhindrar eller väsentligt försvårar genomförandet av det offentliga uppköpserbjudandet och de villkor som uppställs för det (11:8 i VPL).

Rekommendation 7

För att målbolagets styrelse ska kunna få en välgrundad uppfattning om ett offentligt uppköpserbjudande, ska den inhämta tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter om värdepapper som eventuellt erbjuds som vederlag och vid behov utföra en due diligence-granskning av budgivaren för detta syfte. En budgivare ska tillåta en sådan due diligence-granskning i den omfattning som är nödvändig i varje enskilt fall, så att målbolagets styrelse kan göra en rimlig bedömning av det erbjudna vederlaget.

Motiveringar

Målbolagets styrelse ska agera omsorgsfullt i aktieägarnas intresse vid bedömningen av ett erbjudande. Styrelsen ska inhämta tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter för att ha förutsättningar att göra en välmotiverad bedömning av det vederlag i värdepapper som erbjuds aktieägarna. I varje enskilt fall ska målbolagets styrelse pröva om den allmänt tillgängliga informationen är tillräcklig för att göra en välmotiverad bedömning eller om bedömningen kräver att en due diligence-granskning utförs hos budgivaren.

Om budgivaren mottar en begäran om en due diligence-granskning av målbolaget, ska budgivaren tillåta en sådan granskning i den omfattning som är nödvändig för att målbolagets styrelse ska kunna göra en rimlig bedömning av det erbjudna vederlaget. Omfattningen av en due diligence-granskning ska avgöras skiljt i varje enskilt fall, också med beaktande av målbolaget och budgivarens person (t.ex. konkurrensställning). Bedömningen kan också påverkas av börsnoteringen av det värdepapper som erbjuds som vederlag, den allmänt tillgängliga informationen om värdepappret och värdepapprets likviditet.

Om budgivaren inte samarbetar med målbolagets styrelse kan det vara omöjligt för styrelsen att få tillgång till ovan angivna uppgifter. I en sådan situation har målbolagets styrelse ett motiverat skäl att avvika från rekommendationen.

Om målbolagets styrelse utgående från sin due diligence-granskning eller i övrigt konstaterar att den erbjudandehandling som budgivaren har gjort inte ger värdepappersinnehavaren tillräckliga och riktiga uppgifter om det vederlag som erbjuds och att dessa uppgifter kan vara väsentliga med tanke på bedömningen av erbjudandet och budgivaren inte kompletterar uppgifterna, är utgångspunkten att styrelsen ska offentliggöra sin uppfattning om ärendet i styrelsens utlåtande om erbjudandet eller vid behov med ett separat meddelande.

>> Se motivering d) "Medverkan till utarbetandet av en erbjudandehandling av målbolaget" i rekommendation 5 "Målbolagets styrelsens utlåtande om erbjudandet".

IV KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

REKOMMENDATION 8 – MÅLBOLAGETS AGERANDE VID KONKURRERANDE ERBJUDANDE

Inledning

När ett erbjudande som gäller 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.

Om en konkurrerande kontakt leder till att ett konkurrerande erbjudande offentliggörs under erbjudandetiden för det första erbjudandet i en situation där målbolagets styrelse redan har gett ett utlåtande om det erbjudande som offentliggjordes först, ska målbolagets styrelse komplettera sitt utlåtande så snart som möjligt efter det att det konkurrerande erbjudandet har offentliggjorts, dock senast fem bankdagar innan det första erbjudandets giltighetstid tidigast kan löpa ut (11:17:1 i VPL).

Ett konkurrerande erbjudande kan leda till att den första budgivaren förlänger erbjudandetiden för sitt erbjudande eller i övrigt ändrar villkoren för sitt erbjudande med stöd av 11:17:1 i värdepappersmarknadslagen. Enligt den anvisning som ingår i punkt 5.5 (53) i FI's FOA om uppköpserbjudanden) leder offentliggörandet av ett konkurrerande erbjudande till en skyldighet att komplettera erbjudandehandlingen, och i samband med godkännandet av kompletteringen kan Finansinspektionen förutsetta att erbjudandetiden förlängs med högst tio bankdagar, för att innehavarna av de värdepapper som erbjudandet avser ska kunna ompröva erbjudandet (11:11:4 i VPL). Om konkurrerande uppköpserbjudanden kan göra det svårare för målbolaget att bedriva sin affärsverksamhet under en orimligt lång tid, kan Finansinspektionen på målbolagets ansökan sätta ut en tidsfrist för dem som lämnar konkurrerande uppköpserbjudanden efter vilken erbjudandevillkoren inte längre får ändras (11:17:3 i VPL).

Rekommendation 8

Målbolagets styrelse ska bemöta alla seriösa budgivare jämlikt.

Motiveringar

a. Allmänna skyldigheter för målbolagets styrelse

Under processen för ett uppköpserbjudande kan målbolaget bli kontaktat av flera budgivare som konkurrerar med varandra. Förutom de uttryckliga skyldigheter som ingår i värdepappersmarknadslagen ska styrelsens roll och skyldigheter, vid konkurrerande erbjudanden, bedömas enligt de allmänna bolagsrättsliga principerna, och till tillämpliga delar följa samma principer som har presenterats ovan i avsnitt 2 "Målbolagets styrelse – ställning och skyldigheter".

Vid ett uppköpserbjudande ska målbolagets styrelse sträva efter att uppnå bästa möjliga slutresultat för aktieägarna utifrån de allmänna principerna i aktiebolagslagen. Om styrelsen blir kontaktat av en konkurrerande budgivare och kontakten är seriös, ska styrelsen utreda ärendet och inhämta tillräckliga och ändamålsenliga uppgifter om det konkurrerande förslaget och jämföra förslaget med det tidigare erbjudandet.

>> **Se om detta i tillämpliga delar även i rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt".**

Drivande av aktieägarnas intresse förutsätter i allmänhet att styrelsen strävar efter att få ett så högt värde som möjligt för bolagets värdepapper, men å andra sidan att styrelsen försäkras om att ett konkurrerande erbjudande går att genomföra. I praktiken kan detta kräva att man inleder förhandlingar med den som har lämnat ett konkurrerande erbjudande. Utgångspunkten är att ett eventuellt avtal om samgående eller ett transaktionsavtal eller förhandlingsförbud som målbolaget har ingått med den första budgivaren inte får vara ett hinder för styrelsens möjligheter att bedöma en konkurrerande kontakt eller inleda förhandlingar med den som har lämnat ett konkurrerande erbjudande, om detta ligger i aktieägarnas intresse.

>> See rekommendation 3 "Avtalsarrangemang med budgivaren".

För att målbolaget ska kunna skapa en genuin konkurrenssituation mellan eventuella budgivare och på så sätt få ett så högt värde som möjligt för bolagets värdepapper, är utgångspunkten att målbolagets styrelse ska agera på ett sätt som ger alla seriösa konkurrerande budgivare lika möjligheter att lämna ett erbjudande på bolagets värdepapper. Styrelsen ska dock beakta de specifika förhållanden som hänför sig till varje budgivare och varje föreslagna erbjudande, och till följd av detta kan styrelsen ha en motiverad grund att avvika från rekommendationen.

Om målbolagets styrelse t.ex. har tillåtit att den första budgivaren gör en due diligence-granskning, ska 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 intresse och att omständigheterna kring de konkurrerande erbjudandena och aktörerna i övrigt är likartade. Man ska dock i varje enskilt fall separat överväga om man kan tillåta en granskning och i vilken omfattning en eventuell granskning kan tillåtas.

>> Se punkt (d) "Karaktären och omfattningen på den information som ska lämnas" i rekommendation 6 "Due diligence-granskning i målbolaget".

Om det första erbjudandet redan har offentliggjorts är en ytterligare förutsättning för att tillåta en due diligence-granskning att det enligt bedömning av styrelsen för målbolaget finns realistiska möjligheter att erbjudandet genomförs, vilket i allmänhet betyder att erbjudandet ska vara förmånligare för bolagets aktieägare eller minst lika förmånligt som det första erbjudandet som redan har offentliggjorts om man erbjuder andra former av vederlag.

Om målbolagets styrelse kontaktas med anledning av ett eventuellt konkurrerande erbjudande, och målbolagets styrelse anser att kontakten är seriös och att möjligheterna att det genomförs är realistiska, ska styrelsen sträva efter ett så gott slutresultat som möjligt för aktieägarna genom att tillämpa rekommendation [2] "Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt" även vad gäller den kontakt som gäller det konkurrerande erbjudandet. Ett eventuellt redan ingått samgående eller ett transaktionsavtal mellan målbolaget och den som har lämnat det första erbjudandet kan dessutom innehålla bestämmelser om tillvägagångssättet vid konkurrerande erbjudanden.

>> Se punkt (b) "Ingående av ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal med budgivaren i rekommendation 3 "Avtalsarrangemang med budgivaren".

Eftersom de förfaranden som enligt avtalet om samgående eller ett transaktionsavtal gäller vid eventuella konkurrerande erbjudanden ska beskrivas i huvuddrag i erbjudandehandlingen, har den budgivare som lämnar ett konkurrerande erbjudande information om dessa då ett konkurrerande erbjudande planeras.

b. Utlåtande av målbolagets styrelse och eventuella ändringar av detta

När styrelsen kompletterar sitt utlåtande med anledning av ett konkurrerande erbjudande i enlighet med 11:17:1 i värdepappersmarknadslagen ska styrelsen jämföra det första erbjudandet med det konkurrerande erbjudandet och ta ställning till det nya konkurrerande erbjudandet på det sätt som förutsätts av 11:13 i värdepappersmarknadslagen. Om styrelsen i sin bedömning kommer fram till att den rekommenderar godkännande av det konkurrerande erbjudandet till innehavarna av värdepapper, ska styrelsen i praktiken återkalla en rekommenda-

tion som man eventuellt har gett om det första erbjudandet och offentliggöra ett nytt utlåtande där man rekommenderar att det nya konkurrerande erbjudandet godkänns. Kompletteringen av styrelsens utlåtande ska i tillämpliga delar följa de principer som läggs fram i rekommendation [5] "Utlåtande av målbolagets styrelse om ett erbjudande".

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

c. Inverkan av ett konkurrerande erbjudande på det första erbjudandet och målbolagets ansökan om tidsfrist för ändring av villkoren för uppköpserbjudandet

Enligt värdepappersmarknadslagen har den första budgivaren rätt att förlänga sitt erbjudande i enlighet med ett konkurrerande erbjudande och även i övrigt ändra villkoren i erbjudandet (11:17:1 i VPL). Vid ett frivilligt uppköpserbjudande kan den som lämnat det första erbjudandet också besluta att erbjudandet förfaller innan giltighetstiden för det konkurrerande erbjudandet går ut (11:17:2 i VPL). Om ett konkurrerande erbjudande har offentliggjorts kan innehavare av värdepapper i målbolaget som har godkänt det första uppköpserbjudandet återta sitt godkännande av det första erbjudandet så länge det första uppköpserbjudandet är i kraft, under förutsättning att transaktioner som gäller det första uppköpserbjudandet inte ännu har gjorts i syfte att genomföra erbjudandet (11:16:3 i VPL).

I vissa fall kan det anses att konkurrerande erbjudanden försvårar målbolagets affärsverksamhet under en oskäligt lång tid. I en sådan situation kan Finansinspektionen, på ansökan av målbolaget, fastställa en tidsfrist för att ändra villkoren i uppköpserbjudandet för dem som har lämnat ett konkurrerande erbjudande. En tidsfrist får sättas ut tidigast tio veckor efter det att det första uppköpserbjudandet har offentliggjorts (11:17:3 i VPL). När man överväger att ansöka om fastställande av en

tidsfrist är det lämpligt att pröva situationen i ljuset av de allmänna principerna i aktiebolagslagen, med beaktande av såväl bolagets som alla aktieägares intresse.

d. Insiderfrågor

Beroende på i vilken fas beredningen av ett erbjudande är, kan information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande utgöra insiderinformation innan det konkurrerande erbjudandet offentliggörs. Såväl budgivaren som målbolagets styrelse har en skyldighet att hantera insiderinformation och se till att sådan förblir konfidentiell på det sätt som processen för ett uppköpserbjudande kräver.

[Se mer om insiderfrågor i punkt (c) "Diskussioner med betydande aktieägare i målbolaget" i rekommendation 1 "Säkerställande av möjligheterna att genomföra ett erbjudande" och i punkt (d) "Insideraspekter" i rekommendation 2 "Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt".]

Om den som lämnar det första erbjudandet får uppgifter om ett förestående konkurrerande erbjudande innan det konkurrerande erbjudandet offentliggörs, blir den första budgivaren en insider. Uppgifterna om ett konkurrerande erbjudande hindrar dock inte den första budgivaren från att genomföra det redan offentliggjorda erbjudandet i enlighet med villkoren för erbjudandet. Då villkoren för erbjudandet i ett sådant fall har gjorts upp och offentliggjorts redan innan den första budgivaren fick insiderinformation (dvs. information om ett förestående konkurrerande erbjudande), begränsar denna information inte budgivarens rätt att förvärva värdepapper i målbolaget i enlighet med villkoren för erbjudandet (se 14:2:8 i VPL). Informationen om ett konkurrerande erbjudande hindrar dock förvärv av värdepapper i målbolaget utanför det offentliga uppköpserbjudandet.

V ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

REKOMMENDATION 9 – FÖRVÄRV AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER PÅ MARKNADEN

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 (11:9 i VPL). Avsikten med värdepappersuppköpen innan offentliggörandet av uppköpserbjudandet är i allmänhet att förbättra förutsättningarna för att det förestående erbjudandet genomförs. En förutsättning för att budgivaren ska 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 ska erbjudas. Eventuella förvärv av värdepapper ska också offentliggöras enligt flaggningsbestämmelserna i 9 kap. i värdepappersmarknadslagen då vissa gränser underskrids, uppnås eller överskrids. I övrigt finns det inga uttryckliga bestämmelser om detta i värdepappersmarknadslagen.

Missbruk av insiderinformation är kriminaliserat i strafflagen (se 51:1–2 i SL). Värdepappersmarknadslagen innehåller dessutom ett allmänt förbud om användning av insiderinformation i värdepappershandeln (14:2 i VPL). I förarbetena till den värdepappersmarknadslag som tidigare gällde konstateras det dock att en fysisk persons opublicerade information om sitt eget beslut inte utgör insiderinformation. Detta skulle därmed gälla budgivarens kännedom om ett offentligt uppköpserbjudande innan ett beslut om erbjudandet har fattats eller innan det har offentliggjorts (se RP 318/1992, s. 35) och inga ändringar har skett i omständigheterna efter detta. Motsvarande ståndpunkt tillämpas också i andra länder.

Efter det att ett offentligt uppköpserbjudande har offentliggjorts säljer värdepappersinnehavarna i många fall sina värdepapper på börsen. Ofta erbjuds budgivaren även direkt större poster av målbolagets värdepapper. För en budgivare som strävar efter att köpa upp hela målbolaget är det viktigt

att kunna förvärva de värdepapper som är till salu även utanför uppköpserbjudandet. Efter att erbjudandet offentliggjorts kan förvärv utanför uppköpserbjudandet ske, inom ramen för regleringen om användning av insiderinformation, på eller utanför börsen innan erbjudandetiden börjar, under erbjudandetiden eller efter att erbjudandetiden har gått ut.

Rekommendation 9

Om en budgivare, efter offentliggörandet av erbjudandet, har för avsikt att förvärva värdepapper som är föremål för erbjudandet utanför det offentliga uppköpserbjudandet, ska budgivaren meddela sin avsikt innan förvärvet börjar.

Motiveringar

a. Förvärv av värdepapper i målbolaget innan offentliggörandet av ett offentligt uppköpserbjudande

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.

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 positiv respons av dem. Om t.ex. 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 att erbjudandet genomförs. Ju säkrare information budgivaren har om hur de betydande aktieägarna i målbolaget eller målbolagets styrelse förhåller sig till erbjudandet, desto närmare ligger uppgifterna sådan information som hindrar budgivaren från att köpa upp målbolagets värdepapper innan erbjudandet offentliggörs.

I detta samband finns det dock skäl att beakta att fysiska personer som arbetar för budgivaren eller som i övrigt är medvetna om beredningen av erbjudandet inte i någon situation kan köpa upp målbolagets värdepapper för egen räkning eller för någon annan än budgivarens räkning utan att göra sig skyldig till förbjuden användning av insiderinformation.

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

Förvärv av målbolagets värdepapper innan ett erbjudande offentliggörs kan påverka prissättningen av det förestående erbjudandet. FI's FOA om uppköpserbjudanden innehåller tolkningar om vederlaget vid erbjudandet samt i vilka situationer och på vilka grunder man kan eller ska avvika från prissättningen enligt huvudregeln i värdepappersmarknadslagen.

>> För frågor kring offentliggörande och flaggning vid förvärv av värdepapper före ett erbjudande, se flaggningsbestämmelserna i värdepappersmarknadslagen (9 kap. i VPL) och i Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar 8/2013 (Anmälan om betydningsfulla ägar- och röstandelar).

En aktör som planerar ett uppköpserbjudande bör även fästa uppmärksamhet vid att beslutet om att göra ett offentligt uppköpserbjudande ska offentliggöras utan dröjsmål och tillkännages målbolaget (se 11:9 i VPL).

b. Förvärv av värdepapper i målbolaget efter offentliggörandet av ett erbjudande

Efter det att ett erbjudande har offentliggjorts kan budgivaren innan erbjudandetiden börjar och under erbjudandetiden även förvärva de värdepapper som omfattas av erbjudandet utanför det offentliga uppköpserbjudandet, t.ex. via den ordinarie handeln på börsen. Budgivaren kan själv besluta om förvärvstidpunkten och kan, om budgivaren så önskar, avbryta eller helt avsluta förvärven. Eventuell tillgång till insiderinformation hindrar dock budgivaren från att göra förvärv.

>> Se punkt e) "Insiderfrågor" i rekommendation 6 "Due diligence-granskning i målbolaget".

Budgivaren kan också förvärva värdepapper som är föremål för erbjudandet som s.k. blockaffärer på börsen eller genom affärer utanför börsen.

Informationen om avsikten att förvärva värdepapper utanför det offentliga uppköpserbjudandet ska offentliggöras. Informationen kan inkluderas i de andra meddelandena som gäller erbjudandet, såsom meddelandet om offentliggörandet av erbjudandet och/eller meddelandet om resultatet av erbjudandet, beroende på när man planerar att göra förvärven.

Under erbjudandetiden 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 uppköpserbjudandet eller betala gottgörelse. (Se i 11:25 i VPL).

REKOMMENDATION 10 – BEREDSKAP FÖR INFORMATIONSLÄCKAGE

Inledning

Beredningen av ett offentligt uppköpserbjudande är ofta konfidentiell och uppgifterna om ett förestående erbjudande offentliggörs inte innan ett slutligt beslut om erbjudandet har fattats.

För att skydda placerarna är det viktigt att bolagets aktieägare får tillräcklig och ändamålsenlig information i samband med erbjudandet. En förutsättning för en ostörd marknadsfunktion är å sin sida att information om ett eventuellt erbjudande eller beredning av ett erbjudande inte läcker ut till marknaden innan erbjudandet offentliggörs.

Om en emittent eller någon som handlar för dennes räkning eller på dennes vägnar röjer icke-offentliggjord information som är ägnad att avsevärt påverka värdet på värdepappret till en aktör som inte är skyldig att hemlighålla informationen, förutsätter värdepappersmarknadslagen att bolaget samtidigt offentliggör informationen. Om informationen har röjts oavsiktligt ska bolaget offentliggöra informationen utan obefogat dröjsmål. (6:6 i VPL)

Rekommendation 10

Såväl budgivaren som målbolagets styrelse ska under de olika faserna av processen för uppköpserbjudandet sköta sekretessaspekterna på ett korrekt sätt för att förhindra informationsläckage. Budgivaren och målbolagets styrelse ska dock på förhand förbereda sig på att information om ett föreslaget offentligt uppköpserbjudande kan läcka ut till marknaden innan erbjudandet offentliggörs, och dessa ska upprätta tillräcklig beredskap för att sköta informeringen vid ett eventuellt läckage.

Motiveringar

Såväl budgivaren som målbolagets styrelse ska bereda sig på att information om ett förestående uppköpserbjudande kan läcka ut till marknaden innan erbjudandet offentliggjorts. Därför är det viktigt att skapa en tillräcklig beredskap för att sköta informeringen under kontrollerade former och på ett behörigt sätt vid olika former av läckage som eventuellt kan förekomma under processen.

Om information om ett förestående seriöst uppköpserbjudande som målbolagets styrelse känner till har läckt ut till marknaden, ska målbolagets styrelse utan obefogat dröjsmål publicera ett meddelande om det aktuella läget. Det finns skäl för styrelsen att även i övrigt följa med de uppgifter om bolaget som cirkulerar i offentligheten och kursutvecklingen för bolagets värdepapper. Om något i dessa avviker från det normala ska styrelsen avgöra ifall bolaget bör publicera ett meddelande om det aktuella läget.

>> *Se mer om informeringen i 6:6 i VPL, i 2.3.1 i reglerna för NASDAQ OMX Helsingfors och i 5.2.1 i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

För att undvika informationsläckage ska målbolaget och budgivaren ingå ett sekretessavtal i ett så tidigt skede som möjligt av processen. Ifall beredningen av ett erbjudande förutsätter att målbolaget för diskussioner även med andra aktörer, är det viktigt för målbolagets styrelse att se till att sådana aktörer undertecknar ett sekretessavtal eller på annat sätt är skyldiga att hemlighålla informationen. I annat fall kan målbolaget bli skyldigt att publicera uppgifterna enligt 6:6 i värdepappersmarknadslagen.

Naturligtvis ska även budgivaren sköta sekretessaspekterna på motsvarande sätt som målbolaget. Om budgivaren är ett listat bolag och informationen om beredningen av erbjudandet är ägnad att avsevärt påverka även värdet på budgivarens värdepapper, kan en ovan beskriven skyldighet att offentliggöra information uppstå även för budgivaren med stöd av de på budgivaren tillämpliga bestämmelserna om informationsskyldighet.

Till den del som de skyldigheter som gäller administrering av insiderinformation och sekretessaspekter grundar sig på tvingande lagstiftning, förpliktande myndighetsföreskrifter eller värdepappersbörsens regler, är det inte möjligt att avvika från dessa utifrån "följ eller förklara"-principen.

Frågor som gäller informationsskyldigheten i samband med en due diligence-granskning i målbolaget har behandlats separat i punkt f) "Informationsskyldighet" i rekommendation 6 "Due diligence-granskning i målbolaget".

REKOMMENDATION 11 – OFFENTLIGGÖRANDE AV ERBJUDANDET

Inledning

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

Budgivaren ska publicera uppgifter om ett offentligt uppköpserbjudande genast då budgivaren har fattat beslut om erbjudandet. Enligt värdepappersmarknadslagen ska ett beslut om offentligt uppköpserbjudande offentliggöras omedelbart och tillkännages det bolag som har emitterat de värdepapper som erbjudandet avser (målbolaget). Efter offentliggörandet ska beslutet utan dröjsmål tillkännages en företrädare för de anställda i målbolaget och i det företag som lämnat erbjudandet eller, om det inte finns en sådan företrädare, de anställda. >> *Se 11:9:1–2 i VPL och 5.2.1 i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

Enligt 11:9:3 i värdepappersmarknadslagen ska följande omständigheter nämnas vid offentliggörande av ett uppköpserbjudande:

- det antal värdepapper som erbjudandet avser;
- giltighetstiden för erbjudandet och det vederlag som erbjuds;
- övriga väsentliga villkor för genomförande av erbjudandet;
- förfarandet i det fall att de antagna svaren omfattar fler värdepapper än erbjudandet avser; och
- om budgivaren har förbundit sig att iaktta rekommendationen enligt 11:28:1 i värdepappersmarknadslagen och, i annat fall, en motivering till varför inte.

I samband med offentliggörandet av ett uppköpserbjudande ska man förutom dessa omständigheter även offentliggöra andra omständigheter som avsevärt påverkar bedömningen av uppköpserbjudandets fördelaktighet.

>> **Se 5.2.1 (10) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.**

Enligt värdepappersmarknadslagen ska den som enligt 11 kap. i värdepappersmarknadslagen är informationsskyldig gentemot placerare opartiskt tillhandahålla placerarna tillräcklig information om omständigheter som kan inverka väsentligt på värdepapprens värde. (1:4 i VPL). Den som har lämnat ett offentligt uppköpserbjudande får inte särbehandla innehavarna av målbolagets värdepapper (11:7 i VPL).

Om den som planerar ett uppköpserbjudande måste offentliggöra planerna på ett eventuellt erbjudande, t.ex. till följd av informationsläckage, ska man vid offentliggörandet fästa vikt vid att parterna, utifrån den information som offentliggörs, kan bedöma sannolikheten att uppköpserbjudandet offentliggörs i ett senare skede samt tidpunkten för det eventuella erbjudandet. Enligt Finansinspektionens tolkning ska den som planerar ett erbjudande i så fall offentliggöra sådana omständigheter den har kännedom om som väsentligt påverkar bedömningen av uppköpserbjudandets fördelaktighet och redogöra för de osäkerhetsfaktorer som hänför sig till genomförandet av uppköpserbjudandet. >> **Se om offentliggörande av planer på ett uppköpserbjudande i 5.2.1 (13)–(15) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden**

Rekommendation 11

I meddelandet om ett offentligt uppköpserbjudande ska budgivaren offentliggöra sådana omständigheter som budgivaren känner till som är av vikt med tanke på bedömningen av erbjudandet och dess fördelaktighet. Utöver de uppgifter som krävs enligt värdepappersmarknadslagen kan följande faktorer anses höra till denna kategori:

- **uppgifter om budgivaren;**
- **uppgifter om värdepapper som målbolaget emitterat och som är föremål för 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 den premie som vederlaget i erbjudandet innebär i förhållande till målbolagets marknadsvärde och principerna för kalkylen av premien;***
- ***uppgifter om den nödvändiga finansieringen eller andra nödvändiga arrangemang som gäller vederlaget;***
- ***uppgifter om vilka av budgivarens aktieägare som har meddelat att de stöder eventuella åtgärder som behöver vidtas på budgivarens bolagsstämma för att erbjudandet ska kunna genomföras;***
- ***uppgift om hur stor andel av aktieägarna som har förbundit sig (villkorligt eller ovillkorligt) att godkänna erbjudandet och hur stor andel som i övrigt har meddelat att de stöder erbjudandet;***
- ***uppgifter om övriga arrangemang som gäller erbjudandet mellan budgivaren och innehavarna av de värdepapper som erbjudandet avser;***
- ***uppgifter om orsakerna till erbjudandet;***
- ***om värdepapper hos budgivaren erbjuds som vederlag i 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 anknnytning till erbjudandet eller uppgift om varför budgivaren inte kan göra en sådan uppskattning.***

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

Motiveringar

För att prisbildningen för de värdepapper som erbjudandet gäller inte ska störas är det viktigt att man i samband med offentliggörandet av erbjudandet offentliggör alla de faktorer som påverkar värdet på värdepappren och som är betydelsefulla i bedömningen av erbjudandet och dess fördelaktighet och som budgivaren känner till. Det är inte möjligt att avvika från skyldigheten att offentliggöra de uppgifter som förutsätts av värdepappersmarknadslagen utifrån "följ eller förklara"-principen.

I vissa situationer, t.ex. om det finns risk att information som gäller ett planerat erbjudande läcker ut eller om sådan information redan har läckt ut, kan det finnas ett särskilt behov av att informera om ett planerat offentligt uppköpserbjudande som man dock inte ännu har fattat beslut om. Även om det inte ännu är säkert att ett erbjudande kommer att göras kan redan det faktum att man planerar ett offentligt uppköpserbjudande påverka såväl målbolagets aktiekurs som bolagets affärsverksamhet. Budgivaren ska i synnerhet ombesörja att det inte uppstår sådana snedvridningar på marknaden för målbolagets aktier som gör att kursen för värdepappren stiger eller sjunker på ett konstgjort sätt och som stör den normala verksamheten på marknaden.

>> *Se 5.2 (13)–(15) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

Man får inte heller kringgå skyldigheten att offentliggöra ett beslut om ett offentligt uppköpserbjudande t.ex. genom att på ett konstgjort sätt skjuta upp det formella beslutet om erbjudandet. Vid varje fall av sådant informationsläckage som anges ovan ska målbolaget uppfylla sin informationsplikt enligt värdepappersmarknadslagen och börsens regler.

I allmänhet ska ett erbjudande omfatta alla innehavare av ett visst värdepappersslag genom att följa principen om jämlikt bemötande. Att skicka meddelanden om ett uppköpserbjudande eller erbjudandehandlingar till innehavare av värdepapper

som är bosatta eller som har sin adress utanför Finland kan dock förutsätta att det berörda landets lagstiftning (speciellt värdepappersmarknadslagstiftningen) eller andra specialbestämmelser iaktas. 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 ska uppfyllas bör det kunna anses tillräckligt att meddelanden om erbjudandet och erbjudandehandlingarna finns tillgängliga på det sätt som förutsätts av värdepappersmarknadslagen. I specialfall kan en jämlik behandling dock förutsätta att ett offentligt uppköpserbjudande även utsträcks till sådana länder. En sådan specialsituation kan uppkomma t.ex. då ett bolag har ordnat aktieemissioner till allmänheten i vissa länder eller ifall ett stort antal innehavare av värdepapper i målbolaget finns i ett visst land. Specialsituationer ska alltid bedömas från fall till fall.

REKOMMENDATION 12 – ÅBEROPANDE AV ETT VILLKOR FÖR GENOMFÖRANDE AV ETT ERBJUDANDE

Det kan vara viktigt för budgivaren att ställa villkor för genomförande av ett erbjudande. Enligt värdepappersmarknadslagen kan en budgivare i ett frivilligt uppköpserbjudande ställa villkor för genomförandet av ett erbjudande. Ett obligatoriskt uppköpserbjudande kan vara villkorligt endast med avseende på nödvändiga myndighetsbeslut (11:15 i VPL). Med undantag för obligatoriska uppköpserbjudanden innehåller lagstiftningen inga särskilda bestämmelser om innehållet i eventuella villkor för genomförandet av ett uppköpserbjudande eller om hurdana villkor som är tillåtna vid frivilliga offentliga uppköpserbjudanden.

Man kan dock inte ställa vilka villkor som helst för genomförande av ett frivilligt uppköpserbjudande. Enligt värdepappersmarknadslagen får inte den som gör ett offentligt uppköpserbjudande särbehandla innehavare av värdepapper i målbolaget (11:7 i VPL). Enligt 1:2 i värdepappersmarknadslagen får inte förfaranden som strider mot god värdepappersmarknadssed tillämpas på värdepappersmarknaden. Den som gör ett offentligt uppköpserbjudande får inte vidta åtgärder som förhindrar eller väsentligt försvårar genomförandet av det offentliga uppköpserbjudandet och de villkor som uppställs för det (11:8:1 i VPL).

Enligt Finansinspektionen får den som lämnar ett uppköpserbjudande inte åberopa ett villkor för genomförandet av ett uppköpserbjudande, om inte det faktum att villkoret inte uppfylls är av stor vikt för den som har gjort ett uppköpserbjudande med tanke på det planerade företagsförvärvet. Finansinspektionen rekommenderar att budgivaren i mån av möjlighet strävar efter att påverka att villkoren för att genomförandet av ett erbjudande uppfylls. >> [Se 4.3 \(15\) och 5.4 \(45\) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.](#)

Rekommendation 12

Om budgivaren fattar beslut om att åberopa ett villkor för genomförande av erbjudandet och inte genomför erbjudandet, ska grunderna för ett sådant beslut publiceras i ett meddelande om detta.

Motiveringar

Om budgivaren har ställt villkor för att genomföra ett erbjudande och det står klart att något av dessa villkor inte kommer att uppfyllas, ska budgivaren omsorgsfullt bedöma ifall det faktum att villkoret inte uppfylls har sådan betydelse för budgivaren, med tanke på det planerade företagsförvärvet, att det är motiverat att erbjudandet inte genomförs.

>> [Se 4.3 \(15\) och 5.4 \(45\) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden, som behandlar hänvisning till ett villkor för ett uppköpserbjudande.](#)

Det är inte möjligt att avvika från bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och Finansinspektionens föreskrifter om åberopande av ett villkor för ett uppköpserbjudande enligt "följ eller förklara"-principen.

Ett villkor som ofta används i offentliga uppköpserbjudanden är bland annat att budgivaren erhåller de myndighetstillstånd som behövs för att köpa upp målbolaget och att budgivaren ur ett affärsekonomiskt perspektiv kan godkänna villkoren i tillstånden. Tillstånd av konkurrensmyndigheterna är i synnerhet ofta centrala med tanke på genomförandet av ett erbjudande.

Slutförandet av ett företagsförvärv kan förutsätta godkännanden av konkurrensmyndigheter i flera jurisdiktioner. I sådana fall kan det uppstå en situation där en myndighets handläggningstid i vissa länder är avsevärt längre än i de för företagsförvärvet viktigaste marknadsområdena. För att genomförandet av ett erbjudande inte ska äventyras eller oskäligt fördröjas till följd av längden på myndighetsprocessen i mindre viktiga områden, kan budgivaren i sådana situationer överväga möjligheten att avstå från kravet om att villkoret om godkännande av konkurrensmyndigheterna uppfylls vad gäller ett sådant land som inte är ett viktigt marknadsområde med tanke på företagsförvärvet. I re-

gel ska budgivaren inte åberopa ett villkor som gäller myndighetsgodkännande, om detta inte är ett väsentligt villkor med tanke på helhetsbedömningen av den berörda fasen i processen för erbjudandet och det är möjligt att avstå från detta villkor.

För budgivaren är det ofta viktigt att man får hela målbolaget i sin besittning och ett villkor för att erbjudandet ska genomföras är därför ofta att gränsen för inlösningsrätten, dvs. 90 procent, uppnås. Budgivaren kan återkalla ett erbjudande t.ex. om ett villkor som budgivaren uppställt för genomförandet av erbjudandet är att en viss ägarandel i målbolaget uppnås eller att målbolagets bolagsstämman fattar ett visst beslut, och det står klart att ett sådant villkor inte kommer att uppfyllas. Eftersom ett erbjudande dessutom görs utgående från den information som budgivaren har tillgång till, 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.

Ifall utförande av en due diligence-granskning i målbolaget har varit ett villkor för att ett erbjudande ska genomföras, kan budgivaren inte hänvisa till due diligence-villkoret vad gäller sådana omständigheter som budgivaren klart och tydligt kände till redan då erbjudandet gjordes.

>> **Se 4.3 (15) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.**

Utgångspunkten för åberopande av detta villkor är att det till följd av en due diligence-granskning som utförs efter offentliggörandet av erbjudandet eller på annat sätt kommer fram sådana omständigheter som budgivaren inte kände till då villkoren för erbjudandet ställdes upp och att dessa omständigheter har stor betydelse för budgivaren med tanke på det planerade företagsförvärvet.

Om ett offentligt uppköpserbjudande genomförs i samförstånd med målbolagets styrelse är det möjligt att budgivaren och målbolaget gör upp ett särskilt avtal om samgående eller ett transaktionsavtal. Det kan vara viktigt för parterna att erbjudandet genomförs i enlighet med avtalet, och endast i så fall att parterna fortfarande är i samförstånd vid den tidpunkt då erbjudandet genomförs. Följaktligen är ett giltigt avtal om samgående eller ett transaktionsavtal ofta ett villkor för att genomföra

ett erbjudande. Ofta ger målbolaget sedvanliga garantier om målbolaget och dess affärsverksamhet i ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal. Obetydliga eller oväsentliga överträdelser av sådana garantier ses i allmänhet inte som en omständighet som berättigar en budgivare att återkalla ett erbjudande med anledning av att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal eventuellt sägs upp eller avslutas.

Att hänvisa till ett villkor som gäller finansieringen förutsätter att tillgången till finansiering uttryckligen är ett villkor för genomförandet av erbjudandet. Det är inte möjligt att tillgång till finansiering är ett villkor för genomförandet av erbjudandet om finansieringen av erbjudandet inte är villkorlig.

VI ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE

REKOMMENDATION 13 – AVSIKT ATT FÖRVÄRVA DEN ÅTERSTÅENDE DELEN AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER

Inledning

En budgivare har ofta för avsikt att få äganderätten till alla aktier i målbolaget. Vid ett uppköpserbjudande uppnår man sällan en acceptansnivå på 100 procent, och därför strävar en budgivare ofta efter att först få 90 procent av aktierna och rösterna i målbolaget i sin besittning med ett erbjudande och sedan förvärva resten av aktierna genom ett inlösningsförfarande av minoritetsaktier i enlighet med aktiebolagslagen.

Enligt aktiebolagslagen har en aktieägare som innehar mer än nio tiondelar (9/10) av bolagets aktier och det röstetal som aktierna medför (inlösare) rätt att till gängse pris lösa in de övriga aktieägarnas aktier. En aktieägare vars aktie kan inlösas har rätt att kräva inlösen av sina aktier (18:1 i ABL). Såväl budgivaren som en minoritetsaktieägare har alltså rätt, men ingen skyldighet, att kräva inlösen av aktien. Inlösningsrätten gäller endast målbolagets aktier, inte övriga värdepapper som målbolaget har emitterat.

Efter erbjudandetidens utgång ska budgivaren utan dröjsmål publicera resultatet av erbjudandet i enlighet med bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen. Om ett erbjudande har varit villkorligt ska det samtidigt meddelas om budgivaren genomför erbjudandet (11:18 i VPL).

Budgivaren kan också förlänga erbjudandetiden efter att budgivaren bekräftar att erbjudandet genomförs och erbjudandet blir ovillkorligt. Detta ger budgivaren möjlighet att förvärva extra aktier på marknaden och ger de återstående aktieägarna möjlighet att godkänna erbjudandet ännu efter att genomförandet av erbjudandet har fastställts och de första transaktionerna för att genomföra erbjudandet redan har gjorts.

>> [Se 5.3.2 \(32\) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.](#)

Efter utgången av erbjudandetiden kan budgivaren även sträva efter att förvärva ytterligare värdepapper i målbolaget på marknaden för att utöka sin ägarandel. I syfte att trygga transparensen på marknaden ska budgivaren offentliggöra sådana avsikter.

Rekommendation 13

Redan i erbjudandehandlingen gällande ett offentligt uppköpserbjudande ska budgivaren meddela sin eventuella avsikt att kräva inlösen av minoritetsaktieägares aktier enligt aktiebolagslagen. I ett meddelande om ett förestående uppköpserbjudande ska budgivaren offentliggöra sin avsikt att starta ett inlösningsförfarande enligt aktiebolagslagen eller att på marknaden förvärva ytterligare värdepapper i målbolaget. Om budgivaren har meddelat att dess avsikt är att starta ett inlösningsförfarande enligt aktiebolagslagen, ska budgivaren kräva inlösen utan ogrundat dröjsmål efter att budgivaren har kommit i besittning av mer än nio tiondelar (9/10) av aktierna i målbolaget och det röstetal som dessa medför.

Motiveringar

Om en budgivare har för avsikt att lösa in övriga aktieägares aktier i målbolaget efter att ha kommit i besittning av mer än nio tiondelar (9/10) av aktierna i bolaget och det röstetal som följer av alla akter, ska budgivaren meddela om sin avsikt redan i erbjudandehandlingen.

Såväl en minoritetsaktieägare som budgivaren har för sin del rätt att kräva inlösen av minoritetsaktieägarnas aktier enligt aktiebolagslagen och inleda ett inlösningsförfarande. Budgivaren kan kräva inlösen av samtliga minoritetsaktieägares aktier i samma förfarande. I allmänhet är det ändamålsenligt att budgivaren inleder inlösningsförfarandet och att inlösen av alla återstående aktier sker inom ramen för samma inlösningsförfarande.

Om budgivaren genom ett offentlig uppköpserbjudande eller i övrigt i samband med ett uppköpserbjudande har fått mer än nio tiondelar (9/10) av aktierna och rösterna i bolaget, och budgivaren har för avsikt att starta ett förfarande för att lösa in minoritetsaktier enligt aktiebolagslagen, ska informationen om det planerade inlösningsförfarandet inkluderas i meddelandet om det erbjudandets resultat.

Om budgivaren har beslutat att på marknaden köpa upp ytterligare värdepapper i målbolaget efter utgången av erbjudandetiden ska även information om en sådan avsikt inkluderas i meddelandet om erbjudandets resultat.

REKOMMENDATION 14 – ÖVERTAGANDEÅTGÄRDER

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 att överta målbolaget och dess affärsverksamhet. Övertagandeåtgärderna får inte kränka minoritetsaktieägarnas rättigheter.

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 det röstetal som dessa medför i sin besittning via ett offentligt uppköpserbjudande. Ett aktiebolag kan fusioneras med ett annat aktiebolag så att det överlåtande bolagets tillgångar och skulder övergår till det övertagande bolaget, varvid det överlåtande bolagets aktieägare får aktier i det övertagande bolaget som fusionsvederlag. Fusionsvederlaget får också bestå av pengar samt av annan egendom och åtaganden (16:1 i ABL). I allmänhet är utgångspunkten för en fusion, med beaktande av likställighetsprincipen, att aktieägarna i det överlåtande bolaget kan fortsätta som aktieägare i det övertagande bolaget om de så önskar. Om annat vederlag än aktier i budgivaren erbjuds som vederlag vid en fusion till följd av ett uppköpserbjudande, ska detta motiveras.

Rekommendation 14

Om budgivaren har för avsikt att sammanslå målbolaget med budgivaren genom fusion eller vidta andra motsvarande företagsarrangemang i målbolaget i samband med ett uppköpserbjudande, ska detta nämnas då budgivaren i erbjudandehandlingen offentliggör sin plan för hur målbolagets verksamhet kommer att fortsätta.

Om avsikten är att erbjuda annat vederlag än aktier i det mottagande bolaget, ska detta nämnas i erbjudandehandlingen.

Motiveringar

Integreringsåtgärderna och övriga åtgärder i anknytning till övertagandet 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 genomför inbördes affärstransaktioner även då budgivaren inte äger hela aktiestocken i målbolaget. Målbolaget är dock ett fristående bolag i förhållande till budgivaren och målbolagets verksamhet ska alltid följa kraven i aktiebolagslagen. När budgivaren har fått bestämmande inflytande över målbolaget finns det skäl för målbolagets styrelse att säkerställa att affärstransaktionerna inte ger budgivaren obefogad fördel på målbolagets eller övriga aktieägares bekostnad. I samband med ett uppköpserbjudande är det viktigt att fästa särskild vikt vid att affärstransaktioner mellan budgivaren och målbolaget uppfyller de krav som fastställts i de allmänna principerna i aktiebolagslagen. I synnerhet så länge som budgivaren inte äger bolagets hela aktiestock är det viktigt att säkerställa att aktieägarna bemöts jämlikt.

Ofta är ett villkor för att genomföra ett erbjudande att budgivaren får tillgång till över nio tiondelar (9/10) av aktierna och de röster som aktierna i målbolaget medför, så att budgivaren kan lösa in minoritetsaktieägarnas aktier och förvalta målbolaget som ensam aktieägare. Det kan dock vara möjligt att sammanslå målbolaget med budgivaren även om budgivaren inte har fått målbolagets hela aktiestock i sin besittning. Om budgivaren t.ex. har fått över två tredjedelar (2/3) av de röster som aktierna i målbolaget medför, 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 via ett offentligt uppköpserbjudande får över nio tiondelar (9/10) av målbolagets aktier och de röster som aktierna medför i sin besittning. Om budgivaren i en sådan situation har för avsikt att fusionera målbolaget med budgivaren ska uppgifterna om detta offentliggöras i erbjudandehandlingen. Om möjligt finns det också skäl att beskriva beloppet och karaktären på fusionsvederlaget i erbjudandehandlingen.

Om annat vederlag än aktier i det övertagande bolaget erbjuds som vederlag vid en fusion till följd av ett uppköpserbjudande, ska detta motiveras. En sådan orsak kan t.ex. grunda sig på förutsättningarna för bolagets affärsverksamhet eller synergier som kan uppnås till följd av ägandestrukturen. Att t.ex. förhindra att vissa aktieägare blir aktieägare i det övertagande bolaget genom att ge annat vederlag kan vara ett förfarande som strider mot likställighetsprincipen. I enlighet med det som läggs fram i förarbetena till aktiebolagslagen (RP 109/2005, s. 148) kan användning av penningvederlag vara nödvändigt t.ex. om aktiernas bytesförhållande annars skulle leda till att bråkdelar av aktier ges. Bytesförhållandet för aktierna får inte utan motiverad anledning fastställas på så sätt att småaktieägare vid en fusion enbart skulle få penningvederlag medan större aktieägare huvudsakligen skulle få aktier som vederlag.

VII ANNAT ATT BEAKTA

ANNAT ATT BEAKTA OM DE BESTÄMMELSER SOM GRUNDAR SIG PÅ BOLAGSORDNINGEN FÖR ETT MÅLBOLAG

Inledning

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

Bolagsordningen för vissa finska börsbolag innehåller en skyldighet för en aktieägare som uppnår en viss ägarandel i bolaget att lösa in de övriga aktierna i bolaget. I allmänhet är inlösningsgränsen en tredjedel (1/3) och hälften (1/2) av bolagets aktier eller det röstetal som aktierna i målbolaget medför. En sådan bolagsordning innehåller i typfallet detaljerade bestämmelser om inlösningspriset och de förfaringsätt som ska följas vid inlösningsprocessen. Bestämmelserna om såväl inlösningspriset som förfaringsätten avviker ofta från motsvarande bestämmelser 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 grundar sig på de s.k. frivilliga artiklarna i direktivet om uppköpserbjudanden i sin bolagsordning. Enligt direktivet om uppköpserbjudanden kan medlemsstaterna enligt egen prövning sätta i kraft bestämmelserna i artikel 9 (skyldigheter för målbolagets styrelse) och artikel 11 (genombrott). Om en medlemsstat inte har satt i kraft dessa artiklar har målbolaget, med stöd av direktivet, alltid en självständig möjlighet att sätta dessa bestämmelser i kraft, om bolagsstämman fattar ett beslut om detta (artikel 12.2). Det ska anses att bestämmelserna i 11:14 i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen uppfyller kraven i artikel 9. Finland har inte satt i kraft bestämmelserna i artikel 11. I kommentaravsnitt b) nedan beskrivs förfarandet enligt den gällande lagstiftningen och rekommendatio-

nerna med vilket ett finskt aktiebolag, om det så önskar, kan ta i bruk de närmare bestämmelserna i artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden på det sätt som förutsätts av artikel 12.2.

a. Inlösningsplikt som baserar sig på bolagsordningen

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

Enligt de nuvarande bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen är en aktieägare skyldig att lämna ett obligatoriskt uppköpserbjudande som omfattar samtliga aktier i bolaget och värdepapper som berättigar till aktierna om aktieägarens andel i bolaget ökar till över tre tiondelar (3/10) eller alternativt till över hälften (1/2) av det röstetal som aktierna i bolaget medför (se 11:19 i VPL). Den röstandel som följer av skyldigheten att lämna ett erbjudande motsvarar följaktligen i hög grad de inlösningsgränser som vanligen har fastställts i bolagsordningarna. Detta har minskat behovet av särskilda bestämmelser om inlösningsplikten i bolagsordningen.

Värdepappersmarknadslagen innehåller ett undantag till skyldigheten att lämna ett erbjudande i de situationer där gränsen för att ett erbjudande ska genomföras har uppnåtts genom förvärv av värdepapper via ett sådant offentligt uppköpserbjudande som har omfattat alla de aktier och värdepapper som berättigar till aktier som målbolaget har emitterat (läs om detta i 11:21 i VPL). Denna princip följer bestämmelserna i direktivet om uppköpserbjudanden. De typiska bestämmelserna om inlösningsplikt som ingår i bolagsordningarna innehåller inte ett sådant undantag. I bolagsordningen kan man alltså också ha en bestämmelse om att inlösningsplikt uppstår efter ett frivilligt uppköpserbjudande som omfattar alla värdepapper i målbolaget.

En process som följer av bolagsordningen och som är åtskild från eller parallell med den lagstadgade processen orsakar praktiska problem och oklarheter inte minst därför att bestämmelserna om inlösningspriserna och förfaringssätten i bolagsordningen ofta avviker från motsvarande bestämmelser i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen. En inlösningsbestämmelse i bolagsordningen kan också leda till spekulativ handel på marknaden.

Till följd av de problem som följer av inlösningsbestämmelser i bolagsordningen har budgivarna för flera offentliga uppköpserbjudanden som har genomförts i Finland som villkor ställt att bestämmelsen om inlösningsplikten avlägsnas ur målbolagets bolagsordning med ett beslut av bolagsstämman innan äganderätten till de värdepapper som erbjudandet avser övergår till budgivaren. Om erbjudandet har innehållit ett sådant villkor har målbolagets bolagsstämma i allmänhet fattat ett beslut om att avlägsna inlösningsklausulen i enlighet med villkoren i erbjudandet varmed 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, finns det skäl att bestämmelserna om prissättningen och förfaringssätten i bolagsordningen ska motsvara bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen. Med enhetliga bestämmelser om förfarandet och prissättningen minskar de praktiska problem som har beskrivits ovan. 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 att ändra eller avlägsna en sådan klausul.

Om en inlösningsklausul som grundar sig på bolagsordningen inte motsvarar bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen på det sätt som har beskrivits ovan och bestämmelserna i bolagsordningen t.ex. leder till ett högre pris än bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen, ska budgivaren lämna två olika erbjudanden som eventuellt

gäller samtidigt, det ena med stöd av bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och det andra på grundval av bestämmelserna i bolagsordningen. Budgivaren ska tydligt beskriva skillnaderna mellan dessa erbjudanden i erbjudandehandlingarna eller i den övriga dokumentationen om dessa erbjudanden. Värdepappersmarknadslagens bestämmelser om höjnings- och kompensationskyldighet kan också komma att tillämpas i situationen (se 11:25 i VPL).

Om budgivaren enligt målbolagets bolagsordning blir inlösningspliktig, ska man i samband med inlösningsprocessen grundar sig på bolagsordningen i tillämpliga delar följa bestämmelserna om offentliga uppköpserbjudanden med beaktande av bestämmelserna i bolagsordningen.

>> *Se 5.1 (5) i FI's FOA om uppköpserbjudanden.*

b. Genombrottsklausulen i artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden

Enligt den frivilliga artikeln 11 i direktivet om uppköpserbjudanden ska medlemsstaterna försäkra sig om att vissa begränsningar som gäller begränsning av överlåtelse av aktier eller rösträtt inte tillämpas på den som lämnar ett offentligt uppköpserbudande under erbjudandetiden 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 om uppköpserbjudanden kan man inte under erbjudandetiden åberopa begränsningar avseende överlåtelse av värdepapper vilka hindrar budgivaren från att förvärva värdepapper i målbolaget. Likaså borde man under vissa omständigheter avlägsna sådana effekter av begränsningar av rösträtten som hindrar innehavare av värdepapper i målbolaget att utöva sina rättigheter i anknytning till värdepappren i det fallet att bolagsstämman fattar beslut om skyddsåtgärder efter det att ett offentligt uppköpserbudande har offentliggjorts. Med sådana begränsningar avses t.ex. röstbegränsare, som begränsar rätten att använda sig av den rösträtt som aktierna medför vid bolagsstämma och avtal mellan innehavarna av värdepapper som begränsar utövande av rösträtten eller möjligheten att överlåta aktier och andra värdepapper. Dessa bestämmelser i direktivet om uppköpserbjudanden har inte införts i Finlands lagstiftning.

I Finland används inte heller den typ av bestämmelser i bolagsordningarna som avses i artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden.

I förarbetena till värdepappersmarknadslagen, som gäller implementeringen av direktivet om uppköpserbjudanden (RP 6/2006) konstateras det att ett bolag enligt aktiebolagslagen har möjlighet att tillämpa bestämmelserna i artikel 11 på det sätt som förutsätts av direktivet. Enligt aktiebolagslagens bestämmelser om ändring av bolagsordningen kan det i bolagsordningen bestämmas att olika stora röstetal för aktierna eller en begränsning av en aktieägares röstetal som grundar sig på bolagsordningen inte ska tillämpas under tiden för ett offentligt uppköpserbjudande. Bestämmelserna i 5:28 och 5:29 i aktiebolagslagen ska beaktas då man fattar beslut om bestämmelsen i bolagsordningen. Enligt 5:28 i aktiebolagslagen ska 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.

Inte ens med ett majoritetsbeslut är det möjligt att kränka aktieägarnas jämlikhet. Även i detta fall ska man beakta effekten av beslutsfattandet på det gängse värdet på de olika aktier som aktieägarna innehar. Om man avlägsnar rättigheter genom beslut som fattas på basis av artikel 11, ska skälig ersättning utgå till rättighetsinnehavarna för den förlust de lidit enligt direktivet om uppköpserbjudanden. Aktiebolagslagen innehåller inga särskilda bestämmelser om möjligheten att betala ut sådana ersättningar. I den finska bolagspraxisen finns det både fall där man i samband med sammanslagning av aktieserier har ersatt innehavarna av aktier med flera röster för den förlorade rösträtten t.ex. med en riktad emission, och fall där man inte har gett någon kompensation för sammanslagningen av aktieslagen. En eventuell ersättning kan vara t.ex. en vederlagsfri riktad emission, som är möjlig enligt aktiebolagslagen. I dessa fall kan man dock tillämpa de krav som gäller för beslutsprocessen i samband med sammanslagning av olika aktieslag.

Enligt artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden vore det, i samband med ett offentligt uppköpserbjudande, också möjligt att ingripa mot begränsningar av rösträtten eller begränsningar av överlåtelse av aktier vilka grundar sig på avtal mellan innehavare av värdepapper i målbolaget. Det vore alltså möjligt att bolagsspecifikt fastställa att begränsningar av rösträtten som grundar sig på avtal mellan innehavarna av värdepapper i bolaget eller begränsningar av rätten att överlåta värdepapper inte tillämpas gentemot budgivaren vid ett erbjudande. 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, t.ex. genom registrering eller med stöd av motsvarande bestämmelser i målbolagets bolagsordning. I ovannämnda förarbetena till värdepappersmarknadslagen (RP 6/2006, s. 12) anses det att föreskrifter i delägaravtal som gäller utövande av rösträtten eller överlåtelse av aktier som utgångspunkt endast är bindande för avtalsparterna och inte för t.ex. målbolaget och budgivaren i Finland. Direktivet om uppköpserbjudanden kan därmed tolkas så att det inte hindrar ett arrangemang enligt gällande finsk lagstiftning, där en part som bryter mot aktieägaravtalet t.ex. genom att rösta eller överlåta sina aktier har ett avtalsrättsligt ansvar gentemot de övriga avtalsparterna.

ANNAT ATT BEAKTA OM INFORMATIONSSKYLDIGHETEN UNDER DE OLIKA FASERNA AV PROCESSEN FÖR ETT UPPKÖPSERBJUDANDE

Målbolaget har enligt den s.k. fortlöpande informationsskyldigheten en skyldighet att offentliggöra alla de beslut och de omständigheter som gäller bolaget och som väsentligt kan påverka värdet på målbolagets värdepapper (6:4 i VPL). Man behöver dock inte publicera ärenden som är under beredning. Om budgivaren är en emittent enligt 6:1:2 i värdepappersmarknadslagen ska den fortlöpande informationsskyldigheten enligt värdepappersmarknadslagen tillämpas också på budgivaren.

När en budgivare fattar beslut om att lämna ett offentligt uppköpserbud ska budgivaren omedelbart offentliggöra sitt beslut (11:9:1 i VPL)

>> *Se rekommendation 11 "Offentliggörande av erbjudandet".*

Enligt principen om fortlöpande informationsskyldighet ska målbolaget även publicera uppgifter om budgivarens beslut i målbolagets eget börsmeddelande. Om målbolaget och budgivaren har ingått ett avtal om samgående eller transaktionsavtal ska målbolaget offentliggöra uppgifter om avtalet och de väsentliga villkoren i avtalet så fort avtalet har undertecknats.

>> *Se punkt (b) "Ingående av ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal med budgivaren" i rekommendation 3 "Företagsarrangemang med budgivaren", vilken gäller villkor som ska ses som avsevärda.*

I allmänhet undertecknas avtal om samgående och transaktionsavtal 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 eller ett transaktionsavtal och offentliggörandet av erbjudandet av en fas av ömsesidig beredning av erbjudandet. Beredningen av erbjudandet omfattas ofta av t.ex. förhandlingar om och undertecknande av ett sekretessavtal, en eventuell due diligence-granskning och förhandlingar om uppköpserbudet. Under beredningen kan målbolaget och budgivaren dessutom ingå olika processavtal. I allmänhet kan det anses att sådana avtal och t.ex. ett beslut om en due diligence-granskning i målbolaget ingår i beredningen av erbjudandet, vilket betyder att utgångspunkten är att dessa inte behöver offentliggöras. Frågor som gäller offentliggörande ska dock avgöras skilt för varje enskilt fall.

Målbolagets styrelse ska även under senare faser av processen för ett erbjudande ombesörja att bolagets informationsskyldighet uppfylls. I typfallet ska målbolaget offentliggöra bl.a.:

- ett utlåtande om erbjudandet av styrelsen med information om målbolaget har förbundit sig att tillämpa koden för uppköpserbudanden, och om så inte är fallet, en motivering till detta, samt ändringar som eventuellt görs i utlåtandet;
- ett eventuellt utlåtande om erbjudandet från målbolagets anställda;
- information om en eventuell bolagsstämma med anledning av erbjudandet;
- orsaken till att inte överföra ärendet till behandling av bolagsstämman i enlighet med 11:14 i värdepappersmarknadslagen;
- information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande;
- information om resultatet av erbjudandet;
- s.k. flaggningsanmälningar som gäller budgivarens och aktieägarnas ägarandelar;
- information om ett eventuellt obligatoriskt uppköpserbudande 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 för erbjudandet fortskrider kan målbolaget även vara tvunget att offentliggöra andra uppgifter som gäller erbjudandet än de som förtecknas ovan. Förteckningen är alltså inte uttömmande. Om information om att det pågår förhandlingar mellan budgivaren och målbolaget har offentliggjorts, ska målbolaget även offentliggöra information om att förhandlingarna har avslutats.

Informationsskyldigheten för budgivaren gäller offentliggörandet av ett erbjudande och därtill också bl.a. att göra flaggningsanmälningar som gäller ägarandelen.

>> Se rekommendation 11 "Offentliggörande av erbjudandet"

Om budgivaren är en emittent enligt 6:1:2 i värdepappersmarknadslagen ska den fortlöpande informationsskyldigheten enligt värdepappersmarknadslagen tillämpas också på budgivaren.

>> Se 5.7 (58)–(61) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.

Om budgivaren förutom en flaggningsanmälan har för avsikt att meddela om utvecklingen för ett uppköpserbjudande under tiden för uppköpserbjudandet, rekommenderar Finansinspektionen att budgivaren meddelar om detta i erbjudandehandlingen. Enligt Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar ska informeringen om utvecklingen för uppköpserbjudandet i så fall vara konsekvent och ske i förväg på bestämda tidpunkter (t.ex. varje vecka) eller när på förhand angivna ägar- eller röstandelar uppnåtts, överskridits eller underskridits.

Värdepappersmarknadsföreningen rf

(c/o Centralhandelskammaren)

Alexandersgatan 17, PB 1000

FI-00101 Helsinki, Finland

info@cgfinland.fi

www.cgfinland.fi

The image features a dark green background with several large, white, abstract, curved shapes that resemble stylized leaves or petals. These shapes are layered, with some appearing in front of others, creating a sense of depth. At the bottom, there are more abstract shapes in various shades of green, including a prominent dark green shape and a lighter green shape, which appear to be reflections or shadows of the white shapes above.