

Kod för uppköpserbjudanden 2022

Värdepappersmarknadsföreningen rf



INNEHÅLL

FÖRORD	3
INLEDNING	6
1. MÅL FÖR KODEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN.....	6
2. STRUKTUR I KODEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN	6
3. TILLÄMPNING AV KODEN FÖR UPPKÖPSEBJUDANDEN.....	7
4. CENTRALT INNEHÅLL I OCH TILLÄMPNING AV REGLERINGEN AV UPPKÖPSEBJUDANDEN OCH FUSIONER....	10
I. BEREDNING AV UPPKÖPSEBJUDANDE	15
REKOMMENDATION 1 – SÄKERSTÄLLANDE AV MÖJLIGHETERNA ATT GENOMFÖRA ETT ERBJUDANDE.....	16
II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER	19
REKOMMENDATION 2 – STYRELSENS SKYLDIGHET ATT AGERA MED ANLEDNING AV EN KONTAKT	20
REKOMMENDATION 3 – AVTALSARRANGEMANG MED BUDGIVAREN	24
REKOMMENDATION 4 – JÄVSFRÅGOR OCH ANDRA KOPPLINGAR TILL ERBJUDANDET HOS STYRELSELEDAMÖTERNA.....	27
REKOMMENDATION 5 – UTLÅTANDE AV MÅLBOLAGETS STYRELSE OM ERBJUDANDET	30
III. DUE DILIGENCE-GRANSKNING	34
REKOMMENDATION 6 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING I MÅLBOLAGET	35
REKOMMENDATION 7 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING AV BUDGIVAREN.....	37
IV. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN	38
REKOMMENDATION 8 – MÅLBOLAGETS AGERANDE VID KONKURRERANDE ERBJUDANDE	39
V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG	42
REKOMMENDATION 9 – FÖRVÄRV AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER PÅ MARKNADEN.....	43
REKOMMENDATION 10 – BEREDSKAP FÖR INFORMATIONSLÄCKAGE	43
REKOMMENDATION 11 – OFFENTLIGGÖRANDE AV ERBJUDANDET.....	45
REKOMMENDATION 12 – BINDANDE KARAKTÄR I AVSIKTER OCH PLANER FÖR PROCESSEN FÖR ETT UPPKÖPSEBJUDANDE.....	48
REKOMMENDATION 13 – ÅBEROPANDE AV ETT VILLKOR FÖR GENOMFÖRANDE AV ETT ERBJUDANDE.....	49
VI. ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE	51
REKOMMENDATION 14 – AVSIKT ATT FÖRVÄRVA DEN ÅTERSTÅENDE DELEN AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER..	52
REKOMMENDATION 15 – ÅTGÄRDER FÖR ÖVERTAGANDE	52
VII. FUSION	54
REKOMMENDATION 16 – FUSION	55
ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN	60
KOMMENTARER OM BESTÄMMELSER SOM GRUNDAS PÅ MÅLBOLAGETS BOLAGSORDNING	60
KOMMENTARER OM INFORMATIONSSKYLDIGHET I OLIKA SKEDEN AV UPPKÖPSPROCESSEN	63
KOMMENTARER OM INSIDERREGLERING I OLIKA SKEDEN AV UPPKÖPSPROCESSEN	66

FÖRORD

Bakgrund och mål för förnyelse av koden för uppköpserbudanden

Koden för uppköpserbudanden som företrädde den nya koden för uppköpserbudanden trädde i kraft den 1 januari 2014. Sedan dess har lagstiftningen som är relevant för koden för uppköpserbudanden ändrats, bland annat till följd av att marknadsmissbruksförordningen¹ (MAR) börjat gälla, och det nationella genomförandet av ändringen av direktivet om aktieägares rättigheter². Marknadspraxisen har också utvecklats.

I förnyelsearbetet av koden för uppköpserbudanden har man beaktat lagändringarna sedan den tidigare koden för uppköpserbudanden utfärdades, samt erfarenheterna från tillämpningspraxis för den tidigare koden för uppköpserbudanden. Dessutom har man under förnyelsearbetet av koden för uppköpserbudanden bedömt behovet av att utveckla självregleringen för konkurrerande företagsarrangemang, och behovet av att utvidga tillämpningsområdet till offentliga uppköpserbudanden som görs på multilaterala handelsplattformar (t.ex. First North Finland). I samband med förnyelsen av koden för uppköpserbudanden har man även utvärderat metoder för att främja transparens hos tillämpningspraxis för koden för uppköpserbudanden, samt utformningen av en utlåtandep Praxis för nämnden för uppköpserbudanden.

Medan man utarbetade koden för uppköpserbudanden beaktades även möjligheten att inkludera i koden rekommendationer som skulle gälla för uppköpserbudanden av aktier som handlas på multilaterala handelsplattformar och skyldigheten att lämna ett erbjudande på multilaterala handelsplattformar. I stället för självreglering beslöt sig emellertid Värdepappersmarknadsförbundet för att göra ett initiativ till finansministeriet om en ändring av värdepappersmarknadslagen.

Centrala förändringar

Tillämpningsområdet för koden för uppköpserbudanden

Tillämpningsområde för koden för uppköpserbudanden har utvidgats till att omfatta offentliga uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar. Dessutom tillämpas den nya koden för uppköpserbudanden på fusioner. När det gäller fusioner och offentliga uppköpserbudanden på multilaterala handelsplattformar baseras koden för uppköpserbudanden på s.k. äkta självreglering, eftersom den lagenliga följ eller förklara-principen enligt kapitel 11 i lagen om värdepappersmarknader endast är tillämpligt på offentliga uppköpserbudanden som riktar sig till ett börsnoterat företag.

Struktur i koden för uppköpserbudanden

Strukturen i koden för uppköpserbudanden har ändrats för att återspegla strukturen i den finska koden för bolagsstyrning, så att de rekommendationsspecifika introduktionerna har ersatts med avsnittsspecifika introduktioner. De avsnitt som behandlar insiderreglering som ingår i motiveringarna till de olika rekommendationerna har överförts till ett separat avsnitt i slutet av koden, Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen.

Avtalsarrangemang med budgivaren (rekommendation 3)

Formuleringarna i rekommendationen har ändrats för att återspegla rådande marknadspraxis. Samtidigt har motiveringarna bakom rekommendationen preciserats, bland annat när det gäller åtagandet gentemot uppbrottsersättningen.

¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG.

² Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang.

Beredskap för informationsläckage (rekommendation 10)

En rekommendation har lagts till i rekommendationen om att budgivaren ska föra en projektförteckning över personer med tillgång till insiderinformation om projektet. Rekommendationen omfattar särskilt situationer där budgivaren inte är skyldig att upprätta en insiderförteckning baserad på MAR.

Offentliggörande av erbjudandet (rekommendation 11)

Ett krav på att offentliggöra de centrala villkoren för aktieägarnas villkorade åtaganden och de centrala villkoren i ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal har lagts till i rekommendationen. Syftet med ändringarna är att främja transparensen hos erbjudandeprocessen och särskilt hos de villkor som är knutna till konkurrerande erbjudanden.

Bindande karaktär i avsikter och planer för uppköpsprocessen (rekommendation 12)

I koden för uppköpserbjudanden har man lagt till en ny rekommendation 12, som gäller den bindande karaktären i budgivarens offentliggjorda avsikter och planer för förfarandet med uppköpserbjudandet. Rekommendationen omfattar all information som budgivaren offentliggör om sina avsikter eller planer att göra eller inte göra någonting med anknytning till förfarandet med uppköpserbjudandet, om sådan information kan påverka bedömningen av uppköpserbjudandet, som görs av målbolaget, innehavare av värdepapper som är föremål för erbjudandet eller av andra investerare.

Tillämpning av koden för uppköpserbjudanden på fusioner (rekommendation 16)

En ny rekommendation 16 som behandlar tillämpningen av koden för uppköpserbjudanden på fusioner har lagts till i koden för uppköpserbjudanden. Enligt rekommendationen tillämpas rekommendationerna 1–4 och 6–13 även för fusioner. Det övertagande bolaget får inte särbehandla innehavare av värdepapper i det överlåtande bolaget. Det övertagande bolaget är också skyldigt att offentliggöra information om sitt förvärv av värdepapperen i det överlåtande bolaget och de ersättningar som bolaget betalat för dem. När fusionsplanen offentliggörs är styrelsen i det överlåtande bolaget för sin del skyldig att offentliggöra uppgifter, som motsvarar uppgifterna som målbolagets styrelse offentliggör i yttrandet om uppköpserbjudandena.

Andra ändringar

Vissa andra rekommendationer har också fått förtydliganden av teknisk karaktär. Dessutom har ändringar och förtydliganden gjorts i motiveringarna för alla rekommendationer, på grund av lagändringar och ändringar i rekommendationer och marknadspraxis.

Arbetsgrupp för koden

I mars 2021 tillsatte Värdepappersmarknadsföreningens styrelse en arbetsgrupp för att bereda ett förslag till en uppdaterad kod för uppköpserbudanden.

Arbetsgruppens ordförande

Advokat, Senior Partner Jan Ollila (Dittmar & Indrenius Advokatbyrå)

Medlemmar i arbetsgruppen

Head of Corporate Finance Pekka Hiltunen (Danske Bank / Corporate Finance)

Styrelseproffs Mammu Kaario

Verkställande direktör Annika Paasikivi (Oras Invest)

Chefsjurist Outi Raekivi (Technopolis)

Verkställande direktör Reima Rytsölä (Solidium)

Chefsjurist Juha Surve (eQ)

Styrelseproffs Arja Talma

Managing Director Alexandra Therman-Londen (Nordea Bank / Corporate Finance)

Head of Surveillance Susanna Tolppanen (Nasdaq Helsinki)

Arbetsgruppens sekretariat

Advokat, Managing Associate Anniina Järvinen (Hannes Snellman Advokatbyrå)

Ledande expert Ville Kajala (Centralhandelskammaren)

Advokat, partner Mia Morkkila (Borenus Advokatbyrå)

Arbetsgruppen sammanträdde 10 gånger under sitt arbete. Som stöd för beredningsarbetet hörde arbetsgruppen i omfattande utsträckning myndigheter och marknadsparter. Under vintern 2021–2022 ordnades en omfattande remissbehandling varvid 12 utlåtanden inkom.

Godkännande och ikraftträdande av koden för uppköpserbudanden

Värdepappersmarknadsföreningens styrelse har godkänt denna kod för uppköpserbudanden den 30 maj 2022.

Den nya koden för uppköpserbudanden 2022 träder i kraft den 1 oktober 2022 och ersätter den tidigare koden för uppköpserbudanden som trädde i kraft den 1 januari 2014. Koden för uppköpserbudanden ska tillämpas på uppköpserbudanden som offentliggörs efter det att koden har trätt i kraft, och på fusioner för vilka fusionsplanen offentliggörs efter det att koden har trätt i kraft.

Helsingfors den 30 maj 2022

Styrelsen för Värdepappersmarknadsföreningen rf

Risto Murto
ordförande

Henrik Husman
vice ordförande

Timo Kokkila

Leena Niemistö

Laura Raitio

Värdepappersmarknadsföreningen rf är ett samarbetsorgan som grundades i december 2006 av Finlands Näringsliv rf, Centralhandelskammaren och Nasdaq Helsinki Oy. Syftet med föreningen är att främja god praxis på värdepappersmarknaderna och i synnerhet självregleringen som utövas av marknadsaktörerna. Föreningen upprätthåller den finska koden för bolagsstyrning och koden för uppköpserbudanden och deltar i utvecklingen av annan självreglering. Föreningens styrelser utfärdar tolkningar, rekommendationer till avgöranden och riktlinjer för tillämpning av koderna. Information om föreningen och koden för uppköpserbudandens historia finns på Värdepappersmarknadsföreningens webbplats: www.cgfinland.fi

INLEDNING

1. Mål för koden för uppköpserbudanden

Koden för uppköpserbudanden är en rekommendation som avses i 11:28 i värdepappersmarknadslagen, som syftar till att främja utvecklingen av god praxis på värdepappersmarknaden och att vägleda de förfaranden som följs vid offentliga uppköpserbudanden och fusioner.

Målet med koden för uppköpserbudanden är att förenhetliga den praxis som ska följas vid offentliga uppköpserbudanden och fusioner i Finland. På så sätt främjar koden att parternas rättsskydd vid dessa företagsarrangemang tillgodoses. Koden för uppköpserbudanden kompletterar den lagstiftning som gäller för offentliga uppköpserbudanden och fusioner. Koden ska tillämpas och tolkas i enlighet med målen och bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen.

Rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden gäller frågor och problem som uppstår i samband med offentliga uppköpserbudanden och fusioner. Koden för uppköpserbudanden ger rekommendationer för hur parterna i arrangemanget samt ledningen och aktieägarna i målbolaget och det överlåtande bolaget ska agera. Koden för uppköpserbudanden behandlar också åtgärder för övertagande och minoritetsaktieägares inlösen av aktier enligt aktiebolagslagen, vilket ofta är en följd av ett uppköpserbudande.

Koden för uppköpserbudanden tillämpas på offentliga uppköpserbudanden och fusioner. Koden för uppköpserbudanden behandlar emellertid 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.

2. Struktur i koden för uppköpserbudanden

Koden för uppköpserbudanden är indelad i tre avsnitt: (i) inledning, (ii) rekommendationer och (iii) annat att beakta vid tillämpningen av regleringen.

I introduktionen beskrivs målen, strukturen och tillämpningen av koden för uppköpserbudanden och följ eller förklara-principen som gäller för rekommendationerna. Inledningen ger också en översikt över den praxis som ska följas i finländska uppköpserbudanden och fusioner.

Avsnittet rekommendationer består av enskilda rekommendationer uppdelade i separata kapitel I–VII. I början av varje kapitel anges lagstiftningen och de allmänna principerna för helheten i fråga.

- Enskilda rekommendationer (1–16) presenteras i numerisk ordning med fetstil. Avvikelse från rekommendationen och motiveringar för dessa måste redogöras.
- Varje enskild rekommendation följs av en motiveringsdel som innehåller motiveringar till rekommendationen, aspekter som förklarar och förtydligar rekommendationen och eventuella hänvisningar till avsnittet annat att beakta vid tillämpningen av regleringen. I tillämpliga fall beskrivs i motiveringsdelen exempel eller praxis, för vilka avvikelser inte behöver rapporteras eller motiveras. Motiveringsdelen i rekommendationen innehåller därför inte någon skyldighet på rekommendationsnivå som bör iakttas, utan endast avvikelser från den faktiska rekommendationen ska rapporteras och motiveras. Motiveringsdelen för vissa av rekommendationerna innehåller också hänvisningar till skyldigheter enligt lagstiftningen, vilka måste följas.

I avsnittet Annat att beakta vid tillämpningen av regleringen beskrivs praktiska frågor om tolkning och förfarande i samband med tillämpningen av regleringen, som ofta förekommer i uppköps- och fusionsituationer. I avsnittet redovisas separat kommentarer om bestämmelser i målbolagets bo-

lagsordning, informationsskyldighet i olika skeden av uppköpsprocessen, och insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen. Avvikelser från de förfaranden som beskrivs i avsnittet behöver inte rapporteras eller motiveras. I den mån de metoder som beskrivs i avsnitten grundas på förpliktande lagstiftning, får man emellertid inte avvika från en sådan skyldighet.

3. Tillämpning av koden för uppköpserbjudanden

Koden för uppköpserbjudanden tillämpas:

- på ett offentligt uppköpserbudande vars aktier i målbolaget är upptagna till handel i Finland på en reglerad marknad, eller på begäran eller samtycke av målbolaget på en multilateral handelsplattform, och
- en fusion där det överlåtande bolaget är ett finländskt aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel i Finland på en reglerad marknad, eller på begäran eller med samtycke från målbolaget på en multilateral handelsplattform.

Dessutom tillämpas rekommendationerna som gäller målbolaget i koden för uppköpserbudande, på ett offentligt uppköpserbudande eller en fusion, vars överlåtande- eller målbolag är ett finländskt aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i en annan EES-stat än Finland.

I rekommendation 16 definieras vilka enskilda rekommendationer i koden för uppköpserbjudanden som tillämpas på fusioner.

Som sådan tillämpas inte koden för uppköpserbjudanden på andra företagsarrangemang. Koden för uppköpserbjudanden behandlar emellertid 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. I motiveringar till rekommendation 16 beskrivs till exempel tillämpningen av kodens principer på ett finländskt aktiebolag som övertagande bolag.

(a) "Följ eller förklara"-principen

Koden för uppköpserbjudanden tillämpas i enlighet med principen följ eller förklara (comply or explain). När det gäller offentliga uppköpserbjudanden av börsföretag grundar sig skyldigheten för budgivaren och målbolaget att följa koden för uppköpserbjudanden enligt principen följ eller förklara på bestämmelserna i kapitel 11 i värdepappersmarknadslagen.³ När det gäller offentliga uppköpserbjudanden på multilaterala handelsplattformar och fusioner av börsbolag och företag som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar, baseras förfarandet följ eller förklara på denna kod för uppköpserbjudanden och god värdepappersmarknadssed.

Principen följ eller förklara som nämndes ovan gäller åtagande att tillämpa koden för uppköpserbjudanden i allmänhet. Utgångspunkten är att alla rekommendationer i koden för uppköpserbjudanden följs. Det är emellertid också möjligt att följa koden för uppköpserbjudanden genom att avvika från en enskild rekommendation och förklara orsaken till avvikelserna.

Om bolaget avviker från koden för uppköpserbjudanden eller en enskild rekommendation i den, ska orsakerna som anges vara tillräckligt tydliga och detaljerade, så att innehavare av värdepapper och andra investerare i målbolaget eller det överlåtande bolaget ska kunna göra en egen bedömning av betydelsen i avvikelserna från rekommendationen. En förklaring som anger orsakerna till avvikelserna på ett transparent och heltäckande sätt, som förklarar det valda, alternativa tillvägagångssättet, är ägnad att stärka förtroendet för tillämpningen av god praxis på värdepappersmarknaden.

För varje avvikelse ska följande aspekter förklaras:

- hur man avvikit från rekommendationen,
- orsaken till avvikelserna,
- hur beslutet att avvika har fattats,
- vid behov en åtgärd som vidtagits i stället för att följa rekommendationen, och

³ För budgivarens del 11:9.3 i VPL och för målbolagets del 11:13.3 i VPL.

- en utredning om hur det har säkerställts att man följer god värdepappersmarknadssed och de allmänna principerna i aktiebolagslagen när det gäller ett målbolag.

Information om att följa koden eller motiveringar till eventuell underlåtenhet ska offentliggöras antingen i samband med tidpunkten då uppköpserbudandet offentliggörs (budgivaren), i samband med att styrelsen för målbolaget offentliggör utlåtandet (målbolaget) eller vid offentliggörandet av fusionsplanen (det övertagande och överlåtande bolaget). Information om åtagandet att följa koden är emellertid i allmänhet motiverat att offentliggöras i ett så tidigt skede som möjligt, till exempel när budgivaren eller målbolaget först offentliggör information om erbjudandet eller det eventuella erbjudandet. Om budgivaren, målbolaget, det övertagande bolaget eller det överlåtande bolaget har åtagit sig att följa koden för uppköpserbudanden, men avviker från en enskild rekommendation, ska skälen till avvikelsen offentliggöras så tidigt som möjligt och vanligtvis senast när behovet av en avvikelse är känt. Vissa av rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden gäller för situationer där information om uppköpserbudandet, fusionen eller ett eventuellt, konkurrerande erbjudande ännu inte har offentliggjorts. Varje avvikelse från dessa rekommendationer ska offentliggöras endast om information om erbjudandet, fusionen eller ett eventuellt konkurrerande erbjudande offentliggörs.

För att koden för uppköpserbudanden ska ge en heltäckande bild av de förfaranden som ska följas vid uppköpserbudanden och fusioner, har bestämmelserna i den finska aktiebolagslagen (ABL), värdepappersmarknadslagen (VPL) och marknadsmissbruksförordningen (MAR) samt Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar beaktats när koden utarbetats. Rekommendationerna har utarbetats på ett sådant sätt att deras åtgärder skulle vara förenliga med bindande bestämmelser. 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, marknadsmissbruksförordningen och andra tvingande bestämmelser följs.

(b) Tolkning av koden för uppköpserbudanden

Offentliga uppköpserbudanden och fusioner kan ge upphov till mycket olika frågeställningar. Förfarandena och praxis i samband med dessa arrangemang utvecklas ständigt. Dessutom kan de situationer som uppstår i samband med offentliga uppköpserbudanden vara mycket olika. I denna kod är det inte möjligt att på ett föregripande eller heltäckande sätt styra de förfaringssätt 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 uppköpserbudanden.

Rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden måste tolkas i olika situationer mot bakgrund av målen för koden. Därför är det viktigt att det valda förfaringssättet i ett enskilt fall är ägnat att:

- öka processens förutsägbarhet,
- öka informationen till olika parter i arrangemanget och transparensen på värdepappersmarknaden, och
- trygga tillgodoseendet av rättsskyddet för de olika parterna i ett uppköpserbudande.

I tolkningsfrågor som rör tillämpningen av rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden kan det vara motiverat att inhämta ett yttrande från nämnden för uppköpserbudanden. Ett yttrande från nämnden för uppköpserbudanden kan också inhämtas för att avgöra om det planerade förfarandet är förenligt med koden för uppköpserbudanden, god värdepappersmarknadssed eller de allmänna principerna i aktiebolagslagen. De yttranden som nämnden offentliggör om tillämpningen av koden för uppköpserbudanden stödjer det allmänna målet med koden att harmonisera förfaranden och praxis.

Tolkning av enskilda bestämmelser i värdepappersmarknadslagen omfattas i princip av Finansinspektionens behörighet. Finansinspektionen rekommenderar emellertid 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 uppköpserbjudanden då den prövar förutsättningarna att avvika från minimibeloppet för vederlaget i ett erbjudande (7.3.2 (18) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden). 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 dispens 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 bland annat om huruvida ett planerat företagsarrangemang enligt nämndens uppfattning ska anses vara förenligt med de allmänna principerna enligt aktiebolagslagen eller om de planerade bolagsrättsliga förfaringssätten är förenliga med god värdepappersmarknadssed. Dessutom innehåller motiveringar till rekommendationerna nedan exempel på de punkter där det är möjligt att begära ett yttrande från nämnden för uppköpserbjudanden.

Direktivet om uppköpserbjudanden 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 det 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.

(c) lakttagande 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 kunders och aktörers synvinkel bör ses som rimlig handelssed. Denna kod för uppköpserbjudanden och motiveringarna till rekommendationerna innehåller en sammanställning över sådana förfaringssätt 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 uppköpserbjudanden ska ses som sådan god värdepappersmarknadssed som anges ovan, om inte annat följer av det enskilda fallet.

Även om koden för uppköpserbjudande tillämpas på parterna i uppköpserbjudanden och fusioner, är det också viktig för att upprätthålla tillit gentemot verksamheten på värdepappersmarknaderna och självregleringen i näringslivet, att rådgivarna till dessa parter också åtar sig att främja god praxis

på värdepappersmarknaderna. Enligt värdepappersmarknadslagens förarbete tillämpas förbudet mot förfaranden som strider mot god värdepappersmarknadssed mot fysiska och juridiska personer som är verksamma på marknaden och som deltar i verksamheten. Bestämmelsen ska sålunda tillämpas t.ex. på tillhandahållare av investeringstjänster, parter i värdepapperstransaktioner (köpare, säljare och eventuella förmedlare), värdepappersemitterter och på andra som erbjuder värdepapper, personer som ger offentliga uppköpserbudanden och på andra som erbjuder sig att köpa värdepapper samt deras företrädare och kommissionärer (RP 32/2012, s. 95).

(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 bolagsstämman under de olika faserna av ett uppköpserbudande och en fusion. Genom att följa de förfaringsätt 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 eller det överlåtande bolaget tillgodoses vid ett uppköpserbudande och en fusion. Genom att följa de förfaringsätt som anges i koden för uppköpserbudanden främjar man samtidigt att målbolaget eller det överlåtande bolaget 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 eller det överlåtande bolagets ledning, på det sätt som förutsätts av 1:8 i aktiebolagslagen, har omsorgsfullt agerat i aktieägarnas intresse i samband med ett uppköpserbudande eller en fusion. Samma är tillämpligt för budgivaren och det övertagande bolaget då det är ett finländskt aktiebolag.

4. Centralt innehåll i och tillämpning av regleringen av uppköpserbudanden och fusioner

De förfaranden som ska följas vid offentliga uppköpserbudanden fastställs i kapitel 11 i värdepappersmarknadslagen och i Finansinspektionens föreskrifter och anvisningar 9/2013 Offentligt uppköpserbudande och skyldighet att lämna erbjudande (FI:s FOA om uppköpserbudanden). I aktiebolagslagen fastställs däremot bl.a. vilka skyldigheter målbolagets styrelse har och inlösningsförfarande av aktier samt fusionen. I detta avsnitt finns en kortfattad beskrivning av centralt innehåll i lagstiftningen och tillhörande tillämpningspraxis.

Budgivarens skyldigheter

Säkerställande av finansieringen för erbjudandet

Före offentliggörande av ett offentligt uppköpserbudande 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).

» *Se rekommendation 1 Säkerställande av möjligheterna att genomföra ett erbjudande.*

Att främja genomförandet av erbjudandet

Den som lämnar ett uppköpserbudande får inte vidta åtgärder som förhindrar eller väsentligt försvårar genomförandet av uppköpserbudandet och de villkor som uppställs för det (11:8.1 i VPL). Lagen förbjuder också budgivaren eller en person som agerar i samråd med budgivaren att utan särskilda skäl avyttra målbolagets aktier, eller värdepapper som emitterats av målbolaget som ger rätt till dess aktier, från tidpunkten då uppköpserbudandet offentliggörs och till tidpunkten då resultatet av uppköpserbudandet offentliggörs. Om värdepapper avyttras av särskilda skäl ska budgivaren offentliggöra information om den planerade avyttringen i god tid och minst fem bankdagar före värdepapperen avyttras (11:8.2 i VPL).

Opartiskt bemötande

Den som lämnar ett offentligt uppköpserbudande får inte särbehandla innehavarna av värdepapperen i målbolaget (11:7 i VPL). Denna bestämmelse

har tolkats så, att vid bedömningen av hur opartiskt bemötande förverkligas beaktas även transaktioner utanför uppköpserbudanden mellan budgivaren och innehavarna av de värdepapper som är föremål för erbjudandet, om de är kopplade till uppköpserbudandet. Till exempel vid aktieköp före uppköpserbudandet kan budgivaren således inte komma överens om särskilda förmåner för dessa aktieägare, om sådana förmåner leder till att dessa aktieägare faktiskt får ett bättre vederlag än det som erbjuds i uppköpserbudandet (4.2 i FI:s FOA om uppköpserbudanden).

I budpraxis har det varit möjligt att avtala i en transaktion utanför uppköpserbudandet om ett vederlag som avviker från uppköpsvederlaget, om transaktionen som helhet kunde ha ansetts vara en tillräckligt separat transaktion från uppköpserbudandet. I helhetsbedömningen har man också kunnat ta hänsyn till syftet med aktieköpet och andra villkor än de som helt och hållet avser vederlagets kvalitet och kvantitet. När det till exempel gäller konsortiebud kan bedömningen av huruvida en transaktion är en tillräckligt separat transaktion från ett uppköpserbudande, bland annat ha beaktat några av följande:

- på vilka grunder aktieägarna i målbolaget som deltar i konsortiet har valts,
- huruvida aktieägarna i målbolaget som deltar i konsortiet har förbundit sig till konsortiebudet innan det offentliggörs,
- de villkor enligt vilka andelar i konsortiet fastställs och om de har fastställts innan uppköpserbudandet offentliggörs,
- huruvida aktieägarna i målbolaget som deltar i konsortiet tar en finansiell risk till följd av utarbetandet och genomförandet av uppköpserbudandet, och den framtida utvecklingen av målbolaget,
- den tid under vilken aktieägarna i målbolaget som deltar i konsortiet förbinder sig till konsortiet och följaktligen till målbolaget samt
- huruvida aktieägarna i målbolaget som deltar i konsortiet erhåller särskilda förmåner i samband

med arrangemanget, såsom ett de facto bättre vederlag, eller rätten till en viss garantiavkastning vid avyttringen.

Motsvarande kriterier har också tillämpats vid bedömning av andra transaktioner utanför uppköpserbudandet.

Prissättning för erbjudandet

Vederlaget i ett frivilligt uppköpserbudande kan betalas kontant, i värdepapper eller en kombination av båda. I situationer där de värdepapper som erbjuds som vederlag inte handlas på en reglerad marknad och inte är upptagna till handel på en reglerad marknad i samband med uppköpserbudandet, ska kontantvederlaget åtminstone erbjudas som ett alternativ. Detsamma gäller en situation där budgivaren eller en person som agerar i samråd med budgivaren mellan de sex månader som föregår offentliggörandet av erbjudandet och erbjudandets utgång förvärvat mot kontant vederlag värdepapper som motsvarar minst fem procent av rösterna i målbolaget (11:24 i VPL).

Om ett frivilligt uppköpserbudande lämnas på alla aktier som målbolaget har emitterat och de värdepapper som målbolaget har emitterat och som berättigar till dess aktier, ska som utgångspunkt när vederlaget bestäms betraktas det högsta pris som budgivaren eller den som agerar i samråd med budgivaren under de senaste sex månaderna före offentliggörandet av erbjudandet har betalat för de värdepapper som erbjudandet avser. Detta pris kan frångås av särskilda skäl (11:24.3 i VPL).

Om budgivaren eller den som agerar i samråd med budgivaren, efter offentliggörandet av ett uppköpserbudande eller efter det att skyldighet att lämna erbjudande uppkommit och innan erbjudandetiden löper ut förvärvar värdepapper i målbolaget på villkor som är bättre än erbjudandevillkoren, ska budgivaren ändra sitt erbjudande så att det motsvarar detta förvärv på bättre villkor (höjnings-skyldighet). Om budgivaren eller den som agerar i samråd med budgivaren, inom nio månader efter det att erbjudandetiden har löpt ut förvärvar värdepapper i målbolaget på villkor som är bättre än erbjudandevillkoren, ska de värdepappersinnehavare som har godkänt uppköpserbudandet kompenseras för skillnaden mellan

förvärvet på bättre villkor och vederlaget enligt det offentliga uppköpserbudandets (kompensationsskyldighet) (11:25.1–2 i VPL).

Erbjudandevillkor

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

Man kan dock inte ställa vilka villkor som helst för genomförande av ett frivilligt uppköpserbudande. Villkoren för frivilliga uppköpserbudanden begränsas av kravet på opartiskt bemötande (11:7 i VPL), förbud mot att förfara i strid mot god värdepappersmarknadssed (1:2 i VPL) och budgivarens skyldighet att främja genomförandet av uppköpserbudandet (11:8.1 i VPL).

Informationsskyldigheter

Budgivaren ska offentliggöra beslutet om ett offentligt uppköpserbudande omedelbart och delge målbolaget detta (11:9.1 i VPL). Detta gäller även ändringar av villkoren i uppköpserbudandet (11:15.2 i VPL). Budgivaren ska också offentliggöra erbjudandehandlingen innan uppköpserbudandet börjar gälla. Erbjudandehandlingen kan offentliggöras efter att den har godkänts av Finansinspektionen (11:11 i VPL).

Inlösenrätt och -skyldighet

En aktieägare som förvärvar mer än nio tiondelar av samtliga aktier och röster i bolaget (inlösaren) har rätt att lösa in andra aktieägars aktier till aktuellt pris. På motsvarande sätt har en aktieägare vars aktier kan lösas in (minoritetsaktieägare) rätt att kräva inlösen av sina aktier. Inlösaren ska utan dröjsmål informera målbolaget om att inlösenrätt och -skyldighet har uppkommit och upphört.

Inlösenförfarandet föreskrivs i kapitel 18 i aktiebolagslagen. Tvister om rätten till inlösen och inlösenprisets storlek ska behandlas i skiljeförfarande.

Skiljemännen utses av Centralhandelskammarens inlösningsnämnd. På ansökan av Centralhandelskammarens inlösningsnämnd beordrar domstolen en god man att övervaka minoritetsaktieägarnas intressen i skiljeförfarandet. Kostnaderna för skiljeförfarandet ska bäras av inlösaren om skiljemännen av särskilda skäl inte anser det rimligt att förelägga något annat.

Aktiens inlösenkurs ska fastställas på basis av det skäligen priset vid tidpunkten innan skiljeförfarandet inleddes. Om inlösen har föregåtts av ett obligatoriskt uppköpserbudande ska det aktuella priset anses vara det pris som erbjuds i uppköpserbudandet, såvida det inte finns särskilda skäl för annat. Om inlösenrätten och -skyldigheten har uppstått genom ett frivilligt offentligt uppköpserbudande och inlösaren har förvärvat minst nio tiondelar av de aktier som erbjöds på basis av erbjudandet, ska det aktuella priset anses vara det pris som erbjuds i det offentliga uppköpserbudandet, såvida det inte finns särskilda skäl för annat.

Skyldigheter för målbolagets styrelse

Allmänna principer i aktiebolagslagen

Styrelsen för ett aktiebolag har allmän behörighet i bolaget (6:2 i ABL). Styrelsen ska verka omsorgsfullt och främja bolagets och dess aktieägars 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 också 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 otillbörlig fördel till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare (1:7 i ABL).

» *Se rekommendation 2 Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt.*

I Finland är det ofta praxis vid uppköpserbudanden och fusioner att budgivaren och målbolaget har undertecknat ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal innan ett uppköpserbudande offentliggörs. Det finns emellertid ingen skyldighet att ingå ett sådant avtal. 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. 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 uppköpserbudandet. Ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal binder inte aktieägare i målbolaget som inte är parter i avtalet.

» *Se rekommendation 3 Avtalsarrangemang med budgivaren.*

Åtgärder för att förhindra eller väsentligt försvåra att uppköpserbudandet eller dess villkor genomförs

Om styrelsen för målbolaget, efter att ha fått information om ett offentliggjort uppköpserbudande, avser att använda emissionsbemyndigande för aktier 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 uppköpserbudandet eller uppfyllandet av väsentliga villkor i erbjudandet, ska styrelsen enligt lag föra ärendet till bolagsstämman för avgörande. Ärendet behöver dock inte föras till stämman för avgörande, om förfarandet följer de allmänna principerna i 1 kap. i aktiebolagslagen och artikel 3 i direktivet om uppköpserbudanden och styrelsen utan dröjsmål offentliggör orsaken till att ärendet inte förs till bolagsstämman (11:14 i VPL).

Yttrande om ett uppköpserbudande

Målbolagets styrelse är skyldig att offentliggöra sitt yttrande om uppköpserbudandet. Yttrandet ska kompletteras om villkoren i uppköpserbudandet ändras eller om målbolaget offentliggör ett konkurrerande uppköpserbudande (11:13, 11:15.3 och 11:17.1 i VPL).

» *Se rekommendation 5 Utlåtande av målbolagets styrelse om erbjudandet.*

Rättigheter för innehavare av värdepapper som är föremål för ett uppköpserbudande

Rätt att återta godkännande

Godkännande som givits för uppköpserbudandet är i princip bindande för den aktieägare som accepterade uppköpserbudandet, om inte annat anges i

villkoren för uppköpserbudandet. Det givna godkännandet kan dock återkallas, om budgivaren av ett villkorligt uppköpserbudande har förbehållit sig rätten att avstå från, eller ändra vissa av de villkor som ställs för genomförandet av uppköpserbudandet. Rätten att återta godkännande ska gälla under uppköpserbudandets löptid, till dess att budgivaren har offentliggjort att samtliga villkor i uppköpserbudandet har uppfyllts eller har avstått från kravet på att de ska vara uppfyllda.

En aktieägare som har accepterat uppköpserbudandet får också återta sitt godkännande om uppköpserbudandet varit giltigt i mer än tio veckor och inga transaktioner har gjorts för uppköpserbudandet, eller om ett konkurrerande uppköpserbudande har offentliggjorts och inga transaktioner ännu har gjorts för att genomföra uppköpserbudandet. I båda fallen ska rätten att återta godkännande förbli giltig under uppköpserbudandets giltighetstid.

Rätt att kräva inlösen

En aktieägare som förvärvar mer än nio tiondelar av samtliga aktier och röster i bolaget (inlösaren) har rätt att lösa in andra aktieägares aktier till aktuellt pris. På motsvarande sätt har en aktieägare vars aktier kan lösas in (minoritetsaktieägare) rätt att kräva inlösen av sina aktier. Inlösenrätten och -skyldigheten beskrivs närmare ovan i samband med budgivarens skyldigheter.

Fusion

I fusionen kommer det överlåtande bolaget att fusioneras med det övertagande bolaget, varpå det överlåtande bolagets tillgångar och skulder överförs till det övertagande bolaget mot det fusionsvederlag som betalas till aktieägarna i det överlåtande bolaget. Fusionsvederlaget är vanligtvis aktier i det övertagande bolaget, men det kan också vara pengar, andra tillgångar och åtaganden.

» *Se motiveringar till rekommendation 15 Övertagandeåtgärder.*

Beslutet om fusionen grundar sig alltid på en fusionsplan som undertecknats av styrelserna i det överlåtande bolaget och det övertagande bolaget. I det överlåtande bolaget beslutas om fusionen alltid på årsstämman. Beslutet fattas med kvalificerad majoritet i den mening som avses i 5:27 i aktiebo-

lagslagen. I det övertagande bolaget kan ett beslut om fusion även fattas av styrelsen under vissa förutsättningar. Vid fusioner mellan börsnoterade bolag är det dock brukligt att det övertagande bolaget fattar beslut även på bolagsstämman.

När beslutet om fusionen har fattats och verkställandet av fusionen har registrerats, får aktieägarna i det övertagande bolaget fusionsvederlaget utan några separata åtgärder. Aktieägarna i det överlåtande bolaget kan på den bolagsstämma som beslutar om fusionen kräva inlösen av sina aktier och ska ges möjlighet att kräva inlösen innan beslutet om fusionen fattas. Endast de aktier kan lösas in som har anmälts för registrering i aktieägarförteckningen före bolagsstämman eller senast på den sista anmälningdagen eller, om aktierna hör till värdeandelssystemet, är registrerade på den aktieägares värdeandelskonto som kräver inlösen, senast på bolagsstämmans avstämningsdag. Den som kräver inlösen måste rösta mot fusionsbeslutet.

Om rätten att lösa in aktierna eller villkoren för inlösen inte avtalas med det övertagande bolaget, ska frågan avgöras genom skiljeförfarande. Skiljemännen utses av Centralhandelskammarens inlösningsnämnd. En aktieägare som kräver inlösen ska initiera ärendet senast en månad efter bolagsstämman. Skiljeförfarandet fastställs i 18:3–5 och 18:8–10 i aktiebolagslagen.

REKOMMENDATIONER

I. BEREDNING AV UPPKÖPSEBJUDANDE

I. BEREDNING AV UPPKÖPSEBJUDANDE

Ett offentligt uppköpserbjudande och offentliggörandet av detta kan ha en betydande effekt på kursen för målbolagets aktie. Likaså kan uppgifterna om ett offentligt uppköpserbjudande påverka målbolagets affärsverksamhet.

Före offentliggörande av ett offentligt uppköpserbjudande 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). Det är viktigt för marknadens funktion att budgivaren också är nöjd med möjligheten att genomföra erbjudandet i andra avseenden. 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).

I praktiken är information om ett offentligt uppköpserbjudande som gäller för målbolaget alltid insiderinformation för målbolagets aktie eller andra finansiella instrument. Beroende på situationen kan informationen också utgöra insiderinformation för budgivarens finansiella instrument. Det är viktigt för marknadens funktion att budgivaren hanterar insiderinformation om målbolaget på ett korrekt sätt, även i situationer där den inte är skyldig att upprätta en insiderförteckning baserad på marknadsmissbruksförordningen.

» Se rekommendation 10 Beredskap för informationsläckage och Kommentarer om informationsskyldighet i olika skeden av uppköpsprocessen.

REKOMMENDATIONER

I. BEREDNING AV UPPKÖPSERBJUDANDE

REKOMMENDATION 1 – SÄKERSTÄLLANDE AV MÖJLIGHETERNA ATT GENOMFÖRA ETT ERBJUDANDE

Innan budgivaren offentliggör ett offentligt uppköpserbjudande, eller ändring av villkoren för ett offentligt uppköpserbjudande, ska budgivaren omsorgsfullt försäkra sig om att budgivaren har de förutsättningar som förutsätts av värdepappersmarknadslagen gällande finansiering av uppköpserbjudandet och därtill även andra nödvändiga förutsättningar att genomföra uppköpserbjudandet. Dessutom ska budgivaren sträva efter att utreda om det finns osäkerhetsfaktorer för erbjudandet till följd av särskilda myndighetstillstånd eller av andra orsaker.

Motiveringar till rekommendationen

(a) Säkerställande av finansiering

Enligt den tvingande bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen ska budgivaren innan ett uppköpserbjudande offentliggörs säkerställa tillgången till finansiering (11:9.4 i VPL). Det är inte möjligt att avvika från denna förutsättning utifrån ”följ eller förklara”-principen. Tillgången till finansiering ska också säkerställas då villkoren i ett offentliggjort erbjudande ändras, t.ex. när vederlaget höjs eller minimigränsen för godkännande av ett uppköpserbjudande sänks. 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. Enligt Finansinspektionen kan finansieringsarrangemanget för kontantersättning också vara villkorat. 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. De villkor och osäkerhetsfaktorer för finansieringen som är väsentliga för bedömning av uppköpserbjudandet, ska offentliggöras i samband med offentliggörandet av uppköpserbjudandet. Budgivaren ska beskriva de väsentliga villkor som är knutna till tillgången till finansiering vid tidpunkten då uppköpserbjudandet offentliggörs, och i erbjudandehandlingen. Denna motivering beskriver hur man i praktiken kan trygga tillgången till finansiering enligt god värdepappersmarknadssed.

» Se rekommendation 11 *Offentliggörande av erbjudandet och 5.2.2 (20)–(22) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

Finansieringsarrangemanget för kontant vederlag kan till exempel bestå av befintliga likvida medel, ett finansiellt åtagande som är tillgängligt för budgivaren enligt ett befintligt eller nytt finansieringsarrangemang, eller av åtaganden som vanligen används i kapitalinvesteringsverksamheten (equity commitment letter) för att finansiera budgivaren. Om finansieringen av ett erbjudande förutsätter extern lånefinansiering, är utgångspunkten vad gäller tryggnad av finansieringen att det kan anses tillräckligt att man beslutat 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 med tillräcklig säkerhet mellan kreditinstitutet, finansiären eller arrangören av finansieringen och budgivaren så, att finansiären inte ensidigt kan dra sig ur finansieringen. 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. Den dokumentation som krävs för att säkerställa tillräcklig säkerhet för finansieringsarrangemanget kan variera beroende på budgivarens och den potentiella sponsorns rättsliga karaktär, bakgrund och ekonomiska ställning. Bedömningen av tillgången till finansiering kan också påverkas av faktorer och begränsningar som påverkar verkställandet av åtagandet, såsom finansieringens villkorlighet, restriktioner för valutareglering eller andra restriktioner för överföring av medel. Om erbjudandet finansieras av någon annan än ett kreditinstitut (t.ex. en skuldfond, riskkapitalfond eller ett annat investeringsfund), kan bedömningen av huruvida säkerställande av finansieringen är adekvat påverkas av bland annat det medverkande institutets finansiella kapacitet, rättsliga struktur, sektor, de regler som är tillämpliga på den medverkande finansiären och de faktorer som påverkar genomförandet av åtagandet.

REKOMMENDATIONER

I. BEREDNING AV UPPKÖPSERBJUDANDE

Budgivaren bör säkerställa att syftet med den finansiering som definieras i finansieringsåtagandet för uppköpserbudandet inte bara omfattar det kontanta vederlag som ska betalas i uppköpserbudandet, utan även den inlösenersättning som i inlösenförfarande för eventuella minoritetsaktier motsvarar vederlaget.

» *Om säkerställande av finansiering i samband med fusion se motiveringar till rekommendation 16 Fusion, punkt (b).*

Tillgången till finansiering kan avtalas att vara villkorligt, till exempel så att uppköpserbudandet genomförs enligt villkoren, eller att inga väsentliga ofördelaktiga förändringar sker på finansmarknaden eller i målbolaget. I marknadspraxis är extern finansiering ofta villkorat av sådana villkor. Att åberopa ett villkor för tillgång till finansiering förutsätter att den uttryckligen fastställts som ett villkor för genomförandet av erbjudandet. Villkoren för tillgång till finansiering som inte på annat sätt ingår i villkoren i erbjudandet, och som budgivaren inte har någon kontroll över, ska beskrivas tillräckligt detaljerat i villkoren för tillgång till finansiering för att göra det möjligt för investerare att bedöma sannolikheten för att villkoret uppfylls. I detta avseende är en allmän hänvisning till att tillgången till finansiering är underkastad villkor som normalt används på finansmarknaderna inte tillräcklig. Alla eventuella finansieringsvillkor ska vara tillräckligt entydiga för att förhindra att bedömningen av hur de är uppfyllda faktiskt överläts åt budgivaren för fritt övervägande. Om det visar sig att finansieringen inte längre är tillgänglig efter att uppköpserbudandet offentliggörs på grund av väsentlig negativ förändring eller annan anledning, kan budgivarens skyldighet att främja fullföljandet av uppköpserbudandet, enligt 11:8 i värdepappersmarknadslagen, i praktiken kräva att budgivaren vidtar alla rimliga åtgärder för att skaffa ny finansiering. I en sådan situation är budgivaren emellertid i princip inte skyldig att skaffa ny finansiering med villkor som är väsentligt sämre än den ursprungliga finansieringen. Om tillgången till finansiering inte är ett villkor för genomförandet av erbjudandet, ansvarar budgivaren för att denne kan betala hela vederlaget.

» *Se rekommendation 11 Offentliggörande av erbjudandet, rekommendation 13 Åberopande av ett villkor för genomförande av ett erbjudande och 5.4 (44) och (45) i FI:s FOA om uppköpserbudanden.*

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 uppköpserbudande. 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 aktier eller andra aktierelaterade 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 aktieverlaget 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 uppköpserbudandet, 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 och innan erbjudandet offentliggörs, på förhand utreda ståndpunkten hos de aktieägare i budgivaren vilka i praktiken måste medverka för att det ska vara möjligt att fatta besluten i fråga.

» *Se rekommendation 10 Beredskap för informationsläckage, rekommendation 11 Offentliggörande av erbjudandet och 5.2.2 (22) i FI:s FOA om uppköpserbudanden vad gäller aktieverlag.*

REKOMMENDATIONER

I. BEREDNING AV UPPKÖPSERBJUDANDE

Om icke-aktierelaterade värdepapper (t.ex. obligationer) erbjuds som vederlag ska budgivaren tillhandahålla tillräcklig information om värdepapperen vid tidpunkten för erbjudandet så att vederlaget ska kunna 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 den 20 december 2012/1022.*

(b) Myndighetstillstånd och -bestämmelser

God värdepappersmarknadssed förutsätter att budgivaren, med de medel som står till dennes förfogande, ska utreda de myndighetstillstånd budgivaren behöver för att genomföra och verkställa erbjudandet. Det kan vara frågan om tillstånd av konkurrensmyndigheterna, myndighetsbekräftelser till följd av tillsyn över utländska företagsköp, 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.

Ansökan om myndighetstillstånd kan vara en långvarig process och detta kan påverka tidsplanen 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 offentliggörandet av ett erbjudande ska budgivaren lägga fram sin uppfattning om de nödvändiga myndighetstillstånden och i mån av möjlighet ge en bedömning av förfarandets varaktighet.

» *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 för-

hindrar eller väsentligt försvårar genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande och de villkor som uppställs för det. Dessa bestämmelser kan inte frångås med hänvisning till principen följ eller förklara.

» *Se rekommendation 13 Åberopande av ett villkor för genomförande av ett erbjudande och 5.4 (45) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

(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 samband med eventuella aktieägardiskussioner ska MAR:s bestämmelser om olagligt röjande av insiderinformation och marknadssonderingar beaktas. Enligt artikel 11 punkt 2 i MAR får budgivaren kontakta betydande aktieägare i målbolaget genom marknadssondering, för att fastställa dessa aktieägares ställning till uppköpserbjudandet (t.ex. för att skaffa oåterkalleliga åtaganden att acceptera uppköpserbjudandet) om villkoren i punkten i fråga uppfylls.

» *Se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen, punkt (b).*

Om aktieägaren eller den person som företräder aktieägaren också är styrelseledamot i målbolaget, är det ofta i praktiken lämpligt att budgivaren i första hand försöker närma sig en annan person än styrelseledamoten i målbolaget. Om budgivaren kontaktar en styrelseledamot i målbolaget i syfte att utreda förutsättningarna för denne eller dennes arbetsgivar- eller bakgrundsgemenskap att avyttra sitt innehav, ska det anges tydligt i kontakten om budgivaren avsåg att närma sig den personen i egenskap av aktieägare.

» *Se även motiveringar till rekommendation 2 Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt, punkt (a).*

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

Värdepappersmarknadslagen medför vissa skyldigheter för målbolagets styrelse gällande offentliga uppköpserbudanden (11:10–11, 11:13–15 och 11:17 i VPL).

Enligt värdepappersmarknadslagen ska styrelsen för målbolaget utarbeta och offentliggöra ett utlåtande om ett offentligt uppköpserbudande (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.

Aktiebolagslagen innehåller inga bestämmelser som uttryckligen reglerar målbolagets styrelses ställning och dess skyldigheter.⁴ Styrelsens roll bedöms 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). Enligt förarbetena till aktiebolagslagen (RP 109/2005, s. 41) kan det under bolagets verksamhet finnas situationer där omsorgsplikt och skyldighet att handla på ett sätt som är förenligt med bolagets och i sista hand med samtliga aktieägares intressen inte berör bolaget utan istället direkt påverkar värdet av aktieägarnas innehav. Till exempel vid en fusion eller när bolagets aktier blir föremål för ett offentligt uppköpserbudande, har bolagets ledning en skyldighet att sträva efter bästa möjliga resultat för aktieägarna. I fusionsförhandlingarna innebär detta det mest värdefulla fusionsvederlaget som är möjligt, och när det gäller ett offentligt uppköpserbudande, den typ av verksamhet som krävs för att uppnå det bästa möjliga erbjudandet. Målbolagets styrelse har en skyldighet att bemöta alla aktieägare i bolaget jämligt, 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).

I Finland är det ofta praxis vid uppköpserbudanden och fusioner att budgivaren och målbolaget har undertecknat ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal innan ett uppköpserbudande 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 uppköpserbudandet. Ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal binder inte aktieägare i målbolaget som inte är parter i 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.

⁴ Se dock hänvisningsbestämmelsen i 6:7.3 ABL.

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

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

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

Motiveringar till rekommendationen

(a) Skyldigheten för en styrelse att behandla en kontakt gällande ett uppköpserbudande

Ett offentligt uppköpserbudande är riktat till bolagets aktieägare, inte till bolaget som sådant. Vid ett uppköpserbudande sammanfaller bolagets intresse ofta med aktieägarkollektivets intresse, varvid styrelsens omsorgs- och lojalitetsplikt kan anses vara direkt inriktad på värdet av aktieägarnas innehav. Bolagets intressen kan emellertid också anses förutsätta att till exempel målbolagets styrelse på ett ändamålsenligt sätt säkerställer sekretess- och konfidentialitetsaspekterna i samband med processen för erbjudandet, och lämpligheten av ett eventuellt utlämnande av information. 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 uppköpserbudande kontaktar den ofta målbolagets styrelseordförande allra först. Om en enskild person (en styrelseledamot eller verkställande direktör) 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.

Om en styrelseledamot också är aktieägare i bolaget eller företrädare för en aktieägare och den potentiella budgivaren kontaktar en styrelseledamot i egenskap av aktieägare eller dess företrädare i samband med ett eventuellt erbjudande, bör styrelseledamoten bedöma om omsorgs- och lojalitetsplikten förutsätter att hela styrelsen uppmärksammas på en sådan kontakt. Omsorgs- och lojalitetsplikten för-

utsätter inte nödvändigtvis t.ex. att hela styrelsen uppmärksammas på en kontakt vilken inte rör ett konkret eventuellt erbjudande utan mer allmänt rör ägarfrågor, eller för vilket en styrelseledamot inte har anledning att tro att kontaktpersonen kommer att fortsätta att bereda ärendet. Bestämmelserna i artikel 10 i MAR om olagligt röjande av insiderinformation kan också begränsa offentliggörandet av planen för erbjudandet till kännedom för målbolagets hela styrelse. Detta kan t.ex. vara fallet i en situation där en potentiell budgivare riktar in sig på en styrelseledamot eller det bolag han eller hon företräder för marknadssonderingar i enlighet med MAR, avseende aktieägarens vilja att sälja sina aktier vid ett eventuellt uppköpserbudande.

» *Se även rekommendation 4 Jävsfrågor och andra kopplingar till erbjudandet hos styrelseledamöterna.*

När målbolagets styrelse bedömer om en kontakt som gäller ett offentligt uppköpserbudande 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 uppköpserbudandet beretts),
- beloppet av det vederlag som erbjuds och vilken form det har,
- möjligheterna att genomföra uppköpserbudandet (t.ex. finansiering av uppköpserbudandet, nödvändiga myndighetstillstånd och villkoren för genomförandet av uppköpserbudandet), och
- övriga aspekter i anknytning till den specifika situationen.

Om styrelsen anser att kontakten är seriös ska styrelsen utreda ärendet, bedöma det föreslagna uppköpserbudandet och inhämta tillräckliga och än-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

damålsenliga 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.

Tillgången till och tillräckligheten hos finansieringen av ett erbjudande kan komma att bedömas i olika skeden av erbjudandeprocessen. Det är ofta motiverat för målbolagets styrelse att bedöma planerna för finansiering av erbjudandet i samband med bedömningen av om kontakten är seriös. Bedömningen kan därför också påverka om det är motiverat att ge budgivaren rätt att utföra due diligence-granskning i målbolaget. Att målbolagets styrelse agerar aktsamt förutsätter i allmänhet att styrelsen i tillräcklig utsträckning, senast före avtalet om samgående eller transaktionsavtalet undertecknas, undersöker att budgivaren har säkerställt tillgången och tillräckligheten hos finansieringen i enlighet med värdepappersmarknadslagen och **REKOMMENDATION 1**.

» *Se rekommendation 6 Due diligence-granskning i målbolaget.*

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

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

(b) Bedömning av bolagets alternativ

När målbolagets styrelse har bedömt att en kontakt gällande ett offentligt uppköpserbjudande har seriösa avsikter, 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. 42). Det föreslagna uppköpserbjudandet är dock inte nödvändigtvis den bästa lösningen ur aktieägarnas synvinkel. Ett led i bedömningen av uppköpserbjudandet är att utreda och bedöma bolagets olika 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. Bedömningen av erbjudandet kan också påverkas av vederlagsformen: i ett kontanterbjudande realiserar aktieägarna sina innehav när erbjudandet fullgjorts, medan i ett utbyteserbjudande erhåller aktieägarna vederlagsvärdepapper, vars värdebildande aspekter också kan bedömas i en större utsträckning.

Målbolagets styrelse kan också söka konkurrerande erbjudanden, med beaktande av begränsningar som insiderregleringen medför och i synnerhet förbudet mot att lämna insiderinformation. 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. Bedömningen av olika alternativa arrangemang kan påverkas till exempel av sannolikheten för att de genomförs och den förväntade tidsramen för genomförande.

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 bedöm-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

ningen 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, eller minska sannolikheten att konkurrerande erbjudanden uppkommer, och på så sätt påverka styrelsens bedömning av erbjudandet.

I vissa fall kan det vara motiverat för målbolagets styrelse att även sträva efter att utreda enskilda 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 styrelsens 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 erbjudande 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.

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 fördelaktigt för aktieägarna, ska styrelsen vidta nödvändiga åtgärder för att få till stånd det bästa möjliga erbjudandet. Utgångspunkten är att styrelsen ska sträva efter ett så högt värde som möjligt för bolagets värdepapper, samt att med de medel som står till buds 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. Styrelsen kan också inrätta en tillfällig kommitté för att bereda styrelsebeslut i samband med uppköpserbjudandet. I beslutsprocessen ska man beakta eventuell jävighet hos styrelseledamöterna och andra kopplingar till erbjudandet.

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

För att säkerställa att aktieägarna har tillräcklig information ska styrelsen normalt redogöra i sitt yttrande för i vilken utsträckning styrelsen har kartlagt bolagets alternativ och utvärdera erbjudandet i förhållande till dem.

» *Se rekommendation 5 Utlåtande av målbolagets styrelse om erbjudandet.*

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 fördelaktigt 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

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

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. Beslut om dylika åtgärder hör i första hand till bolagsstämman behörighet, med undantag för försäljning av affärsverksamhet. Det är dock möjligt att en styrelse har befullmäktigats att t.ex. besluta om en aktieemission eller utdelning av tillgångar, och beslut om försäljning av affärsverksamheter hör i första hand till styrelsens allmänna behörighet.

Om styrelsen, efter att ha fått information om ett offentliggjort uppköpserbjudande, avser använda befullmäktigande om aktieemission 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). När det gäller behandlingen på bolagsstämman bör det noteras att bestämmelsen i 5:14a i aktiebolagslagen om aktieägares jäv vid börsbolags bolagsstämma kan bli tillämplig, särskilt när ett ärende som faller inom styrelsens allmänna behörighet i en situation för ett uppköpserbjudande överförs till bolagsstämman för beslut. 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 gällande 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 ändamålsenlig 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 värdepappersmarknadslagen 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 situationen på ett övergripande sätt i ljuset av de allmänna principerna i aktiebolagslagen och direktivet om uppköpserbjudanden, anser att det inte är nödvändigt att sammankalla bolagsstämma ur aktieägarnas perspektiv. Situationerna ska bedömas från fall till fall. Finansinspektionen rekommenderar att om styrelsen för målbolaget inte avser överföra en riktad emission eller en annan åtgärd enligt 11:14 i värdepappersmarknadslagen för beslut av bolagsstämman, begär den ett yttrande av nämnden för uppköpserbjudanden. Det är också möjligt att begära ett yttrande från nämnden för uppköpserbjudanden, om styrelsen, efter att ha informerats om ett möjligt seriöst uppköpserbjudande, avser att vidta en åtgärd eller ett arrangemang som kan hindra eller väsentligt försvåra fullföljandet av uppköpserbjudandet eller dess väsentliga villkor.

» Se även förarbetena för värdepappersmarknadslagen (RP 32/2012, s. 144–147) gällande överförande av ett ärende till behandling av bolagsstämman vid ett uppköpserbjudande.

Styrelsen kan anse att det är motiverat att sammankalla bolagsstämma även i andra situationer än de situationer som anges i 11:14 i värdepappersmarknadslagen. I vissa fall förutsätter villkoren i erbjudandet att bolagsstämman fattar beslut. Budgetgivaren kan t.ex. förutsätta att bolagsordningen ändras för att genomföra erbjudandet (t.ex. att en röstbegränsnings- eller inlösningsklausul avlägsnas). Enligt mo-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

tiveringen 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 uppköpserbjudande. Denna skyldighet kan också omfatta sammankallande av bolagsstämma.

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 uppköpserbjudande t.ex. då det är motiverat att sammankalla bolagsstämma 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.

REKOMMENDATION 3 – AVTALSARRANGEMANG MED BUDGIVAREN

Målbolagets styrelse ska inte utan motiverade skäl förbinda sig till sådana företagsarrangemang som begränsar bolagets och styrelsens verksamhetsmöjligheter vid ett uppköpserbjudande. Om styrelsen i målbolaget förbinder sig till ett sådant avtalsarrangemang, ska åtagandet vara i aktieägarnas intresse. Målbolagets styrelse ska i sitt yttrande ange skälen för de väsentliga åtaganden som begränsar bolagets eller styrelsens förmåga att agera.

Motiveringar till rekommendationen

(a) Arrangemang som begränsar bolagets och styrelsens verksamhetsförmåga

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 följd eller förklara-principen. Därför är olika exklusivitetsarrangemang problematiska med tanke på styrelsens skyldigheter. Åtagande om sådana exklusivitetsarrangemang får inte ingås utan motiverat skäl.

Målbolagets styrelse ska i sitt yttrande ange skälen för de väsentliga åtaganden som begränsar bolagets eller styrelsens förmåga att agera. Alla åtaganden som är i kraft vid tidpunkten för offentliggörandet av erbjudandet eller som ingås efter det, inklusive eventuellt avtal om samgående eller transaktions-

avtal, ska betraktas som väsentliga åtaganden. På basis av rekommendationen kan offentliggörandet även gälla väsentliga exklusivitetsarrangemang som löpt ut innan erbjudandet offentliggjordes. Kortfristiga åtaganden som ingåtts under förhandlingsprocessen eller t.ex. under due diligence-granskningar, anses emellertid i allmänhet inte vara väsentliga åtaganden som bör motiveras i styrelsens utlåtande, om målbolagets styrelse före åtagandet har undersökt bolagets alternativ och styrelsen inte har haft kännedom om ett eventuellt konkurrerande erbjudande vid tidpunkten för åtagandet.

(b) Förbindelse till förhandlingsförbud

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 att inte under några som helst omständigheter diskutera eventuella konkurrerande arrangemang med övriga aktörer, och

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

- 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.

Ibland kan det 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 begränsat 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 uppköps-erbjudande och följaktligen agera enligt omsorgs- och lojalitetsplikten i situationer där styrelsen fått ett konkurrerande erbjudande utan att den själv har tagit initiativ till detta, eller om omständigheterna i övrigt avsevärt ändras.

» *Se rekommendation 8 Målbolagets agerande vid konkurrerande erbjudande.*

Generellt kan ett åtagande om ett begränsat förhandlingsförbud motiveras först efter det att styrelsen har kartlagt bolagets optioner och kommit fram till att det föreslagna erbjudandet, enligt styrelsens uppfattning, är ett alternativ i aktieägarnas intresse.

I praktiken kan man avtala om ett förhandlingsförbud t.ex. innan en due diligence-granskning inleds. Målbolagets styrelse kan också förbinda sig till ett förhandlingsförbud i avtalet om samgående eller transaktionsavtalet mellan budgivaren och målbolaget, i samband med vilket styrelsen vanligen också beslutar att rekommendera erbjudandet. Beroende på omständigheterna, är det även möjligt att avtala om ett förhandlingsförbud i ett annat sammanhang.

Målbolaget kan däremot 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). Ett sådant åtagande kan även kopplas till ett sekretessavtal.

Målbolagets styrelse ska i sitt yttrande ange motiveringar för de eventuella åtaganden som begränsar bolagets och styrelsens möjligheter att agera.

» *Se rekommendation 5 Utlåtande av målbolagets styrelse om erbjudandet.*

(c) Ingående av ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal med budgivaren

Bedömningen av ändamålsenlighet i avtalet om samgående eller transaktionsavtalet är vanligtvis nära relaterad till bolagets och dess aktieägares intressen. 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. 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. Avtalet om samgående eller transaktionsavtalet får inte heller hindra styrelsen från att förbinda sig att rekommendera ett konkurrerande erbjudande som den har bedömt vara bättre. I avtalet om samgående eller transaktionsavtalet kan man avtala om de förfaranden som ska följas i sådana situationer och informationsskyldigheterna och tidsfristerna för den första budgivaren. Det lönar sig också för styrelsen att säkerställa att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal inte orimligt begränsar målbolagets affärsverksamhet under avtalets giltighetstid.

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 erbu-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

dandet på den bolagsstämma som sammankallas för detta ändamål.

» *Se motiveringar till rekommendation 2 Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt, punkt (c).*

Det finns därför skäl för målbolagets styrelse att omsorgsfullt pröva även 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.

Om budgivaren ställer ett krav på att målbolaget förbinder sig att i vissa situationer betala en uppbrottsersättning 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 uppbrottsersättningen är rimligt och baserar sig i princip på budgivarens kostnader för att bereda erbjudandet.

Bedömningen av rimligheten i beloppet för uppbrottsersättningen påverkas inte av storleken på den uppbrottsersättning som budgivaren kan ha åtagit sig. Målbolaget bör noggrant definiera i vilka situationer uppbrottsersättningen kan betalas. För målbolaget är det inte motiverat att betala uppbrottsersättning om erbjudandet inte genomförs av en orsak som beror på budgivaren. Det kan ofta vara motiverat för styrelsen i målbolaget att säkerställa att budgivarens finansiella åtagande även omfattar, i förekommande fall, avtalsenliga skyldigheter i samband med budgivarens erbjudande, såsom utbetalning av uppbrottsersättning.

Målbolaget ska offentliggöra information om att ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal har undertecknats och en beskrivning 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, tidsplanen, en eventuell uppbrottsersättning, dess storlek och villkor för betalning och förhandlingsförbud, liksom även alla villkor som påverkar bedömningen av det egentliga erbjudandet. Väsentliga villkor i avtalet är också villkor för de förfaranden som ska följas i samband med ett potentiellt konkurrerande erbjudande, såsom eventuell rätt som ges till den första budgivaren att överväga ett konkurrerande bud och en höjning av erbjudandet som ett villkor för att ändra rekommendationen från styrelsen (inklusive relaterade väntetider). Detta gör det lättare för potentiella budgivare att bedöma den potentiella effekten av ett avtal om samgående eller transaktionsavtal på utarbetandet av ett konkurrerande erbjudande och tidsplan för att genomföra erbjudandet. Även motiveringar till att styrelsen utfäste sig till ett avtalsarrangemang som begränsar bolagets och styrelsens verksamhetsförmåigheter offentliggörs även i samband med att avtalet om samgående eller transaktionsavtalet offentliggörs, eller senast i styrelsens yttrande om erbjudandet.

» *Se även rekommendation 11 Offentliggörande av erbjudandet.*

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

REKOMMENDATION 4 – JÄVSFRÅGOR OCH ANDRA KOPPLINGAR TILL ERBJUDANDET HOS STYRELSELEDAMÖTERNA

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 jävsituationer 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 till rekommendationen

(a) Jäv och väsentliga kopplingar

En styrelseledamot ska följa aktiebolagslagens bestämmelser om jäv (6:4 och 6:4a i ABL) och en jävig styrelseledamot får inte delta i beslutsfattandet om ett offentligt uppköpserbudande enligt aktiebolagslagen. Eftersom erbjudandet inte ingår i målbolagets normala affärsverksamhet kan, utöver bestämmelsen om jäv för styrelseledamöter i aktiebolagslagen (6:4 i ABL), en särskild bestämmelse om jäv för börsbolags styrelseledamöter (6:4a i ABL) även gälla i budsituationer. Bestämmelsen förbjuder en styrelseledamot att delta i beslutsprocessen om ett avtal eller en rättshandling, där en person ingår i närståendekretsen till ett börsnoterat bolag, vars närståendeförhållande till börsbolaget har bildats genom en styrelseledamot (RP 305/2018 rd, s. 169). Det är inte möjligt att avvika från bestämmelserna om jäv i aktiebolagslagen enligt följ eller förklara-principen.

Lojalitetsplikten för styrelsen (1:8 i ABL) förutsätter att ledamöterna agerar utan intressekonflikt i beslutsfattandet. Styrelsen eller en styrelseledamot kan 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 aktiebo-

lagslagen, men som kan påverka styrelseledamotens bedömning av erbjudandet och uppfyllandet av lojalitetsplikten enligt aktiebolagslagen. I sådana situationer ska styrelseledamoten bedöma om han eller hon, fri från yttre påverkan kan delta i den beslutsprocess som gäller erbjudandet. En styrelseledamot ska å andra sidan inte utebli från behandlingen av ärendet utan grundad anledning. Exempel på situationer där frågor gällande jäv och kopplingar ofta uppstår diskuteras i avsnitt (c) nedan. När det gäller tolkningen av de jävsituationer som avses i denna rekommendation, är det i ett enskilt fall möjligt att begära ett yttrande från nämnden för uppköpserbjudanden.

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 sin jävighet eller sina möjligheter att delta i behandlingen av ett erbjudande utan intressekonflikt. En bedömning om bindningar ska göras separat vid erbjudandetillfället och en övergripande bedömning om oberoende, i enlighet med rekommendation 10 i finska koden för bolagsstyrning, är inte tillräcklig i detta avseende. 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

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

att målbolagets styrelse offentliggör sitt utlåtande om erbjudandet. Kopplingarna och kontakterna till erbjudandet offentliggörs alltid i yttrandet om uppköpserbjudandet, även om informationen om bedömningen av styrelseledamotens oberoende i målbolaget i förhållande till en betydande aktieägare har offentliggjorts i ett tidigare skede i enlighet med den finska koden för bolagsstyrning. Intressebedömningen ska göras på nytt till följd av konkurrerande kontakt eller annan liknande väsentlig förändring av omständigheterna som styrelsen uppmärksammats på.

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 rätt och 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 sinsemellan utse de styrelseledamöter som inte har sådana kopplingar för att bereda styrelsens åtgärder i anknytning till erbjudandet, vilket innebär att styrelseledamöter 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 inci-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

tamentsystem villkor gällande t.ex. användning av teckningsrätter eller speciella arvoden i anknytning till genomförandet av ett uppköpserbjudande. I regel kan sådana arrangemang jämsställas med aktieinnehav och de påverkar alltså inte i sig styrelsens ställning. Det är dock viktigt att aktieägarna känner till dessa arrangemang.

Kopplingar till budgivaren. En styrelseledamot i målbolaget kan ha en särskild koppling till budgivaren, till exempel som anställd, som styrelseledamot i budgivaren eller i ett samfund som omfattas av samma bestämmande inflytande som budgivaren, som en annan person som ingår i budgivarens närstående (såsom rådgivare till kapitalinvestorare eller som medlem i investeringskommittén) eller som en betydande aktieägare. En sådan koppling skapar i allmänhet ett antagande om att en sådan styrelseledamot inte kan delta i målbolagets behandling av erbjudandet utan intressekonflikt. 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 ett åtagande att godkänna erbjudandet av betydande aktieägare. Om ett sådant åtagande har gjorts av en styrelseledamot eller dess arbetsgivare eller ett annat bakomliggande samfund som äger värdepapper i målbolaget, ska styrelseledamoten bedöma om åtagandet påverkar styrelseledamotens möjlighet att

ta ställning till erbjudandet utan intressekonflikt. I detta fall har antalet aktier och röster som omfattas av åtagandet ingen betydelse för bedömningen. Styrelseledamotens förutsättningar att ta ställning till ett erbjudande utan intressekonflikt kan äventyras om intressena hos den som gör åtagandet avviker från intressena hos de övriga aktieägarna i målbolaget på grund av t.ex. åtagandets ovillkorliga karaktär, villkor om samverkan i åtagandet eller tröskelvärden i samband med utgång eller uppsägning av åtagandet. Intressena hos den som gjort åtagandet skiljer sig inte nödvändigtvis från intressena hos de övriga aktieägarna i målbolaget, i en situation där styrelseledamotens arbetsgivare eller ett annat bakomliggande samfund har lämnat sitt åtagande som villkorligt för att målbolagets styrelse rekommenderar att erbjudandet accepteras och att det inte finns någon information om eventuella konkurrerande erbjudanden.

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. Enbart det faktum att styrelseledamöterna med största sannolikhet förlorar sina platser i styrelsen om erbjudandet genomförs, påverkar i princip inte styrelseledamöternas ställning vid behandlingen av ett erbjudande.

En styrelseledamots eventuella koppling till budgivaren eller erbjudandet och åtgärderna med anledning av detta ska alltid bedömas fallspecifikt.

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

REKOMMENDATION 5 – UTLÅTANDE AV MÅLBOLAGETS STYRELSE OM ERBJUDANDET

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 avvisas.

Om styrelsen inte har en enig ståndpunkt om utlåtandet, ska detta nämnas i utlåtandet.

Motiveringar till rekommendationen

(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 anses vara omsorgsfullt agerande enligt principerna i 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. Aktieägarnas tillgång till information stöds av att styrelsen motiverar sitt yttrande så utförligt som möjligt. 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 avseende ska styrelsen normalt redogöra i sitt yttrande på en allmän nivå för i vilken utsträckning styrelsen har kartlagt bolagets alternativ och utvärdera erbjudandet i förhållande till andra alternativ. Sådana alternativ kan utgöras av att fortsätta bolagets verksamhet enligt bolagets strategi som ett självständigt bolag, eventuella konkurrerande erbjudanden eller andra strategiska arrangemang. Målbolagets styrelse ska i sitt yttrande ange skälen för de eventuella åtaganden som begränsar bolagets och styrelsens förmåga att ge väsentliga åtaganden.

» *Se rekommendation 2 Styrelsens skyldighet att agera med anledning av en kontakt och rekommendation 3 Avtalsarrangemang med budgivaren.*

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 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.

» *Se rekommendation 7 Due diligence-granskning av budgivaren.*

Vid ett uppköpserbjudande samt vid fusion riktas målbolagets styrelses omsorgsskyldighet och skyldighet att agera i bolagets och i sista hand i alla aktieägares intresse, direkt mot värdet av aktieägarnas innehav, i stället för bolaget enligt förarbetena till aktiebolagslagen (RP 109/2005, s. 41). 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 ingen 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. Samtidigt som styrelsen, i enlighet med värdepappersmarknadslagen, redogör för den sannolika in-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

verkan av budgivarens strategiska planer på målbolagets verksamhet och sysselsättning i målbolaget, kan styrelsen som stöd för aktieägarnas beslutsfattande till exempel belysa hur hållbarhetssynvinklar har påverkat styrelsens bedömning av erbjudandet. Hållbarhetssynvinklar kan spela en roll till exempel i händelse av ett utbyteserbjudande. En bedömning av fördelaktigheten hos erbjudandet görs emellertid alltid i aktieägarnas intresse.

Vid utarbetandet av yttrandet ska målbolaget beakta de villkor för genomförande av erbjudandet som budgivaren har fastställt och möjligheten att budgivaren avstår från ett av de villkor som det har ställt för att fullgöra erbjudandet. I synnerhet ska målbolagets styrelse uppmärksamma karaktären på målbolagets och dess aktieägares ställning, om budgivaren fullföljer sitt erbjudande med ett innehav och en rösträtt på mindre än 90 procent och därmed inte kan lösa in hela aktiekapitalet i bolaget. Om budgivaren ändrar villkoren i sitt erbjudande, är styrelsen enligt lag skyldig att komplettera sitt yttrande så snart som möjligt efter att de ändrade villkoren har lämnats till styrelsen. På samma sätt ska styrelsen komplettera sitt yttrande så snart som möjligt om ett konkurrerande erbjudande på målbolaget offentliggörs. Målbolaget bör få behålla sin handlingsfrihet att uppdatera sitt yttrande också på grund av andra ändrade omständigheter, om målbolagets omsorgs- och lojalitetsplikt så kräver.

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 godkännas 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 motivera avvikelsen från den enskilda rekommendationen i koden för uppköpserbjudanden och redogöra för motiveringen till sitt ställningstagande.

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 (RP 32/2012, s. 161–174).

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. Om möjligt ska styrelsen öppna grunden för jävigheten eller annan koppling.

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

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

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 vilka ingår i denna kod för uppköpserbjudanden och gäller den verksamhet som bedrivs av målbolaget och dess styrelse, är att främja utvecklingen av god värdepappersmarknadssed och att tillgodose aktieägarnas rättsskydd, är utgångspunkten att målbolaget ska förbinda sig att tillämpa koden för uppköpserbjudanden. Om målbolaget avviker från de enskilda rekommendationerna bör bolaget i sitt utlåtande ange motiveringar till dessa avvikelser.

» *Se även rekommendation 3 Avtalsarrangemang med budgivaren.*

(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 eller bakgrundsbolag deltar i utarbetandet av uppköpserbjudandet, eller har förbundit sig att för sin del godkänna erbjudandet, ska man överväga att använda en extern rådgivare.

» *Se även 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 att 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. Om ett fairness opinion-utlåtande har begärts är det i allmänhet motiverat att offentliggöra det. Fairness opinion-utlåtandet bör ange potentiella intressen och intressekonflikter i förhållande till givaren av utlåtandet, eller det faktum att de inte existerar.

(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 upprättandet 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 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 budgivar-

REKOMMENDATIONER

II. MÅLBOLAGETS STYRELSE – STÄLLNING OCH SKYLDIGHETER

en uppge källorna till den information om målbolaget som finns 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 marknadsmissbruksförordningen 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.*

REKOMMENDATIONER

III. DUE DILIGENCE-GRANSKNING

III. DUE DILIGENCE-GRANSKNING

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 mer 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 att tillåta sådana. Frågan ska därför bedömas mot bakgrund av de allmänna bolagsrättsliga principerna.

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 uppköpserbudandet och de villkor som uppställs för det (11:8 i VPL).

REKOMMENDATIONER

III. DUE DILIGENCE-GRANSKNING

REKOMMENDATION 6 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING I MÅLBOLAGET

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 till rekommendationen

(a) Tillstånd till 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 uppköpserbudandet är seriöst och man anser att en sådan granskning ligger i aktieägarnas intresse. Vid bedömningen av hur seriös förslaget är, ska man beakta de faktorer som anges i motiveringar till rekommendation 2.

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 tidsplan utifrån de förhållanden som råder i varje enskilt fall, eventuella konkurrensrättsliga aspekter och möjligheten att erbjudandet aldrig 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 aktieägares 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 målbolaget eller inte. Om erbjudandet är förmånligt för aktieägarna, kan det i allmänhet inte anses att överlämnandet av uppgifter enligt aktiebolagslagen orsakar 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 möjligheterna för målbolagets styrelse att tillåta en due diligence-granskning och inte heller förpliktar 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 inga begränsningar om vilken typ av och i vilken omfattning uppgifter får och kan lämnas. Styrelsen ska emellertid sträva efter att skydda bolagets intressen och att på ett adekvat sätt skydda bolagets affärshemligheter när den beslutar om vilken information som ska lämnas till en viss budgivare. Konkurrenslagstiftningen kan också begränsa de uppgifter som får ges, om budgivaren och målbolaget är konkurrenter.

Granskningens omfattning ska bedömas separat för varje enskilt fall. Bedömningen kan också påverkas

REKOMMENDATIONER

III. DUE DILIGENCE–GRANSKNING

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. Delning av affärsmässigt och konkurrensrättsligt känslig information kan ske genom så kallade clean team-arrangemang, där känslig information endast lämnas ut mellan rådgivare eller till ett mycket begränsat antal motpartsföreträdare, som i sin tur åtar sig att inte vidarebefordra detaljerad information till sin uppdragsgivare eller inom sin egen organisation. Clean team-arrangemanget är ett väletablerat förfarande, men principerna för informationsdelning och rapportering måste alltid skraddarsys från fall till fall, på basis av varje budgivares person och på konkurrentställningen, och det är inte nödvändigt att lämna ut all information som budgivaren begär.

Det är typiskt och ofta 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. För att återropa villkor för att genomföra uppköpserbjudandet krävs även i detta fall, att det faktum att villkoret inte genomförs är av väsentlig betydelse för budgivarens planerade företagsförvärv.

» *Se rekommendation 13 Åberopande av ett villkor för genomförande av ett erbjudande och 5.3.3 (45) i FI:s FOA.*

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 sakenligt sätt så att målbolaget i efterhand har information som kan styrkas och som visar vilken information som har getts vid due dili-

gence-granskningen, till vem sådan information har getts och när detta skedde.

» *För insiderinformation som kan komma att överlåtas under en due diligence-granskning, se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen.*

(e) Informationsskyldighet

I allmänhet behöver man inte offentliggöra själva beslutet om att en due diligence-granskning tillåts. En due diligence-granskning kan betraktas som en del av utarbetandet av ett potentiellt offentligt uppköpserbjudande eller en annan transaktion, i vilket fall samma kriterier för uppskjutning gäller för beslutet att godkänna granskningen som för de pågående förhandlingarna om uppköpserbjudandet. 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 separat 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.*

Målbolaget har i princip ingen skyldighet att offentliggöra uppgifter för marknaden som har lämnats till budgivaren vid en due diligence-granskning. Om en due diligence-granskning ändå avslöjar en sådan väsentlig omständighet som bolaget inte tidigare har känt till, ska målbolagets styrelse utan dröjsmål bedöma om denna omständighet utgör insiderinformation, och om den i så fall ska offentliggöras enligt den fortlöpande informationskyldigheten för bolaget.

För insiderinformation som kan komma att överlåtas till budgivaren, se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen. Även om den information som lämnas till budgivaren under due diligence-granskningen inte är insiderinformation, bör målbolagets styrelse bedöma om informationen kan vara relevant för bedömningen av erbjudandets fördelaktighet, och om det därför är nödvändigt att offentliggöra informationen. Exempelvis kan för-

REKOMMENDATIONER

III. DUE DILIGENCE-GRANSKNING

handsinformation om innehållet i målbolagets framtida ekonomiska rapport påverka bedömningen av uppköpserbudandets hos värdepappersinnehavare i målbolaget, även om det inte rör sig om insiderinfor-

mation. Om en sådan ekonomisk rapport däremot offentliggörs under erbjudandetiden kan styrelsen även rimligen anse, att det inte är nödvändigt att offentliggöra förhandsinformationen.

REKOMMENDATION 7 – DUE DILIGENCE-GRANSKNING AV BUDGIVAREN

För att målbolagets styrelse ska kunna få en välgrundad uppfattning om ett offentligt uppköpserbudande, 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. Budgivaren ska tillåta en sådan due diligence-granskning i en ändamålsenlig omfattning för att styrelsen i det erbjudna bolaget ska kunna bedöma det erbjudna vederlaget på ett rimligt sätt.

Motiveringar till rekommendationen

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 separat i varje enskilt fall, också med beaktande av målbolaget och budgivarens person (t.ex. konkurrensställning). Bedömningen kan också påverkas av den offentliga handeln med de värdepapper som erbjuds som vederlag (t.ex. på en börs eller multilateral handelsplattform), offentligt tillgänglig information om värdepapperen och likviditeten i värdepapperen. Om de värdepapper som erbjuds som vederlag är noterade, är styrelsen i det målbolaget i princip motiverad att inom ramen för due diligence-granskningen försöka klagöra de faktorer som väsentligt påverkar värdet på värdepapperen i fråga, inklusive eventuella insiderprojekt som kan vara anhängiga hos budgivaren.

» *Ur insiderperspektiv, se även Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen.*

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. I detta fall ska budgivaren och målbolaget, samtidigt som de meddelar att de har åtagit sig att följa koden för uppköpserbudanden, motivera varför de avviker från en enskild rekommendation i koden för uppköpserbudanden. Om frågan ännu inte har blivit relevant vid den tidpunkt då informationen om uppköpserbudandet eller något erbjudande först offentliggörs, ska budgivaren offentliggöra skälen till avvikelsen från den enskilda rekommendationen vid en aktuell tidpunkt, dvs. när målbolaget har lämnat in en begäran om att genomföra en due diligence-granskning.

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, ska styrelsen i princip offentliggöra sin uppfattning om ärendet i styrelsens utlåtande om erbjudandet eller vid behov med ett separat meddelande.

» *Se motivering till rekommendation 5 Utlåtande av målbolagets styrelse om erbjudandet, punkt (d).*

REKOMMENDATIONER

IV. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

IV. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

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 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 förutsätta 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).

REKOMMENDATIONER

IV. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

REKOMMENDATION 8 – MÅLBOLAGETS AGERANDE VID KONKURRERANDE ERBJUDANDE

Målbolagets styrelse ska bemöta alla seriösa budgivare jämlikt.

Motiveringar till rekommendationen

(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.

Med konkurrerande erbjudande avses i denna rekommendation ett konkurrerande köperbjudande samt fusioner som avses i **REKOMMENDATION 16**. Vid andra typer av företagsarrangemang ska rollen och skyldigheterna för styrelsen i målbolaget bedömas mot bakgrund av allmänna bolagsrättsliga principer. Skyldigheten hos bolagets ledning att sträva efter bästa möjliga resultat för bolaget och dess aktieägare på grund av omsorgs- och lojalitetsplikten i aktiebolagslagen, kan också kräva att man tar hänsyn till jämlik behandling av de olika budgivarna i sådana arrangemang.

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 också i tillämpliga delar 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 sig 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.

» *Se 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 styrelsen på begäran i princip tillåta en seriös 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. Att tillåta en granskning och omfattningen av en granskning ska övervägas separat i varje enskilt fall. Enbart det faktum att en due diligence-granskning som utförs av en konkurrerande budgivare i förekommande fall genomförs genom ett så kallat clean team-arrangemang ska inte betraktas som en avvikelse från rekommendationen.

» *Se motiveringar till rekommendation 6 Due diligence-granskning i målbolaget, punkt (d).*

REKOMMENDATIONER

IV. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

Om det första erbjudandet redan har offentliggjorts, förutsätter tillstånd för en due diligence-granskning att det föreslagna konkurrerande budet har en realistisk chans att förverkligas, enligt en bedömning av målbolagets styrelse. I sådana fall ska vederlaget normalt vara bättre för bolagets aktieägare, eller när det gäller att erbjuda olika typer av vederlag ska vederlaget vara minst lika bra som vederlaget för det redan offentliggjorda erbjudandet. Vid utvärderingen kan man även beakta andra faktorer som påverkar möjligheterna att slutföra erbjudandet, t.ex. sådana som rör myndighetstillstånd och tidsplanen för genomförandet. Om chanserna för att ett konkurrerande erbjudande ska genomföras är klart lägre än chanserna för att det första erbjudandet ska kunna genomföras, kan målbolagets styrelse ha motiverade skäl att anse att aktieägarnas intressen inte kräver en due diligence-granskning.

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 rör 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 motiveringar till rekommendation 3 Avtalsarrangemang med budgivaren, punkt (b).*

Eftersom de villkor som enligt avtalet om samgående eller ett transaktionsavtal gäller vid eventuella konkurrerande erbjudanden ska offentliggöras i erbjudandehandlingen och i offentliggörandet, 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 konkur-

rerande 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 rekommendation 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 erbjudandet.

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 uppköpserbjudande 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 uppköpserbjudande 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).

Om ett konkurrerande erbjudande är annat än ett offentligt uppköpserbjudande är värdepappersmarknadslagens bestämmelser om konkurrerande uppköpsbud inte tillämpliga. Även i dessa situationer har dock den första budgivaren i princip rätt att förbättra villkoren i sitt erbjudande. Ett offentliggjort konkurrerande erbjudande kan också vara ett särskilt

REKOMMENDATIONER

IV. KONKURRERANDE ERBJUDANDEN

skäl i den mening som avses i värdepappersmarknadslagen för att förlänga erbjudandetiden med mer än tio veckor (VPL 11:12.2). I en sådan situation har emellertid den första budgivaren inte rätt att besluta att hans/hennes anbud ska upphöra att gälla, såvida inte budgivaren uttryckligen har förbehållit sig rätten att göra detta i villkoren för sitt erbjudande. I allmänhet kräver den offentliggjorda informationen om ett konkurrerande erbjudande också att erbjudandehandlingen kompletteras, i vilket fall innehavarna av värdepapperen i målbolaget kan ha rätt att återkalla sitt godkännande.

I vissa situationer kan man anse att konkurrerande erbjudanden försvårar målbolagets affärsverksamhet under en oskäligt lång tid. När det gäller offentliggjorda konkurrerande uppköpserbjudanden 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. Om konkurrenssituationen försvårar målbolagets verksamhet under en orimlig tidsperiod, i en situation där bestämmelsen i värdepappersmarknadslagen inte är tillämplig (t.ex. vid icke offentliggjorda uppköpserbjudanden eller om ett av erbjudandena är annat än ett offentligt uppköpserbjudande), har målbolaget möjlighet att begära ett utlåtande av nämnden för uppköpserbjudanden om efterlevnaden av god värdepappersmarknadssed.

REKOMMENDATIONER V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

Budgivaren kan också sträva efter att köpa upp målbolagets värdepapper direkt på marknaden innan budgivaren har fattat beslut om att göra ett offentligt uppköpserbudande och har offentliggjort sitt beslut i enlighet med bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen (11:9 i VPL). Avsikten med värdepappersuppköp innan uppköpserbudandet offentliggörs 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. En aktör som planerar ett uppköpserbudande bör även fästa uppmärksamhet vid att beslutet om att göra ett offentligt uppköpserbudande ska offentliggöras omedelbart och tillkännages målbolaget (se 11:9 i VPL).

Uppköp av målbolagets värdepapper innan erbjudandet offentliggörs kan påverka storleken och formen på det vederlag som ska erbjudas. FI:s FOA om uppköpserbudanden 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. Eventuella förvärv av värdepapper ska också offentliggöras då vissa gränser överskrids i enlighet med flaggningsbestämmelserna i 9 kap. i värdepappersmarknadslagen.

Efter att ett offentligt uppköpserbudande 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 uppköpserbudandet. Efter att erbjudandet offentliggjorts kan förvärv utanför uppköpserbudandet 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.

Beredningen av ett offentligt uppköpserbudande är ofta konfidentiell och uppgifterna om ett förestående erbjudande offentliggörs inte innan ett slutligt beslut om erbjudandet har fattats. För att skydda investerares 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.

Offentliggörande av uppgifter om ett offentligt uppköpserbudande kan ha en betydande effekt på kursen för målbolagets värdepapper. Likaså kan uppgifterna om ett offentligt uppköpserbudande påverka målbolagets affärsverksamhet. För att marknaden 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.

REKOMMENDATIONER V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

REKOMMENDATION 9 – FÖRVÄRV AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER PÅ MARKNADEN

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

Motiveringar till rekommendationen

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 tidpunkten för förvärvet och kan, om budgivaren så önskar, avbryta eller helt avsluta förvärven. Upphandlingar får emellertid inte göras eller ett tidigare utfärdat uppdrag om upphandling ändras eller annulleras om budgivaren förfogar över insiderinformation.

» *Se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen för mer detaljerad information om insiderfrågor.*

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

Information om avsikt att förvärva värdepapper utanför det offentliga uppköpserbjudandet ska offentliggöras. Informationen kan inkluderas i andra meddelanden som gäller erbjudandet, såsom meddelande 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 11:25 i VPL).

REKOMMENDATION 10 – BEREDSKAP FÖR INFORMATIONSLÄCKAGE

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 på till marknaden innan erbjudandet offentliggörs, och dessa ska upprätta tillräcklig beredskap för att sköta kommunikationen vid ett eventuellt läckage.

Budgivaren ska föra en projektförteckning över personer med tillgång till insiderinformation om projektet. Projektförteckningen ska upprättas senast när informationen om projektet utgör insiderinformation om målbolaget.

Motiveringar till rekommendationen

(a) Beredskap för informationsläckage

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 kommu-

nikationen under kontrollerade former och på ett behörigt sätt vid olika former av läckage som eventuellt kan förekomma under processen. I praktiken är det ofta ändamålsenligt att budgivaren och målbolaget kommer överens om förfaranden som ska följas vid informationsläckage i form av en läckageplan (leak plan) för att säkerställa att kommunikation i händelse av ett informationsläckage lyckas i tid, utan fördröjningar och samordnat.

REKOMMENDATIONER

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

Om information om ett förestående seriöst uppköpserbjudande som målbolagets styrelse känner till har läckts 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 de uppgifter om bolaget som cirkulerar i offentligheten och kursutvecklingen för bolagets värdepapper. Om dessa avslöjar avvikelser från det normala ska styrelsen bedöma om bolaget ska publicera ett meddelande om läget.

» För mer information se artikel 17 i MAR, Börsens regler och 5.2.1 i FI:s FOA om uppköpserbjudanden samt Kommentarer om informationsskyldighet i olika skeden av uppköpsprocessen.

För att undvika informationsläckage ska målbolaget och budgivaren ingå ett sekretessavtal i ett så tidigt skede som möjligt av processen. För säkerställa konfidentialiteten hos insiderinformation i enlighet med villkoren för uppskjutning i MAR, är det i allmänhet tillräckligt att parterna åtminstone kommer överens, vanligtvis i ett sekretessavtal, om att hålla diskussioner mellan parterna konfidentiella och endast mellan sådana personer som behöver informationen för att främja uppköpserbjudandet och att parterna åtar sig att vid behov förse de behöriga myndigheterna med information om vem man har lämnat ut information till. Med ett sekretessavtal kan man dock inte undvika eller kringgå skyldigheten att offentliggöra uppgifter, om de övriga villkoren i MAR för att skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation inte uppfylls. 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 vara skyldigt att offentliggöra informationen för marknaden eftersom uppskovskriteriet för informationens konfidentialitet enligt MAR inte längre uppfylls.

» Se även Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen.

Naturligtvis ska även budgivaren sköta sekretessaspekterna på motsvarande sätt som målbolaget. Om budgivaren är ett noterat bolag och informationen om beredningen av erbjudandet är ägnad att avsevärt påverka även värdet på budgivarens värdepap-

per, 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, sekretessaspekter och informationsskyldighet grundar sig på tvingande lagstiftning, förpliktande myndighetsföreskrifter eller värdepappersbörsens regler, är det inte möjligt att avvika från dessa enligt följ eller förklara-principen.

(b) Upprätthållande av en projektförteckning

Den projektförteckning som avses i rekommendationen ska upprättas när budgivaren enligt tillämplig lagstiftning inte är skyldig att upprätta en insiderförteckning enligt artikel 18 i MAR.⁵ Beroende på karaktären hos erbjudandeprocessen kan målbolaget och budgivaren också komma överens sinsemellan om att föra lämpliga förteckningar.

» Se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen, punkt (c).

Skyldigheten att upprätta en projektförteckning som avses i rekommendationen uppkommer för budgivaren när informationen om ett projekt som berör erbjudandet utgör insiderinformation om målbolaget, dvs. när budgivaren anser att uppgifterna om MAR-kriteriernas väsentlighet, icke-offentliggörande och riktighet uppfylls. Även om information om budgivarens avsikt att lämna ett uppköpserbjudande skulle utgöra insiderinformation och därmed skapa en skyldighet att upprätta en projektförteckning, hindrar insiderinformation om den egna avsikten inte i sig budgivaren från att förvärva det underliggande bolagets värdepapper innan avsikten offentliggörs (stakebuilding) enligt MAR 9(5) artikel. Möjligheten att förvärva värdepapper i målbolaget under beredningstiden måste dock bedömas noggrant från fall till fall.

» Se närmare Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen.

⁵ Skyldigheten att upprätta en insiderförteckning enligt artikel 18 i MAR ska tillämpas på emittenter, som har ansökt om upptagande till handel eller godkänt att deras finansiella instrument upptas till handel på en reglerad marknad eller en multilateral handelsplattform på Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, eller som har godkänt att deras finansiella instrument handlas på på OTF-plattform på Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

REKOMMENDATIONER

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

Om skyldigheten att upprätta en insiderförteckning uppkommer för budgivaren enligt MAR, fastställs informationsinnehållet i insiderförteckningen i kommissionens genomförandeförordning. I situationer där budgivaren inte omfattas av bestämmelsen i artikel 18 i MAR, ska projektförteckningen innehålla åtminstone följande information:

- Personens namn och organisation
- Datum och tid då personen fick information om projektet
- Personens kontaktuppgifter, till exempel e-post och/eller telefonnummer

Budgivaren får separat komma överens med de personer som agerar för budgivarens del eller räkning om huruvida de för en egen projektförteckning eller om budgivaren tecknar sådana personer i sin egen förteckning. De som tecknas i projektförteckningen måste informeras om anteckningen och om yttrande- och handelsförbud i anslutning till insiderinformation. Det är god värdepappersmarknadssed att budgivaren hanterar insiderinformation konfidentiellt och att budgivaren kan visa vem denne har lämnat insiderinformation till och när.

REKOMMENDATION 11 – OFFENTLIGGÖRANDE AV ERBJUDANDET

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 hör följande faktorer 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 aktierna och rösterna i målbolaget;
- de värdepapper som erbjudandet gäller;
- de centrala villkoren i erbjudandet, inklusive den premie som vederlaget i erbjudandet avser i förhållande till målbolagets marknadsvärde samt principerna för kalkylen av premien;
- information om nödvändig finansiering eller andra nödvändiga arrangemang som gäller vederlaget samt eventuella väsentliga villkor och osäkra faktorer i anslutning till dessa;
- 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;
- information om andelen aktier och röster som aktieägare i målbolaget representerar och vilka villkorligt eller villkorslöst åtagit sig att godkänna erbjudandet samt de väsentliga villkoren för dessa åtaganden;
- information om andelen aktier och röster som aktieägare i målbolaget representerar och vilka annars har uttryckt sitt stöd för erbjudandet;

REKOMMENDATIONER

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

- 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 (effekt även per aktie, om möjligt);
- en uppskattning om när erbjudandehandlingen offentliggörs;
- uppgifter om myndighetstillstånd som behövs; och
- en uppskattning av hur länge processen för uppköpserbjudandet kommer att ta och genomförandet av åtgärderna i anknytning till erbjudandet eller uppgift om varför budgivaren inte kan göra en sådan uppskattning.

Om budgivaren och målbolaget har ingått ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal ska budgivaren dessutom beskriva de väsentliga villkoren i avtalet.

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 till rekommendationen

(a) Offentliggörande av faktorer som är väsentliga för bedömningen av erbjudandet och dess fördelaktighet

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

- det antal värdepapper som erbjudandet avser;
- giltighetstid 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.

För att prisbildningen för de värdepapper som erbjudandet gäller inte ska störas, är det viktigt att man i samband med offentliggörandet av erbjudandet offentliggör förutom de ovannämnda faktorerna, även 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.

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

Information om andelen aktieägare i målbolaget som i förväg åtagit sig att acceptera erbjudandet, kan hjälpa parterna att bedöma sannolikheten för att erbjudandet förverkligas eller villkoren för ett eventuellt konkurrerande erbjudande. Därför är det viktigt att utöver de ägande- och rösträtter som dessa åtaganden representerar, offentliggöra information om de väsentliga villkoren för åtagandena. Sådana väsentliga villkor är i allmänhet villkor enligt vilka aktieägare som har lämnat åtaganden kan avsäga sig dessa åtaganden och som kan påverka förmågan hos aktieägare som gjort åtagandet att acceptera ett konkurrerande erbjudande, medräknat storleken

REKOMMENDATIONER

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

på eventuella tröskelvärden i åtagandena och åtagandenas varaktighet över tid.

Väsentliga villkor för ett avtal om samgående eller transaktionsavtal som ska offentliggöras i samband med offentliggörandet av erbjudandet beskrivs i **REKOMMENDATION 3** Avtalsarrangemang med budgivaren.

Om budgivaren har fattat ett beslut om att förvärva de värdepapper som erbjudandet avser efter det att erbjudandet offentliggjorts, eventuellt även utanför det offentliga uppköpserbjudandet, ska budgivaren meddela beslutet i sitt meddelande om offentliggörande av erbjudandet.

» *Se rekommendation 9 Förvärv av målbolagets värdepapper på marknaden.*

(b) Offentliggörande av faktorer som rör ett eventuellt erbjudande

I vissa situationer, till exempel 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.

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 fördelaktigheten hos uppköpserbjudandet och redogöra för de osäkerhetsfaktorer som hänför sig till genomförandet av uppköpserbjudandet.

» *Se om offentliggörande av uppköpsplaner i 5.2.1 (13)–(15) i FI:s FOA om uppköpserjudanden.*

Man får inte 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, MAR och börsens regler.

» *Se också rekommendation 10 Beredskap för informationsläckage.*

(c) Internationella dimensioner av att offentliggöra ett erbjudande

I allmänhet ska ett erbjudande omfatta alla innehavare av ett visst värdepappersslag genom att följa principen om opartiskt 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 iakttas. Detta kan orsaka betydande extra kostnader för budgivaren och i vissa situationer kan det kräva oskäligen 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 ett opartiskt bemötande 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.

REKOMMENDATIONER

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

REKOMMENDATION 12 – BINDANDE KARAKTÄR I AVSIKTER OCH PLANER FÖR PROCESSEN FÖR ETT UPPKÖPSERBJUDANDE

Budgivaren är bunden av avsikten eller planen för förfarandet med uppköpserbjudande som budgivaren eventuellt har offentliggjort i samband med erbjudandet, om sådan avsikt eller plan sannolikt kommer att påverka bedömningen av uppköpserbjudandet.

Motiveringar till rekommendationen

Förbudet mot att lämna vilseledande information, som ingår i de allmänna principerna i värdepappersmarknadslagen (VPL 1:3), gäller för alla värdepapper som överlåts och därmed även för uppköpserbjudanden. Man kan inte avvika från förbudet enligt principen följ eller förklara. De allmänna principerna i direktivet om uppköpserbjudanden, särskilt förbudet mot att snedvrیدا marknaden för värdepapper i målbolaget, budgivaren eller något annat företag som påverkas av erbjudandet, kan också anses kräva att innehavarna av värdepapperen i målbolaget och andra investerare kan lita på de avsikter eller planer för anbuds-förfarandet som budgivaren offentliggör inom ramen för sitt erbjudande.

Rekommendationen omfattar all information som offentliggörs av budgivaren om dennes avsikter eller planer på att göra eller inte göra något i samband med anbuds-förfarandet. Förutsättningen är att informationen är ägnad att påverka bedömningen av målbolaget, innehavarna av de värdepapper som ska erbjudas eller andra investerare i uppköpserbjudandet. Informationen kan påverka bedömningen av uppköpserbjudandet, även om den inte direkt påverkar värdet på målbolagets värdepapper. Sådan information som kan påverka bedömningen av uppköpserbjudandet, kan exempelvis vara att erbjudandet inte höjs, att anbudstiden inte förlängs eller att budgivaren inte kommer att ge upp vissa villkor för att genomföra erbjudandet.

Budgivaren får göra reservationer i sina avsikter eller planer eller begränsa giltighetstiden för avsikten eller åtagandet. Budgivaren kan exempelvis ange att den inte har för avsikt att höja erbjudandet om inte ett konkurrerande erbjudande offentliggörs. Sådana reservationer eller begränsningar av giltigheten ska vara tillräckligt precisa och de ska uttryckas tydligt och offentliggöras vid tidpunkten för offentliggörandet av avsikten eller planen. Om man inte har offentliggjort reservationer eller begränsningar av giltighetstiden, är budgivaren bunden av den of-

fentliggjorda avsikten eller planen, också i händelse av ändrade omständigheter. Nämnden för uppköpserbjudanden får dock av motiverade skäl anse, att god värdepappersmarknadssed inte längre kräver att budgivaren håller fast vid den avsikt eller plan som den har offentliggjort till följd av ändrade omständigheter.

Rekommendationen omfattar även situationer där budgivaren offentligt meddelar om sina planer att lämna eller inte lämna ett erbjudande. Meddelanden om det planerade erbjudandet omfattar i princip också pressmeddelanden som publiceras på grund av ett informationsläckage. I dessa situationer ska den som planerar erbjudandet tydligt ange att beslutet om erbjudandet ännu inte har fattats och att det ännu inte är säkert om den person som planerar erbjudandet kommer att lämna det. När den person som planerar ett erbjudande offentligt förklarar att den inte har för avsikt att lämna ett erbjudande, är en sådan anmälan bindande för dess upphovsman under sex månader efter anmälan på motsvarande sätt som bestämmelsen i 11:9.5 i värdepappersmarknadslagen, såvida inte anmälan uttryckligen förbinder sig till en längre period. Begränsningen upphör om en annan person än den som planerar erbjudandet eller agerar i samråd med budgivaren lämnar ett erbjudande om värdepapperen i målbolaget. Om 11:9.5 i värdepappersmarknadslagen inte är tillämpligt på grund av planernas karaktär (t.ex. vid en planerad fusion) är det möjligt för målbolaget att begära ett yttrande från nämnden för uppköpserbjudanden om tillämpningen av god värdepappersmarknadssed.

De villkor enligt vilka ett erbjudande genomförs ska inte betraktas som avsikter eller planer i den mening som avses i rekommendationen, om villkoren i erbjudandet gör det möjligt för budgivaren att avstå från dem. Rekommendationen gäller inte heller strategiska planer för målbolaget och dess personal som budgivaren möjligtvis offentliggjort. Dessa planer bedöms på basis av förbudet mot tillhandahållande av osanna och vilseledande uppgifter i de allmänna principerna i värdepappersmarknadslagen.

REKOMMENDATIONER

V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

REKOMMENDATION 13 – ÅBEROPANDE AV ETT VILLKOR FÖR GENOMFÖRANDE AV ETT ERBJUDANDE

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 till rekommendationen

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. 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.

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 villkoren för tillstånd kan godkännas affärsmässigt ur budgivarens perspektiv. 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 regel ska budgivaren inte åberopa ett villkor som gäller myndighetsgodkännande, om detta inte är ett väsentligt villkor med tanke på helhetsbedömningen av fasen i fråga i anbudsprocessen 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 bolagsstämma 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, skadliga 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.

REKOMMENDATIONER V. ERBJUDANDET OCH DÄRTILL ANKNUTNA ARRANGEMANG

Om ett offentligt uppköpserbudande 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 om 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 betraktas 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. Budgivaren kan inte åberopa ett villkor om tillgång till finansiering som kontrolleras av budgivaren (11:8 i VPL).

REKOMMENDATIONER

VI. ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE

VI. ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE

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 även 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.

Budgivarens syfte är ofta att förvärva äganderätten till samtliga aktier i målbolaget, att ta bort bolagets värdepapper från offentlig handel och att integrera målbolagets affärsverksamhet eller att vidta andra åtgärder för att ta över målbolaget och dess affärsverksamhet. Åtgärderna för övertagande får inte kränka minoritetsaktieägarnas rättigheter.

Vid ett uppköpserbjudande uppnår man sällan en acceptansnivå på 100 procent, och därför strävar en budgivare ofta efter att med ett erbjudande först få minst 90 procent av aktierna och rösterna i målbolaget i sin besittning 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 inlösning av aktien. Inlösningsrätten gäller endast målbolagets aktier, inte övriga värdepapper som målbolaget har emitterat.

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. 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 budgivarens aktier erbjuds som vederlag vid en fusion till följd av ett uppköpserbjudande, ska detta motiveras.

REKOMMENDATIONER

VI. ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE

REKOMMENDATION 14 – AVSIKT ATT FÖRVÄRVA DEN ÅTERSTÅENDE DELEN AV MÅLBOLAGETS VÄRDEPAPPER

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 annars 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 till rekommendationen

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 aktier, 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 offentligt 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 erbjudandets resultat.

Om budgivaren har beslutat att på annat sätt förvärva ytterligare värdepapper i målbolaget efter att erbjudandetiden löpt ut, till exempel genom att inleda en efterföljande erbjudandetid, genom att göra förvärv på marknaden eller ingå andra arrangemang för förvärv av värdepapperen i målbolaget, ska information om denna avsikt också ingå i meddelandet om utfallet av erbjudandet.

REKOMMENDATION 15 – ÅTGÄRDER FÖR ÖVERTAGANDE

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 vid fusionen erbjuda annat vederlag än aktier i det mottagande bolaget, ska detta nämnas i erbjudandehandlingen.

Motiveringar till rekommendationen

Integreringsåtgärderna och övriga åtgärder i anknytning till övertagandet genomförs ofta efter 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 separat bolag från budgivaren och dess verksamhet ska kontinuerligt följa kraven i aktiebolagslagen samt kraven i värdepappersmarknadslagstiftningen så länge bolagets aktier är föremål för

REKOMMENDATIONER

VI. ÅTGÄRDER EFTER ETT ERBJUDANDE

handel. När budgivaren har fått bestämmande rätt i 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 särskilt viktigt att fästa uppmärksamhet vid att affärstransaktioner mellan budgivaren och målbolaget uppfyller de krav som fastställts i de allmänna principerna samt krav som gäller närståendetransaktioner i aktiebolagslagen och värdepappersmarknadslagen.

Rekommendationen tillämpas i situationer där budgivaren inte äger hela aktiekapitalet i målbolaget. I enlighet med kompensationsskyldigheten som anges i värdepappersmarknadslagen (11:25 i VPL) omfattar rekommendationen åtgärder för övertagande som ska genomföras inom nio månader från det att uppköpserbjudandets giltighet löper ut. Även efter detta är det viktigt att säkerställa att aktieägarna bemöts jämnt så länge som budgivaren inte äger bolagets hela aktiestock.

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 sammanlå 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 ske av särskilt

skäl. Om ett särskilt skäl förekommer är det i regel motiverat att begära ett yttrande från nämnden för uppköpserbjudanden. Ett sådant särskilt skäl kan t.ex. grundas 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 bråkdelen 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.

REKOMMENDATIONER

VII. FUSION

VII. FUSION

Det finns ofta flera olika alternativa tillvägagångssätt för att genomföra ett företagsarrangemang. I synnerhet ur aktieägarnas synvinkel i det överlåtande bolaget kan fusionen leda till samma ekonomiska resultat som ett uppköpserbudande, där aktier i budgivarens aktier erbjuds som vederlag.

Fusioner och uppköpserbudanden omfattas huvudsakligen av olika bestämmelser och processerna som gäller dem skiljer sig åt. Till skillnad från uppköpserbudanden kräver fusioner alltid samverkan av styrelsen i det överlåtande bolaget. Styrelsens roll bedöms i fusioner på samma sätt som vid uppköpserbudanden enligt de allmänna bolagsrättsliga principerna med bolagets och dess aktieägares intresse som utgångspunkt.

Aktieägarnas ställning i det överlåtande bolaget skyddas t.ex. genom de allmänna principerna i 1 kapitlet i aktiebolagslagen och bestämmelserna i kapitel 16 om fusionsprocessen samt rätten för den aktieägare som röstar mot fusionen att kräva inlösen av sina aktier. Det övertagande bolaget är enligt aktiebolagslagen inte skyldigt att bemöta aktieägarna i det fusionerande bolaget opartiskt i enlighet med 11:7 i lagen om värdepappersmarknaden. Aktieägarnas likställighet, som tillhör de allmänna principerna i aktiebolagslagen, omfattar normalt inte till exempel aktieköp i det överlåtande bolaget som det övertagande bolaget gjort före fusionsplanen offentliggjorts.

I aktiebolagslagen föreskrivs inte heller lika detaljerat om fusionsvederlaget som i kapitel 11 i värdepappersmarknadslagen. Det är styrelsens ansvar i det överlåtande bolaget att se till att fusionsvederlaget är i bolagets och dess aktieägares bästa intresse.

REKOMMENDATIONER VII. FUSION

REKOMMENDATION 16 – FUSION

Rekommendationerna 1–4 och 6–13 i koden för uppköpserbudanden gäller i tillämpliga delar för en fusion, där det överlåtande bolaget är ett finländskt aktiebolag vars aktier handlas på en reglerad marknad eller med bolagets samtycke på en multilateral handelsplattform. I sådana fall tillämpas budgivarens rekommendationer på det övertagande bolaget och det överlåtande bolaget ska omfattas av rekommendationerna för målbolaget.

När fusionsplanen offentliggörs ska det överlåtande och övertagande bolaget ange om de har åtagit sig att följa koden för uppköpserbudanden. Om inte, ska de ange orsakerna till att de inte har åtagit sig detta.

Det övertagande bolaget får inte särbehandla innehavare av aktier eller värdepapper som berättigar till aktier i det överlåtande bolaget.

När fusionsplanen offentliggörs ska det övertagande bolaget lämna information om aktier som förvärvats i det överlåtande bolaget av det övertagande bolaget, eller av en person som agerar i samråd med det övertagande bolaget i den mening som avses i 11:5 i värdepappersmarknadslagen under de sex månader som föregår undertecknandet av fusionsplanen, och om de värdepapper som emitterats av det överlåtande bolaget som berättigar till aktierna samt det vederlag som betalats för värdepapperen. Det övertagande bolaget ska även lämna motsvarande uppgifter om värdepapper som förvärvats av det övertagande bolaget eller en person som agerar i samråd med det övertagande bolaget i den mening som avses i 11:5 i värdepappersmarknadslagen, efter offentliggörandet av fusionsplanen och före bolagsstämman i det överlåtande bolag som beslutar om fusionen.

I samband med att fusionsplanen offentliggörs ska styrelsen för det överlåtande bolaget lämna en motiverad bedömning av eventuella strategiska planer i samband med fusionen som det övertagande bolaget har offentliggjort. Dessutom ska styrelsen för det överlåtande bolaget offentliggöra sådana jävssituationer hos styrelseledamöterna och väsentliga kopplingar till det övertagande bolaget eller fusionen som styrelsen är medveten om, hur dessa har beaktats då styrelsen har bedömt fusionen, vilka styrelseledamöter som har deltagit i behandlingarna av fusionen samt om endast de styrelseledamöter som inte omfattas av ovan angivna kopplingar har berett styrelsens åtgärder med anledning av fusionen. Om ståndpunkten i det överlåtande bolagets styrelse i fråga om fusionsplanen inte är enhällig, ska detta anges vid tidpunkten för offentliggörandet av fusionsplanen.

Motiveringar till rekommendationen

(a) Tillämpning av koden för uppköpserbudanden på fusioner

Rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden behandlar i stor utsträckning skyldigheterna för målbolagets styrelse och god värdepappersmarknadspraxis. För att trygga aktieägarnas ställning i det överlåtande bolaget och främja god sed på värdepappersmarknaden, har det ansetts nödvändigt att utvidga rekommendationerna i koden för uppköpserbudanden till fusioner. Rekommendationerna tillämpas i tillämpliga delar enligt vad som beskrivs nedan. På grund av skillnader i pro-

cesser i fusioner och uppköpserbudanden omfattas fusioner inte av **REKOMMENDATION 5** om utlåning av målbolagets styrelse om erbjudandet eller **REKOMMENDATIONERNA 14 OCH 15** om åtgärder vid övertagande.

Rekommendationen gäller fusioner och gränsöverskridande fusioner som avses i kapitel 16 i aktiebolagslagen när det överlåtande bolaget är ett finländskt aktiebolag. Vid tillämpningen av rekommendationerna i koden ska det övertagande bolaget behandlas som budgivare, det överlåtande bolaget som målbolag och offentliggörandet av fusionsplanen som offentliggörandet av erbjudandet.

REKOMMENDATIONER

VII. FUSION

Med beaktande av styrelsens omsorgs- och lojalitetsplikt är det ofta motiverat att agera enligt **REKOMMENDATIONERNA 2–4** och **6–8** även i det övertagande bolaget. Till exempel förbudet i **REKOMMENDATION 3** att förbinda sig vid avtalsarrangemang som begränsar bolagets och styrelsens möjligheter att agera, samt jäv och andra kopplingar som beskrivs i **REKOMMENDATION 4** är ofta också relevanta för ett finländskt aktiebolag som är det övertagande bolaget. Det kan också vara nödvändigt att tillämpa ovanstående rekommendationer på båda parter i fusionen eftersom det kanske inte alltid är känt i början av fusionsförhandlingarna vilket av de två bolagen som kommer att bli det överlåtande och det övertagande bolaget. Avgörandet om vilket av bolagen som deltar i fusionen är det överlåtande och vilket det övertagande, kan till exempel påverkas av skäl förknippade med bokföring och beskattning. Av samma skäl kan det också vara motiverat för det överlåtande bolaget att säkerställa utsikterna för fusionen.

På grund av kombinationsfusionens karaktär är rekommendationen inte helt lämplig för kombinationsfusioner. Koden för uppköpserbjudanden gäller i princip endast överlåtande bolag i kombinationsfusion. I de överlåtande bolagen bedöms styrelseledamöternas jäv och kopplingar i förhållande till det andra överlåtande bolaget i fusionen.

Att följa koden för uppköpserbjudanden baseras på principen följ eller förklara. När fusionsplanen offentliggörs måste därför det övertagande bolaget och det överlåtande bolaget lämna information om huruvida de följer koden eller motivera varför de avviker från koden. I allmänhet undertecknar det övertagande bolaget och det överlåtande bolaget ett avtal om samgående eller transaktionsavtal samtidigt som fusionsplanen. I praktiken avtalas också de väsentliga villkoren för fusionen i avtalet om samgående eller transaktionsavtalet även om det undertecknas innan den faktiska fusionsplanen undertecknas. I situationer där avtalet om samgående eller transaktionsavtalet undertecknas innan fusionsplanen undertecknas, syftar man med offentliggörandet av fusionsplanen på offentliggörandet av de väsentliga villkoren för fusionen vid tidpunkten då avtalet om samgående eller transaktionsavtalet offentliggörs.

För att prisbildningen för de värdepapper för de bolag som är parter i fusionen inte ska störas, är det

viktigt att man i samband med offentliggörandet av fusionsplanen eller avtalet om samgående eller transaktionsavtalet 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 dock inte nödvändigt att inkludera de uppgifter i rekommendationerna i koden för uppköpserbjudanden som ska offentliggöras i själva fusionsplanen, vars innehåll fastställs i aktiebolagslagen.

(b) Rekommendationer gällande det övertagande bolaget

Kravet i aktiebolagslagen på likställd behandling av aktieägare (ABL 1:7) gäller endast beslut och åtgärder av bolagsstämman, styrelse, verkställande direktör och av ett eventuellt förvaltningsråd i det övertagande bolaget. Kravet på likställighet är däremot i princip inte tillämpligt på avtal och rättsliga åtgärder mellan det övertagande bolaget och aktieägarna i det överlåtande bolaget. Rekommendationen förbjuder därför det övertagande bolaget från att särbehandla innehavarna av det överlåtande bolagets värdepapper. Innehållet i rekommendationen motsvarar värdepappersmarknadslagens bestämmelse om opartiskt bemötande av innehavarna av värdepapper i målbolaget (11:7 i VPL) och i tillämpningen av den kan man följa etablerade tolkningar som fastställts om tillämpningen av 11:7 i värdepappersmarknadslagen.

Vid bedömningen av genomförandet av opartiskt bemötande ska avtal och arrangemang mellan det övertagande bolaget och aktieägarna i det överlåtande bolaget utanför fusionsprocessen också beaktas, om de är kopplade till fusionen. I praktiken förutsätter kravet på opartiskt bemötande bland annat att det övertagande bolaget inte förvärvar det överlåtande bolagets värdepapper utanför fusionsförfarandet med bättre villkor än fusionsvederlaget från enskilda värdepappersinnehavare. Ett förvärv på bättre villkor ska inte anses vara förvärv av aktier av en aktieägare som röstat emot fusionen i inlösenförfarandet enligt 16:13 i aktiebolagslagen eller på annat sätt, förutsatt att det övertagande bolaget inte har erbjudit sig att förvärva aktierna på bättre villkor än fusionsvederlaget. Det mottagande bolaget får inte heller kringgå kravet på opartiskt bemötande genom att genomföra förvärv till exempel med hjälp av ett bolag som det har bestämmande inflytande

REKOMMENDATIONER

VII. FUSION

över, eller någon annan person som agerar i samråd i den mening som avses i 11:5 i värdepappersmarknadslagen. Det är också möjligt att begära ett yttrande från nämnden för uppköpserbudanden om uppfyllandet av kravet på opartiskhet i enlighet med rekommendationen.

Betydelsen av kravet på opartiskt bemötande understryks också delvis av att fusioner inte omfattas av värdepappersmarknadslagens bestämmelser om prissättning av uppköpserbudandet (11:23–25 i VPL). Däremot bestäms fusionsvederlaget i den fusionsplan som undertecknats av styrelserna för det övertagande bolaget och det överlåtande bolaget. För att ge aktieägarna i det överlåtande bolaget tillräcklig information för att bedöma fusionsvederlaget, ska det övertagande bolaget enligt rekommendationen offentliggöra information om alla värdepapper i överlåtande som det övertagande bolaget eller personer som agerar i samråd med bolaget skaffat, och vederlag som betalats för dem. Kravet på offentliggörande gäller förvärv som görs inom sex månader före offentliggörandet av fusionsplanen, och mellan offentliggörandet av fusionsplanen och bolagsstämman som beslutar om fusionen. Information om förvärv som gjorts före fusionsplanen offentliggjorts ska ingå i offentliggörandet av fusionsplanen. Information om förvärv som gjorts efter offentliggörandet av fusionsplanen bör offentliggöras innan anmälningsperioden och en eventuell förhandsomröstning om fusionen tar slut i bolagsstämman som fattar beslut om fusionen, eller om förvärvet görs därefter ska det offentliggöras utan dröjsmål.

Även om kravet på att offentliggöra transaktioner utgår från fusionen upphör vid bolagsstämman som beslutar om fusionen i det överlåtande bolaget, gäller kravet på opartiskt bemötande för det övertagande bolaget även efter bolagsstämman, tills dess att fusionen genomförts och det övertagande bolaget har löst in eventuella aktier för aktieägare som har begärt inlösen. Fusionsplanen eller ett avtal om samgående eller ett transaktionsavtal mellan det övertagande och överlåtande bolaget får också begränsa eller helt förbjuda förvärv utanför fusionsförfarandet. Detta motiveras också av att rekommendationen inte medför höjnings- eller kompensationskyldighet enligt vad som föreskrivs i värdepappersmarknadslagen, i situationer där det övertagande bolaget har förvärvat värdepapperen i det fusionerande bolaget på bättre villkor än fusionsvederlaget.

På basis av **REKOMMENDATION 1** är det övertagande bolaget skyldigt att säkerställa möjligheterna till en fusion innan fusionsplanen offentliggörs. Säkerställande av möjligheterna för att en fusion genomförs gäller särskilt försäkran om fusionsvederlag, även om värdepappersmarknadslagen inte kräver det vid fusioner. I motiveringar till rekommendationen beskrivs närmare vad som krävs för att säkerställa att värdepappersvederlaget betalas. Säkerställandet av fusionsvederlaget omfattar också att det övertagande bolaget med rimlig säkerhet säkerställer finansieringen av eventuell inlösen av aktieägares aktier som röstade emot fusionen. Som en del av detta säkerställande får de fusionerande bolagen också komma överens om ett villkor, enligt vilket parterna inte är skyldiga att genomföra fusionen om fusionen skulle leda till att minoritetsandelar måste lösas in för en större summa eller ett större antal än parterna är beredda på. När fusionsplanen offentliggörs bör det övertagande bolaget i tillämpliga fall offentliggöra den information som anges i **REKOMMENDATION 11**. Fusionen kan dock till exempel omfatta överenskommelser om olika kapitalarrangemang i både det överlåtande och det övertagande bolaget eller om frågor som rör förvaltningen av det övertagande bolaget efter fusionen, såsom styrelseplatser, utnämningar av personer i högsta ledningen, det fusionerade bolagets namn eller huvudkontorets belägenhet. I stället för den beräknade premie som återspeglas i fusionsvederlaget kan det därför vara mer ändamålsenligt att lämna information om utbytesförhållandet som återspeglar den relativa värderingen av bolagen som deltar i fusionen och den andel av det sammanslagna bolaget som förvärvats av aktieägarna i bolagen. Det är i allmänhet också motiverat att offentliggöra information om frågor som rör förvaltningen i det övertagande bolaget efter fusionen.

Vid fusioner definieras parternas rätt att åberopa det villkor som ställts upp för genomförandet av fusionen i fusionsplanen och i eventuella avtal om samgående eller transaktionsavtal som ingåtts mellan parterna vid tidpunkten för undertecknandet, och villkoren för genomförandet av fusionen omfattas inte av Finansinspektionens rekommendation att budgivaren inte bör åberopa villkoret för genomförandet av erbjudandet, såvida det att villkoret inte uppfylls har en väsentlig betydelse för anbudsgivaren. Om det övertagande bolaget åberopar villkoret för genomförandet av fusionen och underlåter att

REKOMMENDATIONER

VII. FUSION

genomföra fusionen, ska skälen till ett sådant beslut offentliggöras i enlighet med **REKOMMENDATION 13**.

(c) Rekommendationer gällande det överlåtande bolaget

Till skillnad från uppköpserbudanden kräver fusioner alltid samverkan av styrelsen i det överlåtande bolaget. Rollen och skyldigheterna hos det överlåtande bolaget bedöms även i fusioner enligt de allmänna bolagsrättsliga principerna, med bolagets och dess aktieägares intresse som utgångspunkt.

Enligt **REKOMMENDATION 2** är styrelsen i det överlåtande bolaget skyldig att behandla kontakten kring fusionen, och bedöma vilka åtgärder som krävs för att trygga aktieägarnas och bolagets intressen om styrelsen anser att kontakten är seriös. Om styrelsens bedömning är att fusionen är fördelaktig för aktieägarna, ska styrelsen vidta nödvändiga åtgärder för att få till stånd det bästa möjliga arrangemanget. Styrelsens bedömning av aktieägarnas intressen kan också påverkas av om vederlagsvärdepapperen är föremål för handel på en reglerad marknad eller multilateral handelsplattform, eller om avsikten är att de tas upp till handel i samband med fusionen. Utgångspunkten är att styrelsen inte är skyldig att samarbeta med det övertagande bolaget om den anser att den föreslagna fusionen inte är seriöst och att det inte är fördelaktigt för aktieägarna. Fusioner omfattas inte av bestämmelsen i 11:14 i värdepappersmarknadslagen om styrelsens skyldighet att till bolagsstämman hänskjuta åtgärder och arrangemang, som kan förhindra eller väsentligt försvåra att erbjudandet eller dess väsentliga villkor fullföljs. **REKOMMENDATIONERNA 6 OCH 7** tillämpas på tillåtelse och genomförande av en due diligence-granskning av det mottagande företaget.

REKOMMENDATION 3 är tillämplas på förhandlingar om fusionsplanen och på ett eventuellt avtal om samgående eller ett transaktionsavtal som ska undertecknas i samband med fusionsplanen. Innan fusionsplanen undertecknas ligger det vanligen i aktieägarnas intresse att styrelsen i det överlåtande bolaget kartlägger övriga alternativ för bolaget. Utgångspunkten är att styrelsen ska kunna agera obehindrat om en konkurrerande budgivare tar kontakt. Att underteckna fusionsplanen är i sig en lagstadgad del av fusionsprocessen. Styrelsen ska säkerställa att fusionsplanen eller eventuella avtal om sam-

gående eller transaktionsavtal som kan komma att undertecknas i samband med fusionsplanen, inte hindrar styrelsen från att agera i aktieägarnas bästa intresse, till exempel i händelse av ett konkurrerande erbjudande eller ett förslag om det, eller någon annan väsentlig förändring av omständigheterna. Styrelsen i det överlåtande bolaget får inte utan motiverade skäl ingå åtaganden för bolagets räkning som begränsar aktieägarnas möjligheter att besluta om fusionen vid bolagsstämman. På styrelsens åtagande i det fusionerande bolaget att betala uppbrottsersättning (break-up fee) tillämpas vad som står i motiveringar till rekommendation 3.

Styrelsen i det överlåtande bolaget är inte skyldig att offentliggöra ett yttrande om erbjudandet i enlighet med situationer där uppköpserbudanden gjorts. När fusionsplanen offentliggörs bör dock styrelsen i det överlåtande bolaget behandla de frågor som beskrivs i motiveringar till **REKOMMENDATION 5**. Om det övertagande bolaget offentliggör strategiska planer i samband med fusionen, bör styrelsen redogöra för sin bedömning av dessa planer för det överlåtande bolaget och dess aktieägare och i förhållande till det överlåtande bolagets egen strategi. Styrelsen bör också redovisa sin bedömning av planernas sannolika inverkan på det överlåtande bolagets verksamhet och sysselsättning. Styrelsen kan också exempelvis belysa hur synvinklar på ansvarsfullt företagande påverkat styrelsens bedömning av fusionen. Vid gränsöverskridande fusioner kan bedömningen presenteras som en del av styrelsens redogörelse för de sannolika konsekvenserna av fusionen. Om styrelsen i det överlåtande bolaget har begärt ett yttrande av en extern rådgivare om fusionsvederlaget (s.k. fairness opinion), ska på ett sådant yttrande även tillämpas vad som anges i motiveringar till rekommendation 5.

I samband med att fusionsplanen offentliggörs presenteras även information om styrelseledamöternas jäv och andra kopplingar samt information om vilka styrelseledamöter som har deltagit i behandlingen av fusionen. Gällande jävighet hos styrelseledamöter i det överlåtande bolaget och andra kopplingar till fusionen tillämpas vad som står i **REKOMMENDATION 4** och dess motiveringar. Det åtagande som en styrelseledamot, ledamotens arbetsgivare eller annan bakgrundsenshet gör för att rösta för fusionen vid bolagsstämman i det överlåtande bolaget ska behandlas som ett åtagande att acceptera uppköpserbudandet. I situationer där åtagandet har gjorts

REKOMMENDATIONER VII. FUSION

av styrelseledamotens arbetsgivare eller ett annat samfund, påverkar ett sådant åtagande i princip inte möjligheten för en styrelseledamot i det överlåtnade bolaget att delta i behandlingen av fusionen utan intressekonflikt, om det inte finns information om konkurrerande erbjudanden. Om styrelsens beslut att underteckna fusionsplanen inte var enhälligt, ska informationen också ges om detta i samband med offentliggörandet av fusionsplanen. Styrelsen kan också bedöma från fall till fall om det finns skäl att offentliggöra avvikande åsikter bland styrelseledamöter jämte deras motiveringar.

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

KOMMENTARER OM BESTÄMMELSER SOM GRUNDAS PÅ MÅLBOLAGETS BOLAGSORDNING

(a) Inledning

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

Bolagsordningen för vissa finländska 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 regel detaljerade bestämmelser om inlösningspriset och de förfarings-sätt som ska följas vid inlösningsprocessen. Bestämmelserna om såväl inlösningspriset som förfarings-sätten avviker ofta från motsvarande bestämmelser i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen. Detta orsakar diverse praktiska problem och leder till en separat anbudsprocess, som inte sammanfaller med det lagstadgade inlösningsförfarandet. Bolagsordningen för vissa finländska bolag som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform innehåller bestämmelser i enlighet med bestämmelserna i kapitel 11 i värdepappersmarknadslagen om skyldighet att lämna ett erbjudande.

Ett börsbolag kan även 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 införa bestämmelserna i artikel 9 (skyldigheter för målbolagets styrelse) och artikel 11 (genombrott). Om en medlemsstat inte har infört dessa artiklar har målbolaget, med stöd av direktivet, alltid en självständig möjlighet att införa dessa bestämmelser om bolagsstämman fattar ett beslut om detta (artikel 12.2). Bestämmelserna i 11:14 i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen

ska uppfylla kraven i artikel 9. Finland har inte infört bestämmelserna i artikel 11. I kommentaravsnittet (b) nedan beskrivs förfarande som följer gällande lag, enligt vilket ett finländskt aktiebolag skulle kunna införa mer detaljerade bestämmelser i enlighet med artikel 11 i direktivet om uppköpserbjudanden på det sätt som föreskrivs i artikel 12(2).

(b) Inlösningsplikt som baserar sig på bolagsordningen

Enligt de bestämmelser som tidigare gällde enligt 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 baseras 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 värde-

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

papper 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 förfaringsätten i bolagsordningen ofta avviker från motsvarande bestämmelser i värdepappersmarknadslagen och aktiebolagslagen. En inlösningsbestämmelse i bolagsordningen kan också leda till spekulativ handel på marknaden. En bestämmelse i bolagsordningen för ett bolag som är föremål för handel på en multilateral handelsplattform kan bli överflödigt om bolagets aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad.

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 förfaringsätten 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 änd-

ring av bolagsordningar som redan har sådana inlösningsklausuler. I praktiken kan det vara svårt att ändra eller avlägsna en existerande inlösningsklausul i bolagsordningen, om det i bolagsordningen till exempel finns ett speciellt högt krav på majoritetsbeslut för att ändra eller avlägsna en sådan klausul.

Om en inlösningsklausul som grundas 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 inlösnings som grundas 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.

(c) 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 uppköpserbjudande 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 bör 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

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

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 uppköpserbudanden 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 uppköpserbudanden.

I förarbetena till värdepappersmarknadslagen, som gäller implementeringen av direktivet om uppköpserbudanden (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 aktieägars röstetal som grundas på bolagsordningen inte ska tillämpas under tiden för ett offentligt uppköpserbudande. 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 bifall 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 uppköpserbudanden. Aktiebolagslagen innehåller inga särskilda bestämmelser om möjligheten att betala ut sådana ersättningar. I finländska bolagspraxis förekommer 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 sådana situationer kan man i vilket fall som helst tillämpa krav som gäller för beslutsförfarande i samband med sammanslagning av olika aktieslag.

Enligt artikel 11 i direktivet om uppköpserbudanden skulle man vid ett uppköpserbudande, också kunna ingripa mot begränsningar av rösträtten eller begränsningar av överlåtelse av aktier vilka grundas på avtal mellan innehavare av värdepapper i målbolaget. Det vore alltså möjligt att bolagsspecifikt fastställa att begränsningar av rösträtten som grundas 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 de ovannämnda förarbetena till värdepappersmarknadslagen (RP 6/2006, s. 12) anses 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. målbolag och budgivare i Finland. Direktivet om uppköpserbudanden kan därmed tolkas så att det inte hindrar ett arrangemang enligt gällande finländsk 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 VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

KOMMENTARER OM INFORMATIONSSKYLDIGHET I OLIKA SKEDEN AV UPPKÖPSPROCESSEN

Enligt den s.k. kontinuerliga informationsskyldigheten är målbolaget skyldigt att så snart som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör det själv (artikel 17 i MAR). Emittenten får på eget ansvar skjuta upp offentliggörandet av insiderinformation om alla villkor för uppskjutning i artikel 17.4 MAR är uppfyllda. Ett av dessa villkor är att ett omedelbart offentliggörande sannolikt kommer att skada emittentens legitima intressen. Enligt ESMA:s riktlinjer är ett exempel på en situation där ett omedelbart offentliggörande av insiderinformation sannolikt skulle skada emittentens legitima intressen en situation, där emittenten deltar i förhandlingar, vars resultat sannolikt skulle äventyras av omedelbart offentliggörande. Förhandlingar om uppköpserbjudande eller fusion utgör typiskt sett en sådan situation.

» *Se ESMA:s riktlinjer om MAR – Uppskjutet offentliggörande av insiderinformation, ESMA/2016/1478.*

Börsens insideranvisningar, som gäller noterade bolag på Nasdaq Helsinki Oy:s marknadsplatser (Nasdaq Helsinki Oy, Nasdaq First North Growth Market Finland och Nasdaq First North Bond Market), ger riktlinjer för när målbolaget normalt bör överväga en kontakt gällande ett offentligt uppköpserbjudande som ett insiderprojekt.

» *Se Börsens insideranvisningar.*

Om budgivaren är en emittent som avses i artikel 3, punkt 1 underpunkt 21 i MAR, är den informationskyldighet enligt artikel 17 i MAR även tillämplig på budgivaren när det gäller information som direkt berör denne som emittent. Avsikten att lämna ett uppköpserbjudande för målbolaget utgör dock inte nödvändigtvis insiderinformation som offentliggörs enligt artikel 17 i MAR ur budgivarens och dess finansiella instruments synvinkel, utan en bedömning bör göras från fall till fall.

(a) Informationsskyldighet på en reglerad marknad

När en budgivare fattar beslut om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande ska budgivaren omedelbart offentliggöra sitt beslut (11:9:1 i VPL). Se rekommendation 11 Offentliggörande av erbjudandet.

Vid offentliggörandet ska man följa bestämmelserna i 10 kapitlet i värdepappersmarknadslagen om offentliggörande av obligatorisk information. Beslutet om uppköpserbjudandet som offentliggörs av budgivaren ska också lämna informationen till börsen (10:3.2 i VPL). Om budgivaren inte har en distributionskanal som säkerställer en snabb och opartisk spridning av obligatorisk information i Finland och Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, rekommenderas att uppköpserbjudandet offentliggörs via Nasdaq Helsinki Oy som ett börsmeddelande, så att spridningen av informationen uppfyller kraven i värdepappersmarknadslagen (se 11:10 i VPL och 10:3 i VPL).

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 utan dröjsmål offentliggöra avtalet och dess väsentliga villkor efter det att avtalet har undertecknats.

» *Se motivering till rekommendation 3 Avtalsarrangemang med budgivaren, punkt (b) om de villkor som anses väsentliga.*

I allmänhet undertecknas avtal om samgående eller 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 uppköpserbjudandet. 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, när uppskovskriterierna i MAR uppfylls. Frågor som gäller offentliggörande ska dock avgöras separat för varje enskilt fall.

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

Målbolagets styrelse ska även under senare faser av processen för ett erbjudande ombesörja att bolagets informationskyldighet uppfylls. Det kan anses vara god sed att stödja investerarnas tillgång till information om att målbolaget i sitt eget börsmeddelande, eller som bilaga till det, upprepar alla meddelanden som lämnats av budgivaren om uppköpserbjudandet eller den väsentliga informationen i detta. I typfall ska målbolaget offentliggöra bl.a.:

- ett utlåtande om erbjudandet av styrelsen med information om målbolaget har förbundit sig att tillämpa koden för uppköpserbjudanden, och om så inte är fallet, en motivering till detta, samt ändringar som eventuellt görs senare i utlåtandet,
- ett eventuellt utlåtande om erbjudandet från målbolagets anställda,
- information om godtagandet av erbjudandehandlingen och inledandet av erbjudandetiden,
- information om en eventuell bolagsstämma med anledning av erbjudandet,
- orsak till eventuellt beslut att inte överföra ärendet till behandling av bolagsstämman i enlighet med 11:14 i värdepappersmarknadslagen,
- information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande,
- information om uppfyllandet av de väsentliga genomförandevillkoren, samt
- information om preliminärt resultat för erbjudandet, det slutliga resultatet, början av en eventuell efterföljande erbjudandetid samt det preliminära och slutliga resultatet av den efterföljande erbjudandetiden.

Som ett resultat av att uppköpserbjudandet genomförs, kan följande information också behöva offentliggöras av målbolaget, beroende på situationen:

- s.k. flaggningsanmälningar som gäller budgivarens och aktieägarnas ägarandelar och röster,
- eventuella anmälningar om transaktioner som görs av personer i ledande ställning för godkännande av uppköpserbjudandet i enlighet med artikel 19 i MAR,

- information om att en extra bolagsstämma ordnas för att byta styrelse i målbolaget och för att hantera eventuella andra förändringar,
- information om ett eventuellt krav på inlösen av minoritetsaktier enligt aktiebolagslagen,
- information om att inlösenförfarandet inleds och om utnämning av en god man,
- information om utnämning av skiljenämnd,
- information om bekräftelse av inlösenrätt, samt
- information om att äganderätten överförs samt att den offentliga handeln med bolagets värdepapper 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. Förteckningarna är alltså inte uttömmande. Till exempel kan målbolaget behöva informera om insiderinformation som lämnas åt budgivaren i samband med en due diligence-granskning och eventuella flaggningsmeddelanden om transaktioner med aktier eller andra finansieringsinstrument som gjorts utanför uppköpserbjudandet.

» *Se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen.*

Budgivarens informationskyldighet omfattar utöver offentliggörande av erbjudandet, erbjudandehandlingen och inledning av erbjudandetiden och faktisk och fortsatt erbjudandetid, även upprättande av ett flaggningsmeddelande om ägarandel och röster. Den avgörande tidpunkten för flaggningskyldigheten är tidpunkten för genomförandet av transaktionerna, och när det gäller anmälan om transaktioner av de personer i ledande ställning som accepterade uppköpserbjudandet, datumet för det slutliga resultatmeddelandet för den faktiska erbjudandetiden, då budgivaren bekräftar att erbjudandet genomförs och transaktionen blir bindande för båda parter. Om budgivaren gör förvärv av målbolagets värdepapper utanför uppköpserbjudandet, kommer deras flaggningskyldighet att bedömas separat. Oåterkalleliga åtaganden mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget att acceptera uppköpserbjudandet, medför normalt inte någon flaggningskyldighet och information om dem bör offentliggöras i samband med

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

offentliggörandet av erbjudandet i enlighet med **REKOMMENDATION 11**. Detsamma gäller de oåterkalleliga åtaganden som aktieägarna i målbolaget har gett om att rösta för fusionen vid målbolagets bodelagsstämma. Flagningskyldigheten bedöms dock slutligen på basis av kapitel 9 i värdepappersmarknadslagen.

Under erbjudandetiden kan det för budgivaren uppkomma ett behov av att informera om att det väsentliga villkoret för att uppköpserbjudandet ska kunna fullgöras är uppfyllt, t.ex. att budgivaren har erhållit alla nödvändiga myndighetstillstånd för att genomföra uppköpserbjudandet. Å andra sidan kan det för budgivaren också uppkomma ett behov att informera om det visar sig att något väsentligt villkor för att erbjudandet ska kunna genomföras inte uppfylls inom den offentligt förväntade tidsramen eller alls. I dessa fall ska budgivaren också försöka yttra sig om denne avser att avstå från att uppfylla förutsättningen för att villkoret uppfylls, eller om underlåtenhet att uppfylla villkoret för att erbjudandet ska kunna fullgöras kommer att leda till att anbudet löper ut, eller information om när anbudsgivaren förväntar sig att fatta ett beslut i frågan. Att uppfylla eller avstå från att uppfylla ett väsentligt villkor kan utgöra insiderinformation.

» *Se Kommentarer om insiderreglering i olika skeden av uppköpsprocessen, punkt (f).*

Budgivaren är också informationsskyldig om denne förlänger erbjudandetiden för uppköpserbjudandet, ändrar villkoren i erbjudandet eller av andra skäl kompletterar erbjudandehandlingen. Ifall väsentliga ändringar av den information som lämnats av budgivaren i meddelandet om offentliggörande av erbjudandet, eller annan information som budgivaren lämnat ut, ska budgivaren bedöma skyldigheten att rätta informationen till marknaden mot bakgrund av värdepappersmarknadslagens allmänna principer, såsom förbudet mot tillhandahållande av osanna och vilseledande uppgifter.

Om budgivaren 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 informationen 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.

» *Se 5.7 (58)–(61) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden om offentliga uttalanden relaterade till uppköpserbjudandet.*

När budgivaren inleder inlösenförfarande enligt aktiebolagslagen, omfattas det av informationskyldigheterna i samband med inlösenprocessen i fråga enligt aktiebolagslagen. Aktieägarnas tillgång till information underlättas, om en uppskattning av tidpunkten för inlösenförfarandet offentliggörs på målbolagets webbplats med viktig information om hur inlösenförfarandet fortskrider, såsom information om:

- budgivarens anmälan om inlösen till bolaget,
- utnämning av en god man och inledande av förfarandet (notis i Officiella tidningen),
- om utnämning av skiljenämnd,
- om inlämnande av käromål och tidsfristen för att besvara den,
- bekräftelse av inlösenrätt,
- ställande av säkerhet, överlåtelse av äganderätt och avslutande av handel, och
- avgörande av en skiljedom och det inlösenpris som fastställts av skiljenämnden.

Vid ett uppköpserbjudande genom budplikt är anbudsgivaren skyldig att offentliggöra information om hur skyldigheten att lämna ett uppköpserbjudande har uppkommit, i enlighet med 11:22 i värdepappersmarknadslagen och att göra en flaggningsanmälan om att gränsen för skyldigheten att lämna ett uppköpserbjudande har överskridits, vanligtvis innan beslutet att lämna ett offentligt erbjudande offentliggörs. Målbolaget rekommenderas också att upprepa budgivarens tillkännagivande om uppkomsten av skyldigheten att lämna ett erbjudande, eller väsentlig information i detta, i sitt eget börsmeddelande eller som en bilaga till detta.

Före sitt beslut att lämna ett offentligt uppköpserbjudande kan budgivaren också offentliggöra sina avsikter att lämna ett uppköpserbjudande, eller information om eventuella planer eller förhandlingar om uppköpserbjudandet kan läcka ut på marknaden i förtid.

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

I allmänhet är budgivarens avsiktsmeddelanden inte ett beslut att lämna ett köperbjudande i den mening som avses i kapitel 11 i värdepappersmarknadslagen, och därmed inte obligatorisk information som avses i kapitel 10 i värdepappersmarknadslagen. Därför gäller inte kravet på att offentliggöra ett meddelande på finska eller svenska eller att använda vissa distributionskanaler för avsiktsmeddelanden. De allmänna principerna i kapitel 1 i värdepappersmarknadslagen är emellertid också tillämpliga på offentliggörande av information om avsikt. Om budgivaren offentliggör sin avsikt att frivilligt lämna ett uppköpserbjudande ska offentliggörandet av sådan information i mån av möjlighet ske utanför handelstiderna för marknadsplatserna där målbolagets finansieringsinstrument är föremål för handel, så att marknaderna kan fungera ostört. Ett sådant meddelande ska samtidigt lämnas till målbolaget för kännedom så att målbolaget har möjlighet att kommentera ärendet med ett eget pressmeddelande utan onödiga dröjsmål. Det rekommenderas att även budgivarens avsiktsmeddelanden levereras till kännedom för börserna och börserna bör informeras konfidentiellt i förväg om möjligt.

I händelse av ett informationsläckage måste mål företaget följa relevanta bestämmelser i MAR och börsernas regler. Om till exempel information om förhandlingar som pågår mellan budgivaren och målbolaget har offentliggjorts på marknaden till följd av ett dataläckage eller av andra skäl, kräver villkoret att informationen är konsekvent att målbolaget också offentliggör information om att förhandlingar av detta slag avslutats.

KOMMENTARER OM INSIDERREGLERING I OLIKA SKEDEN AV UPPKÖPSPROCESSEN

Information om förberedelserna inför uppköpserbjudandet har normalt en betydande inverkan på värdet på målbolagets aktier och är därför känslig för insiderinformation för målbolaget. För att vara insiderinformation måste dock informationen uppfylla de villkor för insiderinformation som anges i MAR, till exempel när det gäller specifik natur av information. När budgivarens avsikt uppfyller kriterierna för MAR:s insiderinformation krävs enligt **REKOMMENDATION 10** att budgivaren för en förteckning över personer som har mottagit insiderinformation.

» *Se rekommendation 12 Bindande karaktär i avsikter och planer för processen för ett uppköpserbjudande. För publicering av avsiktsmeddelanden och deras innehållskrav se 5.2.1 (13)–(15) i FI:s FOA om uppköpserbjudanden.*

(b) Informationsskyldighet på multilaterala handelsplattformar (First North Finland)

Enligt lagen ska ett uppköpserbjudande på en multilateral handelsplattform ska offentliggöras, och budgivaren måste tillhandahålla relevant och tillräcklig information för innehavarna av värdepapperen i målbolaget så att de ska kunna göra en motiverad bedömning av uppköpserbjudandet (11:27 i VPL).

Fortlöpande informationsskyldighet gäller även emittenter av finansieringsinstrument som är föremål för handel på multilaterala handelsplattformar på emittentens begäran eller godkännande (se artikel 17 i MAR och Nasdaq First North Growth Market-regelboken). På en multilateral handelsplattform offentliggör emittenter insiderinformation genom bolagsmeddelanden. Ovanstående överväganden om informationsskyldigheten på en reglerad marknad och främjandet av aktieägarnas tillgång till information i inlösenförfarandet enligt aktiebolagslagen lämpar sig således också, i tillämpliga fall, på budgivaren och målbolaget på en multilateral handelsplattform. Multilaterala handelsplattformar tillämpar dock inte flaggningskyldigheten enligt lag, men målbolagen kan frivilligt ha inkluderat bestämmelser i sin bolagsordning som motsvarar flaggningskyldigheten.

(a) Budgivarens ensidiga avsikt

Anbudsgivarens egen avsikt att lämna ett uppköpserbjudande hindrar inte budgivaren i sig från att förvärva målbolagets finansiella instrument på marknaden innan uppköpserbjudandet offentliggörs (artikel 9 punkt 5 i MAR, se även artikel 9 punkt 6 i MAR).

Situationen kan bedömas på ett annat sätt om budgivaren har inlett diskussioner om uppköpserbjudandet med målbolagets styrelse eller betydande

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

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, kan uppgifterna om sådana diskussioner 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. 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 innan uppgifterna i fråga har offentliggjorts, förutom om en avvikelser från användningen av insiderinformation är tillämplig.

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, i princip inte kan köpa upp målbolagets värdepapper för egen räkning eller för någon annan än budgivarens räkning, utan att göra sig skyldig till förbjudna insideraffärer som avses i MAR, eller förbjuden användning av insiderinformation som avses i strafflagen.

(b) Diskussioner med aktieägare i målbolaget

Under beredningen av erbjudandet kan både budgivaren och målbolaget anse det nödvändigt att kontakta målbolagets betydande aktieägare för att fråga om deras ståndpunkt i fråga om uppköpserbudandet. Budgivaren kan försöka erhålla oåterkalleliga åtaganden från aktieägarna i målbolaget, såsom att acceptera uppköpserbudandet eller aktiepotter genom privata transaktioner, eller till och med närma sig stora aktieägare för att förvärva ett antal aktier som överstiger gränsen för en skyldighet att lämna ett erbjudande. Det kan däremot vara motiverat för målbolaget att klargöra sina betydande aktieägares ställning innan det går vidare med uppköpserbudandet.

I samband med eventuella aktieägardiskussioner ska MAR:s bestämmelser om olagligt röjande av insider-

information och marknadssonderingar beaktas.

Offentliggörande av insiderinformation till betydande aktieägare i bolaget kan, på de villkor som anges i artiklarna 10 och 11 MAR, också anses tillåtet i samband med det uppköpserbudande som bereds. MAR reglerar dock hur insiderinformation ska hanteras i dessa situationer.

Förbudet att röja insiderinformation begränsar därmed i princip inte möjligheterna för budgivaren eller 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. Att offentliggöra insiderinformation som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden är tillåtet, men det är god sed på värdepappersmarknaden att begära mottagarens samtycke till att bli insider innan man lämnar insiderinformationen. Även om de första kontakterna i kartläggningssyfte inte ännu 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.

Enligt artikel 11 punkt 2 MAR får budgivaren kontakta betydande aktieägare i målbolaget med hjälp av marknadssondering för att fastställa sin ståndpunkt i ett uppköpserbudande eller en fusion (t.ex. för att förvärva oåterkalleliga åtaganden att acceptera ett uppköpserbudande eller rösta för en fusion) om villkoren i den punkten är uppfyllda. I praktiken begränsar artikeln dock möjligheten till att närma sig endast aktieägare vars positiva inställning rimligen kan anses nödvändig för ett beslut om att lägga ett offentligt erbjudande eller om en fusion.

Artikel 11 i MAR begränsar användningen av marknadssondering till de situationer som avses i den artikeln. På andra allmänna bransch- eller företagsrelaterade sonderingar eller ägarfrågor tillämpas allmänna principer om röjande av insiderinformation. På basis av MAR kan det tolkas huruvida bestämmelserna gällande marknadssondering tillämpas under olika omständigheter, till exempel vid förvärv av

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

värdepapper i målbolaget före offentliggörandet av uppköpserbjudandet (stakebuilding), förvärv av en röstandel som överstiger gränsen för skyldigheten att lämna ett uppköpserbudande, eller genom att bilda ett konsortium som gör uppköpserbudandet. Bristande efterlevnad av bestämmelserna om marknadssondering skapar emellertid inte i sig en presumtion om olagligt röjande av insiderinformation (artikel 35 i inledande kapitlet i MAR), utan utlämnandet av insiderinformation bedöms utifrån huruvida det har skett som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. I vilket fall som helst är det god värdepappersmarknadspraxis innan insiderinformation röjas att begära mottagarens samtycke till att bli en insider.

Målbolaget omfattas inte av artikel 11 punkt 2 i MAR när det närmar sig sina egna aktieägare och förfarandet marknadssondering är i princip inte tillämpligt på målbolagets kontakt med dess aktieägare. Målbolaget är dock skyldigt att säkerställa informationens konfidentialitet och när det gäller insiderinformation, måste det bolaget i efterhand vid behov kunna visa för vem insiderinformation har lämnats ut och när. Eftersom en aktieägare som har fått information om ett föreslaget erbjudande i samband med eventuella diskussioner i allmänhet blir en insider, finns det skäl att överväga noggrant när man diskuterar med aktieägarna.

(c) Uppköpserbudandets insiderkaraktär ur målbolagets synvinkel

Styrelsen, enskilda styrelseledamöter eller verkställande direktören kan när som helt kontaktas och få förslag om förvärv av bolagets aktiestock eller övriga strukturella arrangemang. Dessa kontakter eller förslag av preliminär karaktär 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 separat i varje enskilt fall.

Om målbolaget kontaktas med anledning av ett uppköpserbudande, ska målbolaget bedöma om

det (i detta skede) handlar om ett insiderprojekt. Det anses att en kontakt avsedd för målbolaget kommit till målbolagets kännedom då den kommit till kännedom för en styrelseledamot eller verkställande direktör. För kontakt med en aktieägare eller en företrädare för en aktieägare, se motiveringar till **REKOMMENDATION 2**. Insideranvisningar för börsbolag av Nasdaq 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 1.3.3 i *Börsens insideranvisningar*.

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 en projektspecifik insiderförteckning 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 (fastän den inte ännu skulle ha besvarat budgivarens kontakt jakande);
- 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 uppköpserbudande som gäller bolagets värdepapper.

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

Vid ett uppköpserbjudande är det ofta ändamålsenligt att 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 en utomstående, såsom motpartens rådgivare, aktieägare, finansiärer eller myndigheter). Även om **REKOMMENDATION 10** kräver att budgivaren för en egen projektförteckning, är det också lämpligt att målbolaget strävar efter att säkerställa att denna skyldighet uppfylls (se rekommendation 10 för innehållskraven i motpartens projektförteckning). Dessutom är det lämpligt att målbolaget strävar efter att säkerställa att motparten förstår att information om samtal mellan parterna kan utgöra insiderinformation, och att motparten är medveten om begränsningarna och skyldigheterna i fråga om insiderinformation, särskilt förbudet mot olagligt röjande av insiderinformation och insiderhandel.

Enligt artikel 18 i MAR ska emittenten och de som agerar på emittentens vägnar eller för dess räkning var och en föra en insiderförteckning över personer som har tillgång till insiderinformation och som arbetar för dem på basis av ett anställningskontrakt eller på annat sätt utför uppgifter genom vilka de har tillgång till insiderinformation. MAR kräver inte att emittenten tecknar motparten i insiderförteckningen, men konfidentiell hantering av insiderinformation kräver i praktiken att motpartens företrädare och tredje parter till vilka insiderinformation har tillhandahållits också finns med antingen i insiderförteckningen eller en separat förteckning. Upprätthållandet av en separat förteckning gör det möjligt för målbolaget att inte behöva informera budgivaren vid vilken tidpunkt målbolaget anser att kontakten är så seriös att informationen utgör insiderinformation.

Styrelsen för målbolaget ska också ombesörja att en projektspecifik insiderförteckning avslutas utan dröjsmål då det projekt som gäller erbjudandet avslutas (i och med att ett erbjudande offentliggörs eller att projektet läggs ned). Bedömningen av projektets slutdatum ska göras separat i varje enskilt fall. Det är också möjligt att en del av informationen om projektet offentliggörs för marknaden, men projektet fortsätter som insiderprojekt i övrigt.

I allmänhet anses ett projekt ha lagts ned om

- parterna tillsammans har beslutat att avsluta diskussionerna om erbjudandet;
- behöriga företrädare för budgivaren (vanligtvis styrelsens ordförande eller verkställande direktör, eller någon annan auktoriserad aktör, t.ex. en rådgivare) har meddelat att budgivaren inte längre avser att fortsätta beredningarna av erbjudandet; eller
- styrelsen för målbolaget fattar beslut om att avsluta diskussionerna gällande erbjudandet och meddelar budgivaren om detta.

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.

» *För att avsluta den projektspecifika insiderförteckningen, se 1.5.4 i Börsens insideranvisningar.*

(d) Insiderinformation som ska lämnas i samband med due diligence-granskning

Utöver att information om uppköpserbjudandet avseende målbolaget enkelt utgör insiderinformation, kan under uppköpserbjudandet även pågå andra projekt i målbolaget, vilka i sig utgör insiderinformation. Dessutom är informationen om innehållet i målbolagets framtida ekonomiska rapport av sådan art att man i lagstiftningen och börsens insideranvisningar har ansett det nödvändigt att begränsa handeln med det erbjudna bolagets värdepapper för dem som deltar i utarbetandet av rapporten. Målbolaget är dock inte skyldigt att behandla upprättandet av en ekonomisk rapport som ett insiderprojekt. Konfidentiell information om bolagets framtida ekonomiska rapport och information om insiderprojekt som pågår i bolaget får av motiverade skäl lämnas ut till budgivaren och dess rådgivare i samband med förhandlingarna om uppköpserbjudandet.

Målbolaget ska att på ett ändamålsenligt sätt hantera insiderinformation under en due diligence-process, särskilt om due diligence-granskningen utförs vid en tidpunkt då det pågår ett annat insiderprojekt i målbolaget vid sidan om processen för uppköp-

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

serbjudandet, 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. När konfidentiell information om en framtida ekonomisk rapport överläts bör man uppmärksamma att förfarandet stödjer investerarnas förtroende för att marknaden fungerar ostört, till exempel genom att begränsa handeln med värdepapper i det företag som informationen avser för aktörer som hanterar konfidentiell information.

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 mot 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 informationens insiderkaraktär och tillhörande rättsliga skyldigheter samt säkerställa aspekter på konfidentialitet och lämpliga poster i insiderförteckningen eller motsvarande förteckning, för att säkerställa att informationen förblir konfidentiell.

» För mer information om insiderfrågor och -förteckningar, se artikel 18 i MAR, kommissionens genomförandeförordning (EU) 2016/347 och Börsens insideranvisningar.

Om budgivaren eller budgivarens rådgivare får tillgång till insiderinformation under en due diligence-granskning, kan budgivaren i princip inte handla med målbolagets värdepapper innan den aktuella uppgiften har offentliggjorts. Ur uppköpserbjudandets aspekt kan artikel 9 i MAR anses kräva att sådan insiderinformation har offentliggjorts eller upphört att existera som insiderinformation i början av erbjudandetiden, eller vid en fusion när bolagsstämman beslutar om fusionen i målbolaget. Om målbolaget har sådan insiderinformation som inte kan offentliggöras inom den tidsram som budgivaren önskar (till exempel att offentliggörandet skulle äventyra pågående förhandlingar om företagsförvärv), ska man överväga de insiderfrågor som hänför sig till situationen och möjligheterna att lämna sådana uppgifter till budgivaren separat för varje enskilt fall. Även om insiderinformation om målbolaget naturligtvis vanligen är relevant information ur budgivarens synvinkel,

vill budgivaren ofta inte ta emot sådan information utan föregående samtycke, eftersom det kan förhindra att erbjudandet lämnas utan samverkan av målbolaget. Målbolaget ska inte heller medvetet sträva efter att hindra att ett uppköpserbjudande lämnas genom att överlåta insiderinformation till budgivaren. På motsvarande sätt kan insiderinformation om budgivaren lämnas till målbolaget i en due diligence-granskning gällande budgivaren, särskilt i en situation där det erbjudna vederlaget är budgivarens noterade värdepapper. Därför är det viktigt att man redan innan en due diligence-granskning inleds och granskaren eventuellt får tillgång till insiderinformation kommer överens om de principer som ska tillämpas i situationen.

Om budgivaren under due diligence-granskningen har fått sådan insiderinformation om målbolaget som kan offentliggöras inom ramen för den tidsplan som budgivaren önskar, ska den insiderinformation som har röjts till budgivaren offentliggöras senast innan tidsfristen för uppköpserbjudandet eller före anmälningstiden för bolagsstämman som beslutar om fusionen löpt ut, förutsatt att informationen inte ska offentliggöras tidigare utifrån målbolagets fortlöpande informationsskyldighet. Om insiderinformationen i fråga offentliggörs måste den normalt också ingå i den erbjudandehandling som upprättats av budgivaren eller i dess tillägg.

(e) Insiderfrågor i samband med ett konkurrerande förslag till uppköpserbjudande

Beroende på i vilken fas beredningen av ett erbjudande för närvarande är, kan information om ett eventuellt konkurrerande erbjudande utgöra insiderinformation innan det konkurrerande erbjudandet offentliggörs. Både budgivaren och styrelsen i målbolaget har skyldighet att hantera insiderinformation och säkerställa att den förblir konfidentiell, enligt vad som krävs av uppköpsprocessen. Om målbolaget enligt avtal har åtagit sig att informera den första budgivaren om konkurrerande erbjudanden, hindrar förbudet mot att uttrycka insiderinformation inte målbolaget från att tillhandahålla den överenskomna informationen om det konkurrerande förslaget till den första budgivaren, förutsatt att den förblir konfidentiell. Om den som lämnar det första erbjudandet får uppgifter om ett eventuellt förestående konkurrerande erbjudande innan det konkurrerande erbjudandet offentliggörs, blir den första budgivaren en insider. Uppgifterna om ett konkurrerande erbu-

ANNAT ATT BEAKTA VID TILLÄMPNINGEN AV REGLERINGEN

dande 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 genomföra uppköpserbjudandet i enlighet med erbjudandets villkor (MAR artikel 9 punkt 3) (se även punkt (f) Insiderinformation om målbolaget under erbjudandetiden nedan). Information om ett konkurrerande erbjudande hindrar dock förvärv av målbolagets värdepapper utanför det offentliga uppköpserbjudandet, såvida inte ett undantag från förbudet mot användning av insiderinformation är tillämpligt.

(f) Insiderinformation om målbolaget under erbjudandetiden

Under uppköpserbjudandet kan det uppstå situationer där budgivaren får insiderinformation om aktierna i målbolaget (t.ex. som framgår ovan i samband med ett konkurrerande erbjudande). Exempelvis kan ett väsentligt villkor för genomförandet av ett uppköpserbjudande som uppfylls eller inte uppfylls utgöra insiderinformation. Budgivaren måste noggrant bedöma den eventuella insiderkaraktären hos sådan information. Om informationen också når målbolaget gäller detsamma för målbolaget. I sådana fall ska målbolaget bedöma behovet att offentliggöra information och förekomsten av eventuella skäl för uppskjutning.

I princip hindrar sådan information budgivaren att förvärva målbolagets finansiella instrument utanför uppköpserbjudandet innan sådan insiderinformation har offentliggjorts eller upphört att gälla, såvida inte ett undantag från förbudet mot användning av insiderinformation är tillämpligt. Insiderinformation som erhålls efter att erbjudandet offentliggjorts hindrar dock inte att erbjudandet lämnas in i enlighet med de offentliggjorda villkoren, medräknat genom att avstå från kravet att uppfylla det väsentliga villkoret för att erbjudandet ska kunna fullgöras, om budgivaren har förbehållit sig denna rätt i villkoren för erbjudandet. Sådan insiderinformation hindrar inte heller budgivaren från att förbättra villkoren i sitt erbjudande.

För att inte avbryta budgivarens eventuella aktieförvärv utanför erbjudandetiden på grund av insi-

derinformation som uppkommit under erbjudandetiden, kan budgivaren överväga att använda sig av ett upphandlingsprogram. Upphandlingsprogrammet får dock inte avbrytas eller ändras om anbudsgivaren får insiderinformation under den.

» *Se artikel 8 i MAR och Finansinspektionens Tio råd om insiderhandel.*

(g) Kommentarer om den stängda perioden

De personer i ledande ställning i målbolaget, som avses i MAR, äger ofta aktier i målbolaget och kan bli ombedda att acceptera uppköpserbjudandet innan erbjudandet offentliggörs. Om en person i en ledande ställning inte i förväg har åtagit sig att acceptera uppköpserbjudandet, måste personen besluta under erbjudandetiden om han eller hon ska erbjuda värdepapperen i målbolaget som han eller hon äger i uppköpserbjudandet. Artikel 19 punkt 11 i MAR begränsar möjligheterna för personer i ledande ställning att utföra transaktioner med emittentens finansieringsinstrument under den så kallade stängda perioden. Till följd av artikel 19 MAR kan en person i ledande ställning i princip inte göra ett oåterkalleligt åtagande att acceptera ett erbjudande under den stängda perioden. Dessutom bör personen i ledande ställning inte acceptera uppköpserbjudandet under den stängda perioden, men om villkoren i erbjudandet leder till att personen i ledande ställning inte har möjlighet att acceptera uppköpserbjudandet utanför den stängda perioden, är det undantagsvis möjligt att acceptera uppköpserbjudandet under den stängda perioden. I en sådan situation kan ett uppköpserbjudande betraktas som exceptionella omständigheter i den mening som avses i artikel 19 punkt 12 underpunkt a i MAR och artikel 8 i kommissionens delegerade förordning (EU) 2016/522.⁶ Under den stängda perioden för transaktioner krävs tillåtelse av emittenten (artikel 19 punkt 12 i MAR och artikel 7 i kommissionens delegerade förordning). Artikel 7 och punkterna 1 och 2 i artikel 8 i kommissionens delegerade förordning ska tillämpas på begäran och godkännande av tillstånd. Ett redan givet godkännande av ett uppköpserbjudande bör också, så långt det är möjligt, återkallas utanför den stängda perioden. Att återta godkännandet under den stängda perioden får endast ske i undantagsfall och kräver en ändring av omständigheterna och emittentens tillstånd på basis av ovannämnda bestämmelser i MAR och den delegerade förordningen.

⁶ Enligt artikel 8 punkt 2 i kommissionens delegerade förordning ska omständigheterna betraktas som exceptionella om de är extremt brådskande, oförutsebara, tvingande och orsakas oberoende av personen i ledande ställning som inte har bestämmande inflytande över dem.

VÄRDEPAPPERSMARKNADSFÖRENINGEN RF

info@cgfinland.fi

www.cgfinland.fi