

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Juridiska Institutionen
Programmet för Juris kandidatexamen
Tillämpade studier
Höstterminen 2008

Budplikt och aktiemarknadsnämndens beslut om dispens

- vid offentliga uppköpserbjudanden på värdepappersmarknaden

Författare: Peter Lundin
Handledare: Professor Rolf Dotevall
Ämne: Börsrätt

Innehåll

1	INLEDNING.....	5
1.1	PROBLEMFÖRMULERING.....	6
1.2	SYFTE.....	6
1.3	METOD.....	6
1.4	DISPOSITION.....	7
2	REGELVERKETS FRAMVÄXT – FRÅN SJÄLVREGLERING TILL LAGREGLERING.....	8
2.1	BAKGRUND TILL REGLERINGEN.....	8
2.2	FÖRTROENDET FÖR AKTIEMARKNADEN.....	8
2.3	NÄRINGSLIVETS BÖRSKOMMITTÉ - SJÄLVREGLERING.....	9
2.4	TAKEOVER-DIREKTIVET.....	11
2.5	DOMSTOLS OCH MYNDIGHETSPRAXIS.....	13
2.6	AKTIEMARKNADSNÄMNDEN.....	14
2.6.1	Nämndens organisation och beslutsformer.....	15
2.6.2	Nämndens uttalanden.....	15
2.6.3	Omprövning och överklagande.....	16
2.7	KOMMENTAR.....	16
2.7.1	Lagstiftning.....	16
2.7.2	Självreglering.....	17
2.7.3	Vilket värde skall nämndens avgörande tillmätas?.....	18
3	OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN.....	19
3.1	UPPKÖPSERBJUDANDEN I SVERIGE.....	19
3.2	BUDPLIKT.....	20
3.3	BUDGIVARE.....	20
3.3.1	Förutsättningar för att budplikt skall uppkomma.....	21
3.3.2	Budpliktsreglernas målgrupp.....	22
3.3.3	Budplikt på grund av koncernförhållanden.....	23
3.3.4	Budplikt på grund av avtal eller samarbete.....	23
3.3.5	Familjeförhållanden som grund för budplikt.....	24
3.3.6	Budpliktens upphörande.....	24
3.3.7	Budpliktens motiv och konsekvenser.....	25
3.4	ERBJUDANDEHANDLING.....	26
3.5	VEDERLAG OCH SKÄLIGT PRIS.....	27
3.6	ÖVERVAKNING, SANKTION OCH ÖVERKLAGAN.....	27
3.7	KOMMENTAR.....	28
3.7.1	Gränsen för kontrollerande andel.....	28
3.7.2	Budpliktens principer och konsekvenser.....	30
4	DISPENS FRÅN BUDPLIKT – AKTIEMARKNADSNÄMNDENS PRAXIS.....	32
4.1	SÄRSKILDA SKÄL.....	32
4.1.1	Emission vid företagsrekonstruktion.....	34
4.1.2	Rekonstruktion utan emission.....	35
4.1.3	Emissionsgaranter.....	35
4.1.4	Företrädesemission som inte fulltecknas.....	36
4.1.5	Apportemission vid förvärv.....	37
4.2	ÖVRIGA OMSTÄNDIGHETER.....	37
4.2.1	Uteblivet kontrollägarskifte.....	37
4.2.2	Åtgärder från bolagets sida.....	38
4.2.3	Gåva, skatteskäl samt bestämmelser i bolagsordning.....	39
4.3	INGA EGENTLIGA SKÄL FÖR DISPENS.....	39
4.4	KOMMENTAR.....	40
4.4.1	Möjligheten att erhålla dispens.....	41
4.4.2	Dispens med villkor.....	42
4.4.3	Dispens vid emission på grund av rekonstruktion.....	44
4.4.4	Dispens vid rekonstruktion utan emission och vid emissionsgarantier.....	45
4.4.5	Dispens vid uteblivet kontrollägarskifte.....	46

4.4.6	Sammanfattning	46
5	ANALYS OCH SLUTSATSER.....	48
5.1	OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN OCH BUDPLIKT	48
5.2	LAGSTIFTNING KONTRA SJÄLVREGLERING	49
5.3	DISPENS FRÅN BUDPLIKT.....	50
5.3.1	<i>Aktiemarknadsnämndens frikostighet vid dispensärenden</i>	<i>52</i>
6	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING.....	53
6.1	OFFENTLIGT TRYCK.....	53
6.1.1	<i>Propositioner</i>	<i>53</i>
6.1.2	<i>Betänkanden</i>	<i>53</i>
6.1.3	<i>Direktiv och aktiemarknadsregler.....</i>	<i>53</i>
6.2	LITTERATUR.....	53
6.3	PERIODISKT TRYCK	54
6.4	AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN	54
6.5	ÖVRIGT	55
6.5.1	<i>Elektroniska källor.....</i>	<i>55</i>

Förkortningar

AB	Aktiebolag
ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
EG	Europeiska Gemenskapen
EU	Europeiska Unionen
FFFS	Finansinspektionens föreskrift
FI	Finansinspektionen
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK:OE	Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv.
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredning

1 Inledning

I svensk rätt gäller att den som genom förvärv av aktier i ett noterat bolag uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget omedelbart skall offentliggöra hur stort hans eller hennes aktieinnehav är. Inom fyra veckor därefter skall förvärvaren lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget – budplikt. Om det finns särskilda skäl har Aktiemarknadsnämnden genom Finansinspektionens delegation möjlighet att bevilja undantag från huvudregeln om budplikt.

Under den första delen av år 2008 blossade debatten kring dispens från regeln om budplikt upp i media, bland annat med bakgrund av Tyska Volkswagens köp av aktier i det svenska bolaget Scania, och då framförallt efter att Investor sålt hela sitt innehav i Scania till Volkswagen. I en serie artiklar publicerade i de stora affärstidningarna har Börsbolags VD:ar, ministrar, politiker, fondchefer och företrädare för Aktiespararna diskuterat och kritiserat den svenska lagregeln om erbjudandeplikt vid offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.¹ Kritik har framförallt riktats mot Aktiemarknadsnämndens möjlighet att besluta om undantag från budpliktsregeln. Många menar att dispensen från budplikt i detta fall, och i många andra fall resulterar i en olik behandling av bolagets minoritets- och majoritetsaktieägare, eftersom minoritetsaktieägarna inte får ta del av den premie som ett offentligt uppköpserbjudande ofta genererar. När ett bud på lämnas på resterande aktier i ett bolag är det nästan alltid så att priset som köparen är villig att betala per aktie sätts högre än den kurs som aktien handlas för, detta för att det skall vara attraktivt för bolagets aktieägare att sälja sina aktier. I de fall där ett offentligt uppköp görs av samtliga aktier får således samtliga aktieägare ta del av den premie som uppköpet innebär.

I de allra flesta fall där Aktiemarknadsnämnden gör en prövning om undantag från budplikt, medges dispens, så även i fallet med Volkswagens uppköp av Investors aktier i Scania där dispens från budplikt beviljades. Efter förvärvet och beslut om undantag från budplikt i det nämna fallet sjönk aktiens värde och aktiens omsättning på börsen minskade. Att aktien många gånger tenderar att sjunka i värde samt att den blir mindre omsatt efter ett beslut om undantag från skyldigheten att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende

¹ Se t.ex. följande artiklar publicerade på Dagens Industris hemsida, www.di.se. ”Han avgjorde Scanias öde ensam” publicerad 2008-03-12, ”Mats Odell försvarar budregler” publicerad 2008-03-11, ”Scaniaaffären stör fondchefen” publicerad 2008-03-10, ”Fondchef upprörd över Scaniaaffären” publicerad 2008-03-10, ”Ingen tar ansvar för budpliktsregler” publicerad 2008-03-08, ”Jättar kräver nya budregler” publicerad 2008-03-10. DI Debatt ” Inför budplikt vid 50 och 67 procent” publicerad 2008-03-06.

resterande aktier i bolaget kan ses som ytterligare diskriminering av minoritetsaktieägarna eftersom värdet på deras aktier sjunker då aktiekursen går ner och omsättningen i aktien avtar.

1.1 Problemformulering

I förevarande uppsats skall jag beskriva vilka möjligheter en förvärvare, som har uppnått gränsen för budplikt, har att ändå undvika skyldigheten att lämna ett offentligt uppköpserbjudande. Vidare skall redogöras för Aktiemarknadsnämndens möjlighet att bevilja dispens från budplikten, samt nämndens praxis kring detta.

Den huvudsakliga frågeställningen för detta arbete är således: *Finns det med dagens regelverk ett fungerande skydd för ett bolags minoritetsaktieägare genom regeln om budplikt, då Aktiemarknadsnämnden i så många fall beslutar om undantag från denna huvudregel?*

Vidare skall undersökas om man bör höja gränsen för när budplikt skall inträda, samt om det idag ställs för låga krav för att dispens från budplikt skall beviljas.

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att utreda de svenska reglerna om budplikt vid offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, samt hur omfattande möjligheten är att få dispens från huvudregeln om budplikt. För att kunna klarlägga detta analyserar och systematiserar jag de avgöranden från Aktiemarknadsnämnden där dispens meddelats. Målet med uppsatsen är att utreda hur starkt huvudregeln upprätthålls i praxis. Jag syftar särskilt till att belysa om skyddet för aktieägarminoriteten undermineras genom dispensgivningen. Vidare skall jag undersöka om reglerna är tillräckligt preciserade samt ifall reglerna bör revideras. En viktig del av uppsatsen blir här att se över Aktiemarknadsnämndens uttalanden om beviljande av dispens för att utreda huruvida det egentligen finns ett verkligt skydd för minoritetsaktieägare genom budpliktsregeln. Min förhoppning är att uppsatsen kan bidra till en ökad förståelse för budpliktens betydelse och möjligheten att erhålla dispens från denna vid uppköp av ett bolags aktier.

1.3 Metod

Jag har använt mig av traditionell juridisk metod, innebärande granskning av lagtext, förarbeten, självreglering, doktrin samt praxis inom området. För att redogöra för idag

gällande rätt inom området offentliga uppköpserbjudanden har jag framförallt använt mig av EG:s direktiv 2004/05/EG om uppköpserbjudanden och proposition 2005/2006:140 om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, samt AMN:s uttalanden kring budplikt och dispens från denna. För att få en förståelse för affärlivets villkor har jag gått igenom ett stort antal artiklar som på ett eller annat sätt rör budpliktsproblematiken. Litteraturen på området är begränsad och valet av litteratur har varit styrt av framställningens problemformulering och syfte.

1.4 Disposition

Uppsatsen består av sex kapitel, där kapitel ett utgör inledning. I kapitel två tar uppsatsen sin utgångspunkt i en kort historisk tillbakablick för att skapa en känsla för syftet bakom regelverket och skälet till att det ser ut som det gör idag, därefter beskrivs dagens regler om budplikt vilka återfinns i Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, samt den självreglering som finns kvar. Därpå beskrivs Aktiemarknadsnämnden och dess funktion. Kapitlet avslutas med en kommentar till det som har behandlats. I kapitel tre och fyra riktas blicken mot uppsatsens huvudområde. Kapitel tre beskriver på ett detaljerat plan vad budplikt innebär, när den inträder och vem som träffas av den. I uppsatsens fjärde kapitel behandlas under vilka förutsättningar undantag från budplikt kan beviljas, vidare ges en redogörelse över Aktiemarknadsnämndens uttalanden vid dispensansökningar. I slutet på kapitel tre respektive kapitel fyra återfinns en kommentar till det som har behandlats i kapitlet. Uppsatsen avslutas med slutsats och analys i kapitel fem och käll- och litteraturförteckning i kapitel sex.

2 Regelverkets framväxt – från självreglering till lagreglering

2.1 Bakgrund till regleringen

Med offentligt uppköpserbjudande, ett så kallat *takeover bid*, åsyftas ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier i ett bolag som är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier till budgivaren.²

Traditionellt sett har den svenska värdepappersmarknaden haft ett starkt inslag av självreglering, vilken främst har bestått av uppföranderegler för olika typer av aktiviteter. Det var huvudsakligen Näringslivets Börskommittés (NBK) regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv som reglerade förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden. Enligt NBK:s regler kunde Aktiemarknadsnämnden (AMN) ge besked om hur reglerna skulle tolkas och tillämpas, samt meddela dispens från dem. Reglerna var inte offentligträttsligt bindande utan utgjorde en del av näringslivets självreglering.³

2.2 Förtroendet för aktiemarknaden

Eftersom ett offentligt erbjudande görs på värdepappersmarknaden påverkas allmänhetens förtroende för denna marknad av hur erbjudandet utformas och genomförs. Uppfattas erbjudandet som otillbörligt eller orättvist kan detta få negativa konsekvenser för förtroendet, vilket i sin tur kan bli början på en neråtgående spiral – omsättningen på värdepappersmarknaden minskar, effektiviteten blir lägre och marknadens förmåga att fördela kapital och risk försämras – vilket i förlängningen kan minska välfärden i samhället.⁴

Mot bakgrund av ovannämnda stod det tidigt klart för värdepappersmarknadens aktörer att det fanns ett behov av reglering på området. Dock betraktades hindrande lagreglering med stor skepticism då detsamma sågs som ett hot mot en självverkande handel där det krävs snabba besked och beslut. Det var bevarandet av marknadens frihet som således skapade incitament hos näringslivet till självreglering, det vill säga privat utomrättslig reglering som sker vid sidan av lagstiftning och annan myndighetsutövning, genom sina egna institutioner.⁵

² Prop. 2005/06:144, s 1.

³ af Sandeberg, Börsrätt, s 242.

⁴ Kågerman, Värdepappersmarknadens regelsystem, Lagreglering, självreglering och etik, s 223.

⁵ Sandström, Svensk Aktiebolagsrätt, s 164.

2.3 Näringslivets Börskommitté - Självreglering

Näringslivets Börskommitté, NBK, bildades 1966 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare med uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut rekommendationer. NBK är inte ett offentligt organ utan drivs av en ideell förening, Föreningen för aktiemarknadsfrågor, bestående av nio medlemmar, bland annat svenskt näringsliv, Stockholms Handelskammare, Stockholmsbörsen, Svenska fondhandlareföreningen, Svenska bankföreningen och FAR (Föreningen Auktoriserade Revisorer). Genom medlemsavgifter eller medel som på annat sätt tillkommer föreningen eller ställs till dess förfogande finansieras verksamheten.⁶

Redan under 1960-talet inrättades institutioner i Storbritannien för självreglering gällande offentliga erbjudanden, the Panel on Takeovers and Mergers (the Panel) och the City Code on Takeovers and Mergers (the Code).⁷ Det var med förebild i denna takeover-kod som NBK år 1971 utfärdade den första svenska rekommendationen på området. Därigenom blev Sverige ett av de länder som tidigast införde regler gällande offentliga erbjudanden.⁸

Rekommendationen, som i första hand kom till för att öka investerarskyddet och för att fylla behovet av ett krav på likabehandling av aktieägarna, samt behovet av information för att dessa på ett tillfredställande sätt skulle kunna ta ställning till ett erbjudande, har reviderats ett flertal gånger sedan dess tillkomst. I samband med revideringen 2003 beslutade sig NBK för att överge benämningen ”rekommendation” till förmån för ”regler”.⁹

Efter revideringen 2003 angav NBK-reglerna bland annat vilken information som skulle lämnas i samband med ett offentligt erbjudande, vilka villkor som fick ställas för erbjudandet, såväl som vilka åtgärder som målbolaget fick vidta under erbjudandetiden. Där fanns också regler om att en aktieförvärvare som uppnår en röstandel om 30 procent eller mer av röstetalet i ett aktiemarknadsbolag under vissa förutsättningar skulle lämna ett erbjudande om förvärv av resterande aktier i bolaget, så kallad budplikt.¹⁰

Eftersom NBK-reglerna inte var bindande i sig själva gjordes de avtalsrättsligt bindande i två fall. För det första genom att reglerna togs in som en bilaga i Stockholmsbörsens, NGM: s

⁶ SOU 2005:58, s 53-54 samt www.naringslivetsborskommitte.se.

⁷ Skog, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden: Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv, s 24.

⁸ Nyström, Ohlsson & Skog, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, s 9.

⁹ SOU 2005:58, s 54.

¹⁰ SOU 2005:58, s 54.

och aktietorgetts noteringsavtal, varmed förstås ett civilrättsligt avtal mellan marknadsplatsen och det bolag som önskar notera sina aktier på densamma, vilket kräver undertecknande av parterna innan handel med aktierna påbörjas i bolagets fondpapper.¹¹

Följden blev därmed att bolag som hade sina aktier noterade på en handelsplats blev, i egenskap av såväl budgivare som målbolag, på avtalsrättslig grund bundna att följa NBK-reglerna. Ett eventuellt åsidosättande, från bolagets sida, av sina förpliktelser enligt noteringsavtalet, och därmed NBK-reglerna, innebar således ett avtalsbrott som kunde få rättsliga konsekvenser i form av inomobligatoriskt skadestånd. Utöver detta riskerade bolaget disciplinära påföljder från marknadsplatserna genom att NBK-reglerna var intagna i noteringsavtalet. Om ett bolag åsidosätter noteringsavtalet får börsen, om överträdelsen är allvarlig, besluta om avnotering, såvida detta inte är olämpligt från allmän synpunkt, av bolagets aktier eller, i andra fall kan börsen ålägga bolaget ett vite. Vid en ringare grad av åsidosättande kan börsen istället besluta om att meddela bolaget en varning. Det är handelsplatserna själva som sköter övervakning och tillsyn gällande efterlevnaden av noteringsavtalets regler, medan frågan om bestämmande av påföljd avgörs av en särskild disciplinnämnd som utses av börsens styrelse. Det är endast disciplinärenden som behandlas av disciplinnämnden, det vill säga ärenden där överträdelser av reglerna sker medvetet eller av oaktsamhet. Överträdelsen skall på ett eller annat sätt vara klandervärd. Syftet med en disciplinnämnd, och skälet till varför det finns en lagstadgad skyldighet att inrätta en sådan vid en börs, är att stärka och bibehålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Det är på avtalsrättslig grund genom noteringsavtalet som nämndens har möjlighet att ta ställning till börsens regelverk och utdöma påföljder. Om ett bolag på en auktoriserad marknadsplats, till exempel NGM, åsidosätter noteringsavtalet beslutar istället dess styrelse om disciplinära åtgärder.¹²

För det andra skapades en avtalsrättslig bundenhet genom att det i NBK-reglerna föreskrevs att när budgivaren offentliggör erbjudandet skall det i detta offentliggörande anges att för erbjudandet gäller NBK-reglerna och Aktiemarknadsnämndens, AMN: s, se mer nedan, besked om tolkning och tillämpning av reglerna. Genom att vid offentliggörandet ange detta skapades således ett bindande åtagande från budgivarens sida att följa reglerna, även om

¹¹ Af Sandeberg, Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan övervakning?, s 36.

¹² SOU 2005:58, s 54-55 och Kågerman, Värdepappersmarknadens regelsystem, Lagreglering, självreglering och etik, s 103-104.

densamma inte hade aktier noterade på en svensk handelsplats. En överträdelse av reglerna kunde därmed, med stöd av åtagandet, aktualisera ett inomobligatoriskt skadestånd.¹³

2.4 Takeover-direktivet

Företagsförvärv genom uppköpserbjudande avseende aktier har under många år varit vanligt förekommande i näringslivet runt om i Europa, och i likhet med Sverige har det i land efter land vuxit fram nationella regler om offentliga erbjudanden. Dessa regler har många gemensamma drag men de uppvisar även klara skillnader. Mot bakgrund av principen om kapitalets fria rörelse och företagens fria etableringsrätt samt en önskan om att skapa ett överskådligt och enhetligt regelsystem i samtliga medlemsstater, har det alltsedan 1970-talet funnits en strävan inom EU mot en harmonisering på området. Efter år av förhandlingar, diskussioner och förslag lyckades medlemsstaterna och Europaparlamentet i april 2004 slutligen enas om ett direktiv rörande offentliga erbjudanden - takeover-direktivet.¹⁴

Syftet med direktivet angavs i första hand vara att, garantera aktieägarna i ett bolag som är föremål för uppköpserbjudanden, målbolaget, en rättvis och rimlig behandling, medan målet meddelades vara att möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet. Sista datumet då direktivet skulle vara implementerat i medlemsstaterna sattes till den 20 mars 2006.¹⁵

I och med takeover-direktivet blev det nödvändigt att se över det svenska självregleringssystemet. Nedan följer några av de jämförelser, konstateranden och förslag som utmynnade i det regelsystem vi har idag. NBK-reglerna överensstämde till sitt materiella innehåll i väsentliga delar med motsvarande regler i direktivet. Skälet till detta var att direktivet, i likhet med vad som var fallet med den svenska regleringen, hade sin materiella förebild i den brittiska regleringen, ”the Code”.¹⁶

Det kunde vidare konstateras att i ett internationellt perspektiv så var NBK-reglerna väl utvecklade och fungerande för uppköpserbjudanden. Det fanns därför en önskan om att i så stor utsträckning som möjligt behålla reglernas utformning för att bevara den investering som under mer än tre decennier av omfattande takeover-aktivitet gjorts i uppbyggnad, utveckling och fäste av denna rättsliga infrastruktur. Viss offentlighetsrättslig förankring av reglerna var dock nödvändig, eftersom det i direktivet fanns ett krav på att detsamma skulle genomföras

¹³ Se NBK:OE p II.3. Notera att det i det gamla systemet inte fanns några sanktioner som kunde träda i kraft för den händelse ett bolag valde att inte göra detta åtagande.

¹⁴ Direktiv 2004/25/EG samt Skog (1996), s 23-24.

¹⁵ Prop. 2005/06:140, s 34.

¹⁶ Prop. 2005/06:140, s 34.

genom nationellt bindande regler, alternativt genom en kod eller annan självreglering som var förankrade i lag.¹⁷

För att uppfylla direktivets krav valdes därför, för svenskt vidkommande, att i LBC¹⁸ ta in en bestämmelse om att en börs och en auktoriserad marknadsplats skall ha regler om offentliga uppköpserbudanden som är ändamålsenliga och som i övrigt uppfyller direktivets krav. Vid uppfyllandet av detta lagstiftade krav har handelsplatserna lyckats med att samtidigt ta tillvara på den sakkunskap och kompetens som finns inom NBK och dess arbetsgrupper, genom att ta in en, med hänsyn till direktivet, reviderad version, av NBK reglerna och gjort dem till sina egna. Eftersom direktivet syftar till en minimiharmonisering spelar det ingen roll att reglerna till vissa delar är mer omfattade och detaljerade än direktivets bestämmelser. Genom den nya lagregeln i LBC gavs börsen en möjlighet att till ett av börsen bemyndigat organ besluta om undantag från reglerna. I enlighet härmed beslutade Handelsplatserna att överlåta till AMN att tolka och fatta beslut om undantag från reglerna. Genom denna lösning har således både NBK och AMN fått behålla sina tidigare funktioner, samtidigt som direktivets krav uppfyllts.

Numera regleras offentliga uppköpserbudanden i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, LUA. Lagstiftningen är regleringstekniskt uppbyggd så att den dels återger huvuddragen i takeover-regleringen, dels slår den fast mer detaljerade regler i olika situationer där sanktioner kan följa.¹⁹ Delar av reglerna fullföljs därmed av den nationella självregleringen inom näringslivet, och regleringstekniken i stort förutsätter den befintliga självregleringen och Aktiemarknadsnämndens tillämpning av dessa regler.²⁰

För att regleringen skall träffa även budgivare vars aktier inte är noterade vid en svensk marknadsplats, har det i LUA tagits in en bestämmelse om att en budgivare, för att få lämna ett uppköpserbudande, skall vara skyldig att åta sig att följa de regler som marknadsplatsen vid vilken målbolagets aktier är noterade har fastställt för sådana erbjudanden och att underkasta sig de sanktioner som marknadsplatserna får besluta om vid överträdelse av dessa regler.²¹ Med andra ord så är budgivaren skyldig att före erbjudandets lämnande ingå ett kontrakt med marknadsplatsen av ovan nämnda innebörd. Den möjlighet som tidigare fanns för en utländsk budgivare att kringgå reglerna genom att inte göra ett bindande åtagande vid

¹⁷ Direktiv 2004/25/EG.

¹⁸ Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, lagen upphörde att gälla den 1 november 2007 enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

¹⁹ Stattin, s 20

²⁰ Prop. 2005/06:144 s 1.

²¹ 2 kap 1 § LUA.

offentliggörandet, utan att någon sanktion trädde i kraft, föreligger således inte längre.²² För alla budgivare uppnås istället en ordning som liknar den som tidigare gällde för en budgivare som var noterad på en marknadsplats och som hade ingått ett noteringsavtal som inkluderade NBK-reglerna.²³

Som den uppmärksamme läsaren har insett saknades det i det tidigare, självreglerade systemet, en tillsynsmyndighet som övervakade reglernas efterlevnad. I praktiken svarade huvudsakligen de berörda marknadsplatserna och AMN för denna tillsyn. Eftersom direktivet²⁴ ställde krav på att en sådan myndighet inrättades krävdes här en förändring. Det naturliga valet föll på Finansinspektionen, Fi, med hänsyn till att en sådan tillsyn hade starka samband med den tillsyn Fi redan företog.²⁵

Enligt den så kallade sundhetsregeln i 1 kap 2 § LHF²⁶ skall handel med finansiella instrument bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. Tillsynen över efterlevnaden av denna och andra regler i lagen utövas av Fi. Innebörden av detta är att inspektionen bland annat har tillsyn över handeln med aktier i aktiemarknadsbolag. Vidare har Fi, enligt 23 kap 1 § VpmL²⁷, ett specifikt tillsynsansvar över företag som driver verksamhet i syfte att åstadkomma regelbunden handel med finansiella instrument, till exempel aktier, och som för detta ändamål har fått auktorisation som börs eller marknadsplats. Det kan avslutningsvis fastslås att det tidigare regelverkets i stort sett obefintliga sanktionssystem inte uppfyllde direktivets krav på effektiva, proportionella och avskräckande sanktioner.

2.5 Domstols och myndighetspraxis

Idag finns det knappast någon domstols- eller myndighetspraxis om takeover-erbjudanden i Sverige. Ett av skälen till detta är Aktiemarknadsnämndens starka ställning på området. Förmodligen är det så att flertalet tvistefrågor avgörs redan i nämnden varför de aldrig når

²² Frågan är emellertid om detta någonsin har varit ett reellt problem. Vid en genomgång vidtagen av Takeover utredningen, visade det sig nämligen att sedan regeln om att en budgivare skall ange att för erbjudandet gäller NBK:OE och AMN:s besked om tolkning och tillämpning därav infördes i NBK:OE, har en sådan föreskrift intagits undantagslöst. Även om det inte finns legala sanktioner kopplade till en regel, kan marknadspåverkan i form av att ett bolag riskerar förlust av goodwill och förtroende vara nog så effektivt. Vidare har, för den händelse svenska rådgivare är inkopplade vid ett förvärv, dessa ett rådgivningsansvar, vilket torde leda till att de utövar påtryckning i rätt riktning.

²³ Prop. 2005/06:140, s 98.

²⁴ Direktiv 2004/25/EG, artikel 4.

²⁵ Prop. 2005/06:140, s 73.

²⁶ Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

²⁷ Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden, motsvarande regel fanns tidigare i 11 kap 1 § Lag om börs- och clearingverksamhet, som numera är upphörd.

domstolarna. Genom att Fi nu ges olika tillsynsuppgifter kan det tänkas att det i framtiden kommer att finnas mer domstolspraxis att tillgå, i så fall blir denna praxis styrande för hur reglerna i LUA och därmed takeover-reglerna skall tolkas och tillämpas. Genom Aktiemarknadsnämndens starka ställning är det dock mycket som talar för att nämndens avgöranden även fortsättningsvis kommer att följas av aktiemarknadens aktörer.²⁸

2.6 Aktiemarknadsnämnden

Den huvudsakliga delen av de takeover-frågor som prövas rättsligt prövas av Aktiemarknadsnämnden. Nämndens uppgift är att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på aktiemarknaden.²⁹ Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid OMX Nordic Exchange eller NGM, eller av en aktieägare i ett sådant bolag och som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett sådant bolag kan bli föremål för Aktiemarknadsnämndens bedömning. Detsamma gäller i fråga om utländska aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid OMX Nordic Exchange Stockholm, eller NGM, i den utsträckning åtgärden ska bedömas enligt svenska regler.

Eftersom Finansinspektionen har delegerat sådana arbetsuppgifter som avses i 7 kap. 10 § LUA till Aktiemarknadsnämnden, ankommer det på nämnden att fatta beslut i följande frågor som avses i den lagen:

- a) förlängning av tidsfristen för upprättande och ansökan om godkännande av erbjudandehandling (2 kap. 3 § andra stycket)
- b) om budplikt ska fullgöras av någon som är närstående till budgivaren (3 kap. 4 §)
- c) besked om huruvida budplikt gäller enligt bestämmelserna i 3 kap. i lagen (7 kap. 4 §)
- d) besked om huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. i lagen (7 kap. 4 §)
- e) undantag från bestämmelserna om budplikt (7 kap. 5 §)
- f) undantag från bestämmelserna om försvarsåtgärder (7 kap. 5 §)

²⁸ Stattin, s. 29.

²⁹ SOU 2005:58 s. 55 f.

OMX Nordic Exchange Stockholm och NGM har till Aktiemarknadsnämnden delegerat rätten att besluta om undantag från bestämmelserna i respektive marknadsplats regler om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden samt om hur dessa regler ska tolkas.³⁰

2.6.1 Nämndens organisation och beslutsformer

Aktiemarknadsnämndens är sammansatt av representativa företrädare för näringslivet. Förutom ordförande, och vice ordförande består nämnden av ett tjugotal övriga ledamöter. Vid behandling av ett ärende deltar minst fyra och högst åtta ledamöter. Sammansättningen bestäms enligt principer som anges i nämndens arbetsordning. På initiativ av nämndens ordförande kan ett ärende av särskild betydelse behandlas i plenum. Ordföranden eller direktören kan på nämndens vägnar besluta i fall då ärendet är särskilt brådskande, motsvarande fråga redan har behandlats av nämnden eller ärendet är av mindre vikt.³¹

2.6.2 Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden kan meddela uttalanden på eget initiativ eller efter framställning. Nämnden avgör själv huruvida en framställning ska föranleda att frågan tas upp till behandling. Därvid ska särskilt beaktas om frågan är av principiell natur eller av praktisk betydelse för aktiemarknaden. Nämnden ska också ta hänsyn till om frågan är eller kan väntas bli behandlad i annan ordning. I syfte att bidra till utvecklandet av god sed på aktiemarknaden offentliggörs nämndens uttalanden som är skriftliga, om inte nämnden i ett visst ärende, på särskilda skäl, finner anledning att inte offentliggöra uttalandet.

Ett uttalande som gäller en planerad åtgärd får inte offentliggöras av nämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Om nämnden bedömer att uttalandet är av särskild vikt för främjandet av god sed på aktiemarknaden och att ett offentliggörande skulle kunna ske på ett sådant sätt att företagshemlighet eller annan känslig information inte avslöjas eller någon på annat sätt skadas, kan ett sådant uttalande offentliggöras i anonymiserad och sammandragen form.

Om uttalandet avser ett tolkningsbesked om huruvida budplikt gäller enligt bestämmelserna i 3 kap. LUA, eller besked om en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. samma lag, och beslutet innebär att ansökan helt eller delvis

³⁰ Se www.aktiemarknadsnamnden.se.

³¹ SOU 2005:58 s. 56 f.

bifalls, ska uttalandet alltid offentliggöras. Offentliggörandet sker omedelbart eller, om det finns särskilda skäl, vid den senare tidpunkt som nämnden bestämmer.

2.6.3 Omprövning och överklagande

Uttalanden av ordföranden eller direktören ska på sökandens begäran omprövas av nämnden. Omprövning av sådant beslut sker av nämnden i vanlig sammansättning, såvida det inte är uppenbart att beslutet ska ändras. Beslutar nämnden om uttalande med stöd av delegation från Finansinspektionen kan beslutet överklagas hos Finansinspektionen av den som beslutet angår, om beslutet har gått honom eller henne emot.

Om beslutet överklagas av annan än sökanden, och överklagandet avser ett av nämnden lämnat tolkningsbesked om huruvida budplikt gäller enligt bestämmelserna i 3 kap. LUA eller besked om huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. samma lag, ska överklagandet ha kommit in till nämnden inom tre veckor från det att beslutet offentliggjordes. Detsamma gäller om beslutet avser undantag från bestämmelserna om budplikt och försvarsåtgärder

2.7 Kommentar

2.7.1 Lagstiftning

När Takeover-direktivet skulle genomföras i svensk rätt krävdes som ovan nämnts förändringar i fråga om formerna för regleringen. Direktivet tillåter visserligen fortsatt självreglering men uppställer krav på att reglerna i så fall är förankrade i offentlig reglering. Att direktivet införlivats i svensk rätt genom en särskild lag om takeover-erbjudanden anser jag är en bra lösning eftersom en sådan reglering uppfyller direktivets krav och har den fördelen att den har tillkommit i enlighet med av riksdagen fastslagna former för normgivning på civilrättens område. Att reglerna i LUA har ett materiellt innehåll som i huvudsak motsvarar NBK:s regler ser jag enbart fördelar med. Genom att man har tagit tillvara på NBK:s regler som under årens lopp fortlöpande har reviderats av en bred krets av praktiskt verksamma experter på området har man bevarat reglernas förankring i näringslivet som under lång tid har byggts upp.

NBK:s regler är som bekant numera upphävda i och med att direktivet har implementerats, men reglerna uppfyllde tillsammans med vissa lagregler i stor utsträckning de krav som

numera fastställs i LUA.³² Trots detta finns det anledning att fundera över möjligheten att använda NBK:s takeoverregler som ett innehållsmässigt stöd för att kontextuellt avgöra lagstiftarens syften med reglerna i LUA. Eftersom reglerna i LUA är uppbyggda på EG-rättslig grund, får reglerna i första hand således tolkas mot bakgrund av EG-rättsliga tolkningsmetoder. Detta innebär i praktiken att vad som kommer att användas kan liknas med en ändamålsinriktad tolkningsmetod. Dessa ändamål bör lämpligen i första hand få extraheras ur dels de svenska förarbetena till LUA, dels vad som går att utläsa om ministerrådets syfte med direktivet. Här kan direktivets preambel ge viss ledning.

Vid en jämförelse visar det sig att den EG-rättsliga³³ och svenske³⁴ lagstiftarens syfte med LUA ligger i linje med de syften med takeover-reglerna som kommer till uttryck i NBK reglernas punkter. Studerar man förarbetena till den svenska lagstiftningen får man bilden av att de på ett nära kontextuellt sätt sammanhänger med takeover-reglerna.³⁵ Således finns det skäl att anföra att man använder takeover-reglerna som ett innehållsmässigt stöd för att kontextuellt avgöra lagstiftarens syften med reglerna i LUA. Med andra ord är det som sägs om reglernas syften och deras faktiska innehåll argument som kan användas vid tolkningen av LUA. Det som har sagts om tolkning bör dessutom ses i ljuset av möjligheten att begära tolkningsbesked från Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden.

2.7.2 Självreglering

Att man har valt att behålla Aktiemarknadsnämnden som ett självreglerande organ anser jag är bra. Nämnden kan fortlöpande ge besked om hur reglerna skall tolkas och tillämpas och det är tydligt att nämndens uttalande i mycket stor utsträckning följs. Att vid en tvist låta tolkningen av takeover-lagens regler ankomma på domstolarna skulle enligt min mening inte vara en lika tillfredsställande lösning eftersom domstolarna inte torde ha samma praktiska och aktuella erfarenhet från näringslivet och aktiemarknaden. Vidare skulle Domstolsförfaranden sannolikt även medföra väsentligt längre handläggningstider än vad som idag är fallet vid en prövning i Aktiemarknadsnämnden. Slutligen torde även risken vara stor för en splittrad praxis om man överlät tolkningen och tillämpning av takeover-lagens regler till landets domstolar, detta eftersom domstolarnas kunskap och kompetens inom området med största sannolikhet skulle vara olika. Aktiemarknadsnämnden är experter på offentliga

³² SOU 2005:58, s. 93.

³³ Jfr takeover-direktivets preambel.

³⁴ Jfr Prop. 2005/06:140 s. 42.

³⁵ Prop. 2005/06:140 s. 41 ff.

uppköpserbudanden därför är det enligt min mening en god lösning att nämnden även fortsättningsvis beslutar i dessa frågor.

2.7.3 Vilket värde skall nämndens avgörande tillmätas?

Aktiemarknadsnämndens avgöranden har i praktiken en konstitutiv verkan för hur rättsfrågor rörande takeover-reglerna skall avgöras. Detta beror sannolikt dels på att aktörerna på aktiemarknaden respekterar nämndens avgöranden, dels på nämndens sammansättning med erfarna jurister, vilket resulterar i att nämndens avgöranden kan uppfattas som en god uttolkning av gällande rätt på området. Det finns därför anledning att betrakta nämndens avgöranden som auktoritativa uttorkningar för vad som är gällande rätt i fråga om takeover-erbjudanden. En fortsatt diskussion om Aktiemarknadsnämndens uttalanden beträffande undantag från den lagstadgade budplikten kommer i uppsatsens fjärde kapitel.

3 Offentliga uppköpserbudanden

3.1 Uppköpserbudanden i Sverige

Sedan länge är offentliga uppköpserbudanden vanligt förekommande inom svenskt näringsliv. Under perioden 1990-2004 lämnades 358 offentliga erbjudanden avseende svenska bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen, NGM eller Aktietorget. Av dessa erbjudanden resulterade nästan 300 i överlåtelse av de aktuella bolagen. Detta innebär i genomsnitt att närmare 20 aktiemarknadsbolag förvärvades varje år genom ett uppköpserbudande.³⁶ Under perioden misslyckades sammanlagt 65 uppköpserbudanden. Skälen till att dessa uppköp inte genomfördes varierar, men en vanlig orsak var att ett mer förmånligt erbjudande presenterades av en konkurrerande budgivare. Andra orsaker var att starka minoritetsaktieägare i målbolaget inte accepterade det erbjudna priset, att kursen på budgivarens aktier (exempelvis s.k. utbyteserbjudande) utvecklades på ett oförmånligt sätt under erbjudande perioden och att konkurrensmyndigheters beslut ändrade affärens förutsättningar. I stort sett samtliga uppköpserbudanden under perioden var frivilligt framlagda, förutom ett tiotal fall där erbjudandet uttryckligen var föranlett av reglerna kring budplikt.³⁷ Utvecklingen från 2004 fram tills idag visar att antalet offentliga uppköp stadigt ökar och många gånger är transaktionerna gränsöverskridande. Bara under 2008 ställde sig organisationen Aktiespararna sig positiva till 26 offentliga uppköpserbudanden.

Beträffande reglerna om offentliga uppköpserbudanden är utgångspunkten att en budgivare lämnar ett offentligt erbjudande, (ett bud) om att förvärva aktierna i ett aktiebolag (målbolaget). Erbjudandet riktar sig följaktligen till målbolagets aktieägare och för att reglerna skall bli tillämpliga skall målbolaget vara noterat på en reglerad marknad. Utgångspunkten finns i den kortfattade legaldefinitionen av ett takeover-erbjudande, vilken återfinns i 1 kap 2 § LUA. Av lagregeln följer att ett takeover-erbjudande är ”ett offentligt erbjudande” riktat ”till innehavare av aktier” om att vederbörande skall ”överlåta samtliga eller en del av dessa aktier”. Regeln ges ytterligare innehåll av övriga regler i LUA och den skall läsas i ljuset av takeover-direktivet samt mot bakgrund av takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens uttalanden.³⁸

³⁶ Prop. 2005/06:140 s. 36.

³⁷ Prop. 2005/06:140 s. 36.

³⁸ Stattin, s. 35.

3.2 Budplikt

Som ovan nämnts har Takeoverdirektivet medfört att det i EU:s medlemsstater måste finnas regler om budplikt, se artikel 5.1. De allra flesta uppköpserbjudanden läggs fram frivilligt, det vill säga utan att budgivaren är tvingad att lämna ett erbjudande. Direktivet innebär dock att det i medlemsstaterna också måste finnas regler som ålägger den som genom förvärv av aktier har uppnått en sådan andel av röstetalet i ett bolag att förvärvaren får kontroll över bolaget, att lämna ett erbjudande av uppköp av resterande aktier i bolaget, s.k. budplikt.³⁹

Budplikt innebär således kortfattat att den som har förvärvat en viss andel aktier i ett bolag så att kontroll över bolaget uppnås, är skyldig att lämna ett uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget till övriga aktieägare. Detta är den klara och tydliga huvudregel som återfinns i direktivet samt i 3 kap. 1 § LUA. Ett obligatoriskt offentligt uppköpserbjudande uppstår således när en förvärvare kommit upp i en större andel av röstetalet i ett aktiemarknadsbolag.⁴⁰ Förvärvaren har då som huvudregel en skyldighet att så snart som möjligt rikta samma erbjudande till alla andra innehavare av dessa värdepapper, erbjudandet skall omfatta hela deras innehav till ett skäligt pris. Från denna huvudregel om budplikt finns det ett dispensförfarande, möjligheten till att få dispens kommer att diskuteras närmare i nästkommande kapitel.

3.3 Budgivare

Enligt artikel 2 i takeover-direktivet kan en budgivare vara varje fysisk eller juridisk person enligt offentligrättslig eller privaträttslig lagstiftning som lämnar ett erbjudande. I 2 kap 1 § LUA stadgas att budgivaren, för att få lämna ett offentligt uppköpserbjudande, måste åta sig att följa de regler och underkasta sig de sanktioner som gäller för offentliga uppköpserbjudanden på den marknadsplats där aktierna är noterade. Det finns således en skyldighet för budgivaren att ingå ett kontrakt med marknadsplatsen innan ett erbjudande lämnas. Bestämmelsen innebär att lagstiftaren lämnar en stor del av regelbildningen till värdepappersmarknadens självreglering.

³⁹ Prop. 2005/06:140 s. 57.

⁴⁰ Ferrarini, m.fl., Reforming company and takeover law in Europe, s 34.

3.3.1 Förutsättningar för att budplikt skall uppkomma

Enligt huvudregeln i 3 kap. 1 § 1 st. LUA, aktualiseras budplikt om någon som inte har aktier som representerar tre tiondelar av samtliga röster i bolaget förvärvar aktier som gör att han eller hon, i förekommande fall tillsammans med närstående, får minst tre tiondelar av rösterna. Om budplikt då aktualiseras skall den budpliktige inom fyra veckor lämna ett offentligt uppköpserbjudande som gäller samtliga aktier i bolaget.⁴¹

Det är först när förvärvet är definitivt som budplikt inträder, vilket ligger i linje med budpliktsregelns syfte. Detta innebär att om förvärvet skett genom ett köp som är förenat med vissa villkor, exempelvis tillstånd från en konkurrensmyndighet, måste dessa villkor vara uppfyllda och förvärvaren kunna utöva rösträtt för aktierna i fråga för att budplikt skall utlösas.⁴² Ett förvärv som sker genom teckning av aktier innebär följaktligen att det är först när emissionen är registrerad som budplikten inträder.

Det är således när någon förvärvar aktier som regeln om budplikt utlöses. Med förvärv avses alla typer av fång som den budpliktige gör. Det kan således handla om köp, men också om exempelvis teckning eller konvertering, eller familjerättsliga fång.⁴³ Hur många aktier som förvärvas har inte någon betydelse, avgörande är istället om det totala innehavet efter förvärvet uppgår till den nämnda nivån.⁴⁴ Vid beräkning av huruvida ett visst innehav utlöser budplikt skall endast aktier beaktas, detta medför man bortser ifrån optionsrätter eller konvertibler som finns utgivna av bolaget. Dock kan utnyttjandet av konvertibler eller en optionsrätt medföra att innehavaren uppnår en röstandel på tre tiondelar eller mer, vilket resulterar i att budplikten utlöses. Vid beräkning av det sammanlagda antalet röster i ett bolag räknas de aktier in som bolaget själv innehar. Bolagets förvärv av egna aktier har därför inte någon påverkan på hur många aktier en förvärvare kan köpa utan att budplikten utlöses.⁴⁵

Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2006:58 uttalat att budplikt inte uppkommer om en aktieägare till följd av åtgärder från bolagets sida, passerar gränsen för budplikt, som exempel kan inlösen av aktier nämnas. Enligt 3 kap. 2 § punkt 1 LUA, inträder emellertid budplikt i vissa situationer där aktieinnehavet ökar till följd av åtgärder från bolagets eller någon annan aktieägares sida. Här kan exempelvis nämnas den situation då en aktieägares aktie omvandlas

⁴¹ Stattin, Take-over, s 88.

⁴² Prop. 2005/06:140 s 101, se även AMN 1999:7 samt AMN 1999:19.

⁴³ Närståendes fång är ej inbegripet.

⁴⁴ Prop. 2005/06:140 s 101.

⁴⁵ Prop. 2005/06:140 s 101.

till aktier med lägre röstvärde.⁴⁶ Om omvandlingen medför att en aktieägare överskrider budpliktsgränsen uppkommer dock budplikt först då denna förvärvar ytterligare aktier.⁴⁷

För att kunna avgöra om en budpliktssituation är för handen skall enligt 3 kap. 1 § 1 st. 1 p. LUA, den som förvärvar aktier på så sätt att det totala aktieinnehavet har ett röstvärde uppgående till eller överstigande 30 procent omedelbart offentliggöra aktieinnehavets storlek.⁴⁸ I takeover-direktivets artikel 5.2 och 3 kap 3 § LUA slås fast att budplikt inte inträder när ovanstående gräns har uppnåtts efter ett frivilligt erbjudande, det vill säga genom ett ordinärt offentligt uppköpserbjudande, som riktats till alla värdepappersinnehavare och som avsett hela deras innehav. I sådana fall anses minoritetsägarna redan ha givits en möjlighet att ta ställning till ifall de vill sälja sina aktier eller inte och på så sätt redan erhållit ett tillfredsställande skydd.⁴⁹

3.3.2 Budpliktsreglernas målgrupp

Vem är det då som träffas av budplikten och därigenom blir pliktig att lämna ett bud? Utgångspunkten är självklart det enkla fallet att budpliktig blir den som förvärvar aktier så att det med ägarandelen följer ett röstetal som uppgår eller överstiger 30 procent av rösterna på bolagsstämman. I andra fall, exempelvis när någon har ingått ett avtal som påverkar bolaget med aktieägare eller någon som är närstående till någon som primärt skulle kunna vara budpliktig, är det svårare att förutse budplikt.⁵⁰

Det finns ett särskilt problem när det gäller budplikt och det är när det är omöjligt för den budpliktige att lägga ett bud. Sådan omöjlighet kan exempelvis bero på att den budpliktige inte har ekonomiska resurser för ett bud, att ett bud förbjuds av myndigheter på grund av konkurrensskäl eller andra skäl. I LUA görs inga undantag från budplikt vid omöjlighet. Utgångspunkten bör sannolikt därför vara den att budplikt föreligger även om det i praktiken skulle vara en omöjlighet för den budpliktige att lägga ett bud på resterande aktier i bolaget.

I doktrin har fallet där den budpliktige inte har ekonomiska möjligheter att lägga ett bud kortfattat behandlats. Då har hänvisats till den möjlighet för en ägare att komma ifrån budplikt genom att ägandet minskas inom fyra veckor så att rösteandelen understiger tre tiondelar som följer av 3 kap. 6 § LUA.⁵¹ Om det visar sig vara omöjligt att få till stånd en avyttring av

⁴⁶ Se AMN 2000:14 samt 2006:15

⁴⁷ Prop. 2005/06:140 s 102.

⁴⁸ Stattin, Take-over, s 91.

⁴⁹ Prop. 2005/06:140 s 103.

⁵⁰ Stattin, Take-over, s 92.

⁵¹ Nyström, Ohlsson & Skog, Nya takeover-regler s 45 f.

tillräckligt antal aktier inom fyra veckor bör dispens kunna sökas enligt 7 kap 5 § 1 st. LUA. Ett dispensbeslut torde då innehålla villkor innebärande att ägandet skall minskas under den gräns då budplikt inträder, men att en längre tid för minskningen tillåts.⁵²

LUA innehåller inte några uttryckliga bestämmelser om vad som gäller för de fall då det finns flera budpliktiga, exempelvis när fler än en aktör har mer än 30 procent av aktierna i ett bolag. Såsom lagtexten är utformad torde i sådana fall budplikt uppkomma för dem alla, här torde det dock finnas utrymme för dispens eftersom ändamålen med budplikten inte kräver att någon av dem köper ut de andra.⁵³

3.3.3 Budplikt på grund av koncernförhållanden

Ett viktigt fall av budplikt på grund av ägande genom närstående är budplikt som uppkommer då företag som ingår i samma koncern tillsammans uppnår ett ägande som motsvarar 30 procent eller mer. Enligt 3 kap. 2 § 1 st. 2 punkten LUA uppkommer koncernrelaterad budplikt om ett koncernförhållande etableras och de i koncernen ingående bolagen därigenom uppnår ett tillräckligt stort innehav. Här krävs det inte något ytterligare förvärv av aktier, utan det räcker med att det genom koncernförhållandet, uppstår ett tillräckligt stort ägande genom de aktieinnehav som bolagen redan har. Om budplikten uppkommer i ett koncernförhållande skall budplikten fullgöras av moderbolaget enligt 2 § 2 st. LUA. Med koncern avses i detta sammanhang en sådan företagsgrupp som avses i 1 kap. 11-12 §§ ABL och 1 kap. 9 § försäkringsrörelselagen.

Även genom ett så kallat indirekt kontrollägarskifte kan budplikt uppkomma, en förutsättning för detta är att ett koncernförhållande uppkommer då kontrollägarskiftet uppkommer. Detta kan ske om någon som innehar aktier i ett bolag förvärvar ett annat bolag som redan har aktier i bolaget och förvärvaren och det tidigare kontrollerande bolaget tillsammans uppnår tre tiondelar av rösterna på bolagsstämman.⁵⁴

3.3.4 Budplikt på grund av avtal eller samarbete

Det finns ytterligare två närståendesituationer då budplikt kan uppkomma. Det är när en förvärvare har ett avtal tillsammans med någon annan vilket syftar till att uppnå bestämmande inflytande över bolagets ledning genom att man samordnar utövandet av rösträtten. Ett

⁵² Stattin, Take-over, s 93.

⁵³ Stattin, Take-over, s 93.

⁵⁴ Nyström, Ohlsson & Skog, Nya takeover-regler s 45.

exempel på detta är att förvärvaren ingår i ett aktieägaravtal med någon som redan har aktier i bolaget. Nästa situation kan vara den när en person samarbetar med någon annan i syfte att uppnå kontroll över bolaget.⁵⁵

3.3.5 Familjeförhållanden som grund för budplikt

Slutligen kan även budplikt uppkomma i familjeförhållanden, om en förvärvare tillsammans med make, sambo eller barn till förvärvaren, förvärvar aktier som motsvarar tre tiondelar av rösterna på bolagsstämman. Värt att nämna i detta sammanhang är att kontrollskiften inom en familj inte tycks utlösa budplikt. I Aktiemarknadsnämndens avgörande AMN 2004:1 medgavs dispens från budpliktsregeln vid ökad ägarandel från en till 46 procent genom gåva till en myndig son.

Budplikt uppkommer inte heller om ett barn innehar aktier i ett bolag och förälder eller annan vårdnadshavare till barnet förvärvar aktier i bolaget. Detta innebär att om den som har vårdnad om ett barn först låter barnet förvärva aktier som har ett röstvärde understigande tre tiondelar och sedan själv förvärvar ytterligare aktier, uppkommer ingen budplikt.

3.3.6 Budpliktens upphörande

Enligt 3 kap. 6 § LUA har den som uppnått gränsen för budplikt möjlighet att undkomma budplikt genom att inom fyra veckor från förvärvet avyttra den del av sina aktier som överstiger 30 procent av röstetalet i bolaget. Om någon närstående till aktieägaren avyttrar aktier når innehavet därmed inte heller upp till budpliktsgränsen. Enligt lagens förarbeten anses även det fall att ett närståendeförhållande upplöses, exempelvis genom att ett moderbolag säljer sina aktier i dotterföretaget så att ett koncernförhållande inte längre föreligger, omfattas av reglerna.⁵⁶

Vidare kan den som är budpliktsskyldig begära tvångsinlösen av resterande aktier inom denna tid enligt 22 kap ABL, eller 14 a kap. försäkringsrörelselagen (1982:713), vilket även innebär att budplikten bortfaller. Om begäran om inlösen av någon anledning skulle återkallas, avvisas eller ogillas blir budplikten gällande. Regeln har till avsikt att förhindra kringgående av budpliktsreglerna.⁵⁷ Slutligen kan nämnas att budplikt inte gäller om kontrollaktieägaren, någon annan eller bolaget inom fyra veckor vidtar någon annan åtgärd som innebär att aktieinnehavet inte längre representerar 30 procent av röstetalet för samtliga

⁵⁵ Stattin, Take-over, s 94 f.

⁵⁶ Prop. 2005/06:140, s. 106.

⁵⁷ Prop. 2005/06:140, s. 106.

aktier i bolaget. Om kontrollägaren på något av ovan nämnda sätt undkommer budplikt skall detta omedelbart offentliggöras enligt 3 kap 6 § 3 stycket LUA. Enligt 7 kap 4 § kan AMN lämna förhandsbesked om huruvida budplikt föreligger eller inte, efter ansökan från den som har berättigat intresse i saken.

3.3.7 Budpliktens motiv och konsekvenser

Aktiebolagslagen (2005:551) bygger på den så kallade majoritetsprincipen vilken innebär att det är den eller de ägare som kontrollerar flest röster på ett bolags bolagsstämma som bestämmer i de beslut som fattas där. Principen motiveras av att ett bolag skall ges en beslutskraftig och effektiv förvaltning.⁵⁸ Karaktäristiskt för den svenska aktiemarknaden är ett starkt koncentrerat ägande, därför är förhållandet mellan majoritets- och minoritetsaktieägare en viktig fråga inom den svenska bolagsrätten.⁵⁹ Vanligt är även så kallade majoritetskonstellationer, vilket innebär att stora aktieägare går ihop och kan fatta beslut som i vissa fall inte är i bolagets intresse som därmed kan skada övriga aktieägare, det vill säga minoriteten. Traditionellt sett anses aktiebolagsrätten innefatta dels en kontrollrätt, dels en avkastningsrätt för aktieägare.⁶⁰ Vid vinstutdelning kan emellertid bolagsstämman, i praktiken majoriteten, fatta beslut om att inte ge någon vinstutdelning med legitimt syfte eller helt enkelt för att svälta ut minoriteten. Om det därutöver förekommer en hembudklausul i bolagsordningen kan det bli ännu mer problematiskt. Minoriteten kan då hamna i en situation där de inte tjänar på sina aktier och där syftet med utsvältningsförsöken från majoritetens sida kan komma och uppfyllas, det vill säga att minoriteten mer eller mindre tvingas att sälja sina aktier till majoriteten till ett pris som passar majoritetsaktieägarna.⁶¹ För att förhindra detta finns det bestämmelser som syftar till att skydda aktieägarminoriteten. Exempel på sådana regler inom aktiebolagsrätten är likhetsprincipen/likabehandlingsprincipen, generalklausuler, insynsregler och klandertalan.⁶²

Även motiven bakom införandet av budplikt är att skydda minoritetsaktieägarna i ett målbolag, se artikel 5.1 i Takeoverdirektivet. Ett kontrollövertagande av ett bolag kan medföra att bolagets inriktning ändras på ett sätt som övriga aktieägare inte önskar.⁶³ I motsats till förvärvaren, kan minoriteten inte påverka de beslut som tas i bolaget. Till följd av

⁵⁸ Bergström & Samuelsson, Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner, s. 56.

⁵⁹ Bergström & Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, s. 143.

⁶⁰ Bergström & Samuelsson, Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner, s. 56.

⁶¹ Skog, Rodhes Aktiebolagsrätt, s 249.

⁶² Sandström, Svensk aktiebolagsrätt, s 194 f.

⁶³ Kågerman, Värdepappersmarknadens regelsystem, Lagreglering, självreglering och etik, s. 56.

budplikten ges övriga aktieägare en möjlighet att lämna bolaget, *the exit strategy*, genom att överlåta sina aktier till förvärvaren till skäligt pris.⁶⁴

Utifrån en aktiesäljares synpunkt kan emellertid budplikt medföra att ett kontrollblock av aktier i ett bolag blir svårt att sälja. Dessutom torde ett uppköp sannolikt endast genomföras om förvärvaren tror att kontrollövertagandet är värt det för aktierna betalade priset. En försäljning av aktierna kommer dock endast att ske om förvärvaren är villig att betala mer än vad säljaren anser att aktierna är värda. Under sådana förhållanden måste förvärvaren anta att dennes kontrollövertagande kan medföra mer värde än tidigare ägarförhållanden.⁶⁵ Om säljaren inte finner en köpare som är villig att lägga ett bud på samtliga aktier kan kontrollblocket förhindra säljaren att sälja. Detta faktum bidrar till att större innehav av aktier blir mindre likvida och kan behöva delas upp i ett antal mindre poster. I längden kan detta medföra att stora kontrollblock av aktier successivt försvinner och med dem den viktiga övervakningsfunktionen över bolagets styrelse och övrig ledning. Budplikten kan med andra ord leda till att makten över ett bolag överförs från aktieägarna till en bolagsledning utan eget aktieinnehav. En sådan förändring av maktbalansen i ett bolag riskerar i sin tur att minska skyddet för aktieägarnas intressen eftersom makten hamnar hos styrelsen och ledningen vilka inte bär någon direkt kostnad av att ägarintresset åsidosätts.⁶⁶

3.4 Erbjudandehandling

Ett offentligt uppköpserbudande till målbolagets aktieägare skall lämnas i form av en erbjudandehandling som budgivaren åläggs att upprätta, den skall därefter godkännas av Fi, se 2 kap 3 § LUA. I LHF finns bestämmelser om innehållet i en erbjudandehandling. Lagen innehåller även regler om Finansinspektionens handläggning och om budgivarens skyldighet att offentliggöra erbjudandehandlingen. Beträffande erjudanden till följd av budplikt skall innehavaren omedelbart offentliggöra hur stort hans eller hennes innehav i bolaget är när denne uppnått gränsen för budplikt. Budgivaren har därefter fyra veckor på sig att lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende resterande aktier i målbolaget.⁶⁷

⁶⁴ Kraakman, m.fl., *The Anatomy of Corporate Law*, s. 178.

⁶⁵ Hansen, *The Mandatory Bid Rule – The Rise to Prominence of a Misconception*, s. 175.

⁶⁶ Bergström & Rydqvist, *Marknaden för företagskontroll*, s. 112.

⁶⁷ 3 kap 1 § p 1 och 2 LUA.

3.5 Vederlag och skäligt pris

I Takeoverdirektivets artikel 5.5 stadgas att en budgivare har möjlighet att erbjuda vederlag i form av värdepapper, så kallat utbyteserbjudande, även kontanter eller en kombination av dessa kan erbjudas som vederlag. Om vederlaget inte består av likvida värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad, skall vederlaget emellertid alltid innehålla ett kontantalternativ.⁶⁸

Det pris som aktieägarna blir erbjudna i ett offentligt uppköpserbjudande till följd av budplikt skall innehålla ett skäligt pris. Detta innebär enligt Takeoverdirektivets artikel 5.4, det högsta pris som budgivaren eller personer i samförstånd med denne har betalat för samma värdepapper under en viss period. Denna period skall fastställas av medlemsstaterna. Enligt förarbetena till LUA skall frågan om skäligt pris vid en budpliktssituation, till skillnad från frågan om budpliktens uppkomst, inte regleras genom lagstiftning utan genom näringslivets självreglering.⁶⁹

3.6 Övervakning, sanktion och överklagan

Bestämmelser om Fi:s tillsyn finns i 7 kap. LUA. Fi övervakar bland annat att bestämmelserna i 2-5 kap. efterföljs. Enligt 7 kap. 6 § LUA kan Fi efter regeringens bemyndigande överlåta vissa förvaltningsuppgifter till ett privaträttsligt organ. Som nämnts ovan har Fi således delegerat de uppgifter som kan delegeras i 7 kap. 10 § LUA till Aktiemarknadsnämnden.⁷⁰

Enligt 7 kap. LUA har Fi befogenhet att ta beslut om förelägganden att göra rättelse i olika avseenden. Första stycket ger Fi möjlighet att förelägga den som inte uppfyller sin budplikt enligt lagens bestämmelser, att minska sitt aktieinnehav så att budplikten upphör. Ett föreläggande enligt paragrafen får enligt fjärde stycket förenas med vite. Vitet skall bestämmas så att innehavaren kan förväntas fullgöra sina åligganden. Om så inte sker, har Fi möjlighet att utfärda ett nytt föreläggande med ett högra vite.⁷¹

Fi har, enligt 7 kap. 7 § LUA, möjlighet att besluta att en budgivare som inte åtar sig att följa marknadsplatsens regelverk eller inte fullgör sin budplikt, skall mista sin rätt att vid en bolagsstämma företräda de aktier som han eller hon innehar, eller som denne senare förvärvar i målbolaget. Om särskilda skäl finns, till exempel att maktförhållandena skulle förändras i en

⁶⁸ Prop. 2005/06:140, s. 57.

⁶⁹ Prop. 2005/06:140, s. 60.

⁷⁰ Se Finansinspektionens föreskrift FFFS 2006:4.

⁷¹ Prop. 2005/06:140, s. 119.

sådan omfattning att andra aktieägares rätt blir lidande får Fi begära att tingsrätten förordnar en lämplig person att företräda aktierna. Ett sådant förordnande kan vara att bolaget av rättsliga eller ekonomiska orsaker skyndsamt måste fatta ett för bolaget viktigt beslut. I ett fall som detta skulle det kunna leda till orimliga konsekvenser om beslutet skulle kunna fattas av en aktieägare eller en grupp av aktieägare som under normala förhållanden befinner sig i minoritet i bolaget.⁷²

I 8 kap. 1 § LUA finns regler om hur beslut av sådana organ som avses i 7 kap. 10 §, till exempel AMN, överklagas hos FI. En överklagan skall vara skriftlig och får göras av den som beslutet angår eller om det har gått honom eller henne emot. I vilken utsträckning någon annan än sökanden kan överklaga organets beslut får bedömas från fall till fall. Överklaganderätt för annan än sökanden kan enligt förarbetena främst bli aktuellt när det gäller frågor om budplikt och försvarsåtgärder. Ett negativt förhandsbesked eller en avslagen dispensansökan torde normalt inte kunna angripas av annan än sökanden.⁷³ Beslut av FI överklagas i sin tur hos allmän förvaltningsdomstol.

3.7 Kommentar

I detta kapitel har de viktiga reglerna om budplikt behandlats. Det har framhållits att budplikt enligt huvudregeln uppkommer då någon, i vissa fall tillsammans med närstående förvärvat aktier i ett noterat bolag så att röstetalet i och med förvärvet överstiger tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier.

3.7.1 Gränsen för kontrollerande andel

I överensstämmelse med direktivets krav finns i de svenska uppköpsreglerna också regler om budplikt, vilkas syfte är att bereda övriga aktieägare en möjlighet att på visst sätt lämna bolaget i samband med ett kontrollägarskifte. Baserat på empiriska undersökningar av bolagsstämmodeltagande i de svenska aktiemarknadsbolagen fastställdes budpliktsgränsen ursprungligen till 40 procent av röstetalet för samtliga aktier i målbolaget. Med hänvisning bl.a. till förhållanden i andra länder sänktes gränsen 2003 till 30 procent.

Att den svenske lagstiftaren har valt att sätta gränsen för budplikt redan vid 30 procent av samtliga aktiers totala röstandel anser jag vara en logisk följd av att man har haft för avsikt att behålla samma gräns som tidigare fanns i NBK:s regelverk. Visserligen står det

⁷² Prop. 2005/06:140, s. 119-120.

⁷³ Prop. 2005/06:140, s. 125.

medlemsstaterna fritt att välja vilken gräns för budplikt som man vill ha och för svenskt vidkommande hade en möjlighet varit att man istället hade satt gränsen för skyldighet att lämna ett bud avseende resterande aktier i bolaget på över 40 eller 50 procent av röstandelarna. En gräns på 40 procent skulle kunna motiveras av de undersökningar som finns beträffande deltagande på bolagsstämma, vidare skulle en gräns på 50 procent kan motiveras av att det är först vid ett aktieinnehav på över 50 procent som en ägare får en faktisk kontroll och fatta beslut med enkel majoritet på en bolagsstämma. Genom att gränsen för budplikt är satt till 30 procent har Sverige samma budpliktsgräns som gäller i bl.a. Storbritannien, Tyskland och Frankrike.

Eftersom budplikten inträder redan vid ett 30 procentligt innehav kan budplikten många gånger uppfattas som betungande och föga ändamålsenlig vid olika typer av ägarförändringar, till viss del kan jag instämma i detta. Från vissa håll har gränsen vid 30 procent ansetts vara alltför sträng mot den som blir skyldig att lämna ett bud⁷⁴, det är dock viktigt att ha i åtanke att budpliktsregelns syfte att skydda minoritetsaktieägare och det syftet uppfylls enligt min mening bättre vid den gräns som vi idag har. Reglerna i den svenska takeover-lagen bygger som bekant på ett EG-direktiv, visserligen anges ingen bestämd gräns i direktivet för när budplikt skall inträda men eftersom det inte är ovanligt att offentliga uppköpserbjudanden är gränsöverskridande ser jag bara fördelar med att Sverige har valt en budpliktsgräns som ligger på samma nivå som gäller i många andra medlemsländer. Eftersom denna gräns har ett brett stöd bland marknadens aktörer, samt att gränsen ligger i linje med vad som gäller i flera andra länder anser jag att gränsen skall förbli 30 procent. På så sätt skapas en mer rättssäker värdepappersmarknad.

Att budplikt kan anses vara betungande ur en kontrollägares perspektiv torde inte förvåna någon med tanke på de kostnader och resurser som är förknippade med ett offentligt uppköp. Många gånger behöver förvärvaren lägga ner stora resurser på bland annat kontakt med myndigheter, offentliggörande av förvärv, upprättande av erbjudandehandling samt eventuellt förvärv av de aktier vars ägare accepterar erbjudandet osv. Att närstående- och koncernförhållande skall beaktas gör visserligen inte bördan enklare för den som avser att förvärva stora aktieposter i ett målbolag, jag anser likväl att det är positivt att närstående- och koncernförhållande innefattas vid beräkning av ett kontrollerande innehav.

Koncernförhållande var något som uppmärksammades under hösten 2008 då den tyska biltillverkaren Porsche förvärvade en stor andel aktier i tyska Volkswagen, vilka i sin tur äger

⁷⁴ Se t.ex. artikeln ”Inför budplikt vid 50 och 67 procent” publicerad i Dagens Industri 2008-03-06.

aktier i den svenska lastbilstillverkaren Scania. Volkswagen hade tidigare fått dispens från budplikt när de förvärvade aktier i Scania, men genom ett eventuellt koncernförhållande mellan Porsche och Volkswagen kunde budplikten återigen aktualiseras, den här gången för Porsche.⁷⁵ I detta fall uppkom aldrig någon budplikt genom koncernförhållandet, men regeln är ändå ofta tillämplig för de fall då bolag köper upp aktier i målbolag som tillhör en koncern. Reglerna om närstående- och koncernförhållande innebär att det blir svårare att kringgå reglerna om budplikt, vilket skyddar minoritetsaktieägare från att missgynnas av majoritetsägaren. Enligt min mening är det av stor vikt att budpliktsreglerna inte kan kringgås eftersom de syftar till att skydda minoritetsaktieägarna, därför är det bra att LUA reglerar närstående- och koncernförhållande.

3.7.2 Budpliktens principer och konsekvenser

Ett flertal av de svenska noterade aktiebolagen har en eller flera stora ägare med en dominerande ställning i bolaget. Med ABL öppnas en möjlighet för de ägare som innehar mer än 50 procent av rösteandelarna i bolaget, att på egen hand utse bolagets styrelse, vilken i sin tur har till uppgift att utse bolagets verkställande direktör. I praktiken innebär detta att det i många bolag finns en grupp majoritetsägare som har ett dominerande och långtgående inflytande över bolagets ledning och därmed även dess förvaltning. Därmed blir olika typer av minoritetsskydd centrala, däribland budplikten.

Det verkar föreligga en presumtion i svensk aktiebolagsrätt för att flertalet av de kontrollövertaganden som genomförs har en negativ effekt för minoritetsaktieägare, och att de därför behöver ett lagstadgat skydd vid ett uppköp. Genom budplikten anses minoriteten vara skyddad från själva kontrollövertagandet eftersom de genom att sälja sina aktier ges en möjlighet att lämna bolaget. Enligt min mening tyder detta på att lagstiftaren många gånger ser en förändring i kontrollen över ett bolag som något skadligt för minoriteten. Någon konkret skada krävs dock inte utan denna består i det rena övertagandet av kontrollen. Enligt min mening är risken för att minoriteten hamnar i en situation som varit svår att förutse, att deras aktier sjunker i värde, blir mer svårsålda samt att de i vissa fall har gjort sina investeringar baserade på förtroendet för den tidigare kontrollägaren som gör att ett kontrollövertagande kan anses vara skadligt. Trots att en minoritetsaktieägare inte har något inflytande över hur bolaget styrs kan dock ett uppköp vara det enda sättet att få en effektiv ledning att ta över. Ett uppköp kan därmed även gynna minoriteten och göra deras aktier mer

⁷⁵ Se artiklar publicerade i Dagens industri, 2008-10-28.

värda och efterfrågade på aktiemarknaden. Ett kontrollövertagande behöver därför, som jag ser det, inte alltid presumeras att vara till nackdel för minoritetsaktieägarna.

Budplikten medför att en köpare är förhindrad att förvärva mer än 30 procent av röstandelarna i ett bolag om denne inte är villig att lägga ett bud på återstående aktier. En följd av budplikten är därmed att en förvärvare är förhindrad att successivt köpa små aktieposter från enskilda aktieägare och på det viset nå upp till det antalet aktier som denne önskar inneha om innehavet överskrider 30 procent av röstandelarna. I viss mån skulle man kunna säga att budplikten tar bort anonymiteten i handeln på värdepappersmarknaden, samtidigt som mindre aktieägare många gånger blir uppmärksammade på ägarförändringar i bolaget. Därmed finns risken för att det skapas ett minskat incitament för en potentiell förvärvare att genomföra ett uppköp. De ökade kostnader som budplikten medför kommer troligtvis i vissa fall att påverka förvärvarens beslut, då denne skall kunna finansiera både köpet av resterande aktier och samt de övriga kostnader som är förenade med att genomföra ett offentligt uppköpserbjudande. Genom budplikten tvingas förvärvaren att köpa samtliga aktier, vilket de facto egentligen inte hade behövts för att uppnå kontroll över bolaget. Detta skulle kunna anses medföra ett bortkastande av förvärvarens resurser och kan därmed bidra till att vissa förvärvare avstår från att genomföra ett kontrollövertagande. Min uppfattning är därför att det finns en risk för att de ökade kostnaderna kan komma att medföra en minskning av potentiella köpare, vilket skulle kunna leda till en reduktion av antalet omstruktureringar på aktiemarknaden. Detta kan i sin tur leda till en minskning av antalet kontrollaktieägare och en ökning av antalet spritt ägda bolag. Ovan nämnda konsekvenser tyder enligt min mening på att det behövs en möjlighet att få dispens från budplikten och att lämnade erbjudanden kan behöva återkallas exempelvis när det saknas finansiering och intresse för erbjudandet från övriga stora aktieägare i bolaget.

En kontrollägare kan, som ovan framkommit, undkomma den obligatoriska budplikten på två olika sätt. Först och främst kan budplikt undvikas genom att budgivaren själv, eller hans närstående, inom en viss tidsperiod minskar sitt innehav av aktier i målbolaget. Vidare kan en budgivare under vissa särskilda omständigheter erhålla dispens från budplikt. I nästkommande kapitel skall jag redogöra för de olika händelser som kan medföra att dispens från budplikt beviljas, i kapitlet görs även en genomgång av ett flertal fall där ansökan om dispens från budplikt har varit uppe till prövning i Aktiemarknadsnämnden.

4 Dispens från budplikt – Aktiemarknadsnämndens praxis

4.1 Särskilda skäl

Dispensärenden avseende budplikt skall enligt förarbetena till 7 kap. 5 § 1 st. LUA prövas med utgångspunkt i syftet med budpliktsreglerna.⁷⁶ Det innebär att Finansinspektionen eller Aktiemarknadsnämnden skall ta hänsyn till om det finns omständigheter i det enskilda fallet som kan tala mot budplikt, Det kan exempelvis röra sig om att inget reellt kontrollägarskifte har skett (på grund av att det rör sig om till exempel om koncerninterna omstruktureringar eller generationsskiften) eller om ägandet övergått tre tiondelar utan att aktieägaren själv agerat för att förvärva aktier, till exempel vid familjerättsliga förvärv. I specialmotiveringen heter det närmare bestämt:

”Skäl för dispens torde normalt föreligga när innehavet uppkommit genom ett förvärv vartill aktieägaren ifråga inte har medverkat aktivt, t.ex. arv eller gåva. Ett annat skäl som bör kunna motivera dispens från budplikt är att innehavet har uppkommit till följd av att en aktieägare utnyttjat sin företrädesrätt att teckna aktier i en nyemission. Ytterligare ett skäl är att innehavet uppkommit till följd av en emission av aktier som antingen utgör vederlag vid köp av bolag eller annan egendom eller är ett erforderligt led i rekonstruktionen av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter. Finansinspektionen eller, i förekommande fall, det organ som inspektionen har delegerat sin beslutanderätt till (se 10 §) har att genom en helhetsbedömning pröva om en dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse kan anses väga tyngre än den möjlighet för aktieägare att lämna bolaget som budplikten innebär. Vid en sådan prövning kan bl.a. beaktas i vilken utsträckning emissionen stöds eller vid en bolagsstämma förutsätter stöd av aktieägarna.

Ytterligare ett skäl att bevilja dispens kan vara att det i bolagsordningen finns bestämmelser som begränsar det antal röster som varje aktieägare kan avge på en bolagsstämma. Om en sådan bestämmelse innebär att en aktieägare, oavsett storleken på sitt aktieinnehav, inte kan utöva rösträtt för aktie representerande tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, kan detta motivera dispens från budplikten.”⁷⁷

⁷⁶ Prop. 2005/06:140 s. 117.

⁷⁷ Prop. 2005/06:140 s. 117.

Dispens skall också kunna beviljas om bolagsrättsliga regler innebär att inte de röster som aktieägaren faktiskt förfogar över kan användas. Vad som här avses är de – i och för sig ovanliga – bolagsordningsbestämmelser med regler om att ingen aktieägare får rösta för mer än ett visst antal av de aktierna som är företrädda på bolagsstämman.⁷⁸ Det är däremot tveksamt om till exempel aktieägaravtal med motsvarande bestämmelser skulle få samma verkan eftersom ett aktieägaravtal inte juridiskt är tvingande för beslutsfattandet på bolagsstämman, aktieägaren kan trots aktieägaravtalet utöva sin rösträtt utan att det på bolagsrättsliga grunder går att invända mot beslutet.⁷⁹

Dispens medför inte att kontrollägaren genom ytterligare förvärv av aktier kan öka sin röstandel i bolaget utan att budplikt uppkommer. I dispensbeslutet kan dock, om det föreligger speciella skäl, föreskrivas att undantaget omfattar även ytterligare förvärv. Det kan exempelvis anges att dispensen omfattar ytterligare inflytandemässigt marginella köp av aktier. Ett sådant undantag kan vara motiverat om dispens beviljas en större grupp ägare, vilkas enskilda medlemmar bör ha möjlighet att göra mindre justeringar av sina aktieportföljer utan att budplikt utlöses.⁸⁰

Ett dispensbeslut kan även förenas med villkor. Ett vanligt sådant är avyttringsvillkoret som innebär att aktieinnehavet inom en viss tid minskas för att inte överstiga 30 procent av röstetalet i målbolaget. Vidare kan dispens även villkoras av ett visst beslut, till exempel en emission, vilket kräver kvalificerad majoritet på bolagsstämman för att beslutet skall få genomföras. Det uppställs då ett krav på en högre majoritet än vad ABL föreskriver vid emissionsbeslut. Om villkoret inte följs uppkommer budplikt efter utgången av den av Aktiemarknadsnämnden fastställda tidsfristen.⁸¹ Slutligen kan dispens dock förlängas efter att en ansökan om detta har beviljats av Aktiemarknadsnämnden.⁸²

Nedan följer en utförligare redogörelse för de olika omständigheter som kan ligga till grund för att undantag från budplikt beviljas, och som har behandlats av aktiemarknadsnämnden i deras uttalanden.

⁷⁸ A.st.

⁷⁹ Stattin, Om aktieägaravtal, JT 2004-2005 s. 119 på s. 101 ff.

⁸⁰ Prop. 2005/2006:140 s. 118.

⁸¹ Prop. 2005/2006:140 s. 117.

⁸² Se t.ex. AMN 2005:12 och 2006:47.

4.1.1 Emission vid företagsrekonstruktion

I förarbetena till 3 kap. LUA har det anförts att undantag till budplikt kan ges då aktieinnehavet uppkommit till följd av en emission av aktier som utgjort ett nödvändigt led i rekonstruktionen av ett bolag med väsentliga ekonomiska svårigheter. Det finns ingen rättsfallspraxis på vilka krav som skall ställas på emissionen eller hur allvarig den ekonomiska krisen skall vara. Genom en helhetsbedömning har Aktiemarknadsnämnden i fall som dessa att pröva om dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse, samt om detta intresse kan anses väga tyngre än den möjlighet för aktieägare att sälja sina aktier och lämna bolaget vilket är innebörden av budplikten.⁸³ Vid en sådan prövning kan nämnden ta hänsyn till i vilken utsträckning emissionen stöds eller om det vid en bolagsstämma krävs stöd av aktieägarna.⁸⁴

I AMN 2004:25 har nämnden utvecklat sitt uttalande om vad som kan motivera undantag, nämnden uttryckte att rätt till dispens föreligger om bolaget är i behov av ytterligare kapital för sin löpande verksamhet och det inte finns någon annan aktieägare som både är villig och har förmåga att tillskjuta kapital, samtidigt som det saknas externa investerare som är intresserade av att delta i en nyemission. I det fallet skulle en aktieägars bristande möjlighet att medverka i bolagets nyemission, på grund av utlösande av budplikt, kunna medföra allvarliga finansiella svårigheter för bolaget. Nämnden observerade också att aktieägaren i det aktuella fallet redan vid uttalandet ägde aktier som representerade nästan 25 procent av rösterna och därmed redan var den största ägaren i bolaget. Dessa omständigheter medförde att dispens beviljades.

Aktiemarknadsnämnden har medgivit dispens i alla utom en av de inkomna ansökningarna baserade på emissioner vid rekonstruktionsförfaranden.⁸⁵ Undantaget var uttalandet AMN 2002:30 där andra omständigheter förelåg som hindrade nämnden att bevilja dispens. Investeraren nekades dispens från budplikt då denne till följd av emissionen skulle komma att uppnå mer än 90 procent av rösterna i bolaget och därutöver genom förvärv av konvertibler kunde öka sitt innehav ytterligare cirka sju procent efter en konvertering. I uttalandet fann nämnden att tvångsinlösen inte kunde anses utgöra ett lämpligt substitut till ett offentligt erbjudande, då det senare ofta tillhandahåller mer information till aktieägarna än de förra,

⁸³ AMN 2007:02.

⁸⁴ Prop. 2005/2006:140 s. 117.

⁸⁵ Se AMN 2000:10, 2000:12, 2001:6, 2001:9, 2001:30, 2002:15, 2002:22, 2002:29, 2002:30, 2002:31, 2003:11, 2003:16, 2003:28, 2003:33, 2004:10, 2004:12, 2004:14, 2004:25, 2004:27, 2005:6, 2005:14, 2005:42, 2005:43, 2005:44, 2006:8 och 2006:41.

sålendes medgavs inte någon dispens.⁸⁶ Denna fråga kom dock att prövas igen i AMN 2002:31 där företaget beviljades dispens eftersom bolaget annars riskerade att försättas i konkurs. I ett liknande fall, AMN 2002:29 medgavs emellertid dispens trots att investeraren förvärvat 85 procent. Här förenades dock dispensen med villkoret att andelen, inom en viss tid, skulle minskas till en lägra nivå.

4.1.2 Rekonstruktion utan emission

Dispens från budplikt har även beviljats för det fall då någon emission av aktier inte genomförts, men då en annan planerad åtgärd ingår som ett nödvändigt led i en omstrukturering av ett bolag med ekonomiska svårigheter. I fallet AMN 2006:4 medgav nämnden dispens även för det fall då det visserligen inte genomförts någon emission av aktier men då en annan planerad åtgärd ingår som ett nödvändigt led i omstruktureringen av ett bolag med ekonomiska svårigheter. Den åtgärden som i detta fall avsågs vara ett led i bolagets omstrukturering rörde avyttring av aktier som en av bolagets större ägare önskade göra. Avyttringen skulle då ske till de övriga stora ägarna för att inte äventyra den pågående finansiella rekonstruktionen. Resultatet av åtgärden skulle innebära att de övriga ägarna skulle överskrida budpliktsgränsen genom sitt ökade innehav. Aktiemarknadsnämnden fann att det ansågs ligga i ägarkollektivets intresse att dispens beviljades för att därigenom säkerställa bolagets framtida existens. Förenat med villkoret att innehavet skulle nedbringas inom en viss tidsperiod medgav nämnden dispens.⁸⁷

4.1.3 Emissionsgaranter

Vid aktieemissionen kan bolag använda sig av så kallade garantier som köper upp resterande aktier i bolaget för det fall att en emission inte blir fulltecknad. Denna möjlighet underlättar bolagets framtida planering och långsiktiga finansiella trygghet eftersom en emissionsgaranti medför att emissionen kan fullföljas även då övriga aktieägare inte visat något intresse av att teckna de emitterade aktierna.⁸⁸ Vid infriandet av en emissionsgaranti kan gränsen för budplikt komma att överskridas för garanten om denne förvärvar mer än 30 procent av aktierna i bolaget. AMN har i ett flertal fall beviljat dispens vid garantiåtaganden från en

⁸⁶ AMN 2002:30.

⁸⁷ Se även AMN 2003:24, 2004:3 samt 2004:07.

⁸⁸ AMN 2005:30.

aktieägares sida att teckna aktier som inte har blivit tecknade av någon annan i ett bolag med ekonomiska svårigheter.⁸⁹

För att dispens skall beviljas vid budplikt som uppkommit i samband med en emissionsgaranti uppställs det inte som något krav att bolaget befinner sig i akut ekonomisk svårighet eftersom dispens även har medgivits i fall där bolag haft behov av endast framtida kapitalanskaffning.⁹⁰ I de nu nämnda fallen har dock dispensen förenats med villor om att bolaget skall informera aktieägarna om garantin och att den skall godkännas av aktieägare som representerar två tredjedelar av angivna röster och på stämman företrädda aktier där garanten uteslöts från omröstningen.⁹¹

I de fall en emissionsgaranti har medfört att förvärvaren erhållit höga röstandelar har dispensen i ett flertal fall förenats med villkoret att denne skall nedbringa sin andel till en viss nivå inom en viss tid vilken har fastställts av nämnden. Tiden har varierat beroende på omständigheterna i det enskilda fallet.⁹²

4.1.4 Företrädesemission som inte fulltecknas

Vid en företrädesemission kan det inträffa att aktieägare väljer att inte utöva sin företrädesrätt vilket innebär att emissionen inte blir fulltecknad. Ett sådant förfarande kan påverka röstandelarna i bolaget genom att de aktieägare som deltar i emissionen får ett ökat antal röstandelar i förhållande till de övriga aktieägarnas andelar, vilket kan resultera i att budplikt i vissa fall uppkommer. Nämnden kom i AMN 2005:50 fram till att en sådan omständighet under normala förhållanden motiverar dispens och medgav därför undantag från budplikten. I AMN 2008:38 beviljades återigen dispens för det fall att en företrädesemission ej fulltecknas. Aktiemarknadsnämnden har i ett flertal fall beviljat dispens från budplikt som uppkommit i samband med teckning av aktier i en företrädesemission. Detsamma gäller ett garantiåtagande från en aktieägares sida att därutöver teckna aktier som inte tecknas av någon annan. Se bland annat AMN 2008:04.

⁸⁹ Se AMN 2000:10, 2000:12, 2000:18, 2001:9, 2002:15, 2002:22, 2003:4, 2003:5, 2003:11, 2003:28, 2004:12, 2004:14, 2004:27, 2004:33, 2004:35, 2004:37, 2005:6, 2005:8, 2005:30, 2005:42, 2005:44, 2005:50, 2006:8, 2006:37, 2006:43 och 2006:58.

⁹⁰ Se t.ex. AMN 2003:4 och 2005:30.

⁹¹ Se t.ex. AMN 2004:35, 2004:37, 2006:37 och 2008:04.

⁹² Se t.ex. AMN 2003:4 (20 månader), 2004:12 (2 år), och 2006:43 (6 månader).

4.1.5 Apportemission vid förvärv

Vid deltagande i en apportemission, det vill säga emission av aktier som utgör vederlag vid köp av bolag eller annan egendom, där ett aktieinnehav på över 30 procent uppnås, föreligger i regel förutsättningar för att erhålla dispens från budplikt.⁹³ Även i denna situation har det i nämndens uttalanden krävts att bolaget befinner sig i ekonomiska svårigheter. I dessa fall syftar dispensen till att underlätta för ett bolag att genomföra de förvärv som krävs för bolagets fortsatta verksamhet. Vid deltagande i en apportemission förenas en beviljad dispens ofta med villkoret att röstandelen skall nedbringas till under 30 procent av samtliga aktier i bolaget inom en av Aktiemarknadsnämnden angiven tidsperiod. I de två uttalandena AMN 2007:02 och 2007:03 har nämnden uppställt tidsfristen 18 månader respektive 24 månader. I de fall där investeraren ansökt om dispens under en viss tidsperiod beslutar Aktiemarknadsnämnden alltid att dispens beviljas.⁹⁴ I övriga fall fastställs tiden utifrån omständigheterna i det enskilda fallet.⁹⁵

Som ett alternativ till avyttringsvillkoret har nämnden i vissa fall uppställt villkoret att emissionen skall godkännas av bolagsstämman med två tredjedelars majoritet.⁹⁶ I fallen AMN 2006:13 och 2006:17 förenades villkoret på avyttring med villkoret att aktieägarna i kallelsen till bolagsstämman endast skulle informeras om hur stor kapital- respektive röstandel som investeraren med närstående skulle kunna komma att få vid ett genomförande av emissionen. Det förelåg således inte något krav på röstning. I vissa av nämndens uttalanden rörande budplikt i samband med emissioner lämnas inga villkor till dispensbeslutet.⁹⁷

4.2 Övriga omständigheter

4.2.1 Uteblivet kontrollägarskifte

Dispens kan medges då ett förvärv av aktier sker utan att ett kontrollägarskifte har förekommit. AMN har i ett flertal fall behandlat denna omständighet. I AMN 2004:36, 2005:24 och 2007:1 är exempel på fall där dispens medgavs då aktierna i ett noterat dotterbolag överläts inom koncernen och då det i realiteten inte skett något kontrollägarskifte.

⁹³ AMN 1999:23, 2001:6, 2001:30, 2001:31, 2002:12, 2002:28, 2002:29, 2003:16, 2003:22, 2003:25, 2004:20, 2004:25, 2002:28, 2004:42, 2005:09, 2005:20, 2005:27, 2005:29, 2005:31, 2005:35, 2005:41, 2006:3, 2006:0, 2006:13, 2006:16, 2006:17, 2006:49, 2007:2 och 2007:3.

⁹⁴ Se t.ex. AMN 2003:16, 2005:35, 2006:3 och 2007:3 (24 månader), 2005:41 (18 månader) och 2004:20 (12 månader).

⁹⁵ AMN 2004:42 (24 månader) och 2005:27 (18 månader).

⁹⁶ Se t.ex. AMN 2005:20, 2005:29 och 2006:16.

⁹⁷ Se t.ex. AMN 2003:22, 2003:25 och 2004:25.

I AMN 2004:13 och 2006:50 medgavs dispens då aktierna förvärvades av ett bolag som hade samma fysiska ägare som målbolaget.

Vidare så kan dispens även medges i de fall där gränsen för budplikt uppnås men då det kvarstår ägare i bolaget med större antal röstandelar än den budpliktige. Så var fallet i AMN 2006:44 där ett antal stiftelser inom Wallenbergssfären och Investor AB ingick ett samverkansavtal som aktieägare i Scania AB. Följaktligen uppstod ett närståendeförhållande enligt 3 kap. 5 § 4 punkten LUA, vilket resulterade i att gränsen för budplikt passerades. Volkswagen AG fortsatte emellertid att vara största aktieägare i bolaget och AMN kom fram till att dispens kunde medges eftersom det var uppenbart att skälen för budplikt inte gör sig gällande när någon ensam eller tillsammans med närstående uppnått budpliktsgränsen, men då det finns en annan aktieägare i bolaget som har högre röstetal. Nämnden uttalade att budplikt syftar till att ge övriga aktieägare en möjlighet att sälja sina aktier i ett aktiemarknadsbolag efter ett kontrollägarskifte och att reglerna därmed inte är avsedda för en situation som i det aktuella fallet.

I de två sammanhängande uttalandena AMN 2003:31 och 2003:32 kom nämnden fram till att dispens inte kunde beviljas på den grund att ett kontrollägarskifte inte skett. Nämnden menade att den omständigheten att kontrollägaren ökat sin röstandel genom en emission som inte fulltecknats av aktieägarna, inte ensamt är ett godtagbart skäl för dispens från den budplikt som följer av bestämmelserna. I normalfallet utlöses budplikt just i sådana fall då en kontrollägare ökar sin röstandel. Den omständigheten att priset på aktierna motsvarade teckningskursen i emissionen var inte heller tillräckligt för beviljande av dispens. Nämnden medgav emellertid dispens från budplikt utan särskilda skäl men med villkoret att innehavet inom fyra veckor skulle nedbringas. Idag följer denna tidsfrist av 3 kap. 6 § LUA, vilket möjliggör för förvärvaren att nedbringa sitt innehav inom fyra veckor för att undkomma budplikt.

4.2.2 Åtgärder från bolagets sida

Dispens från budplikt kan medges då en aktieägare passerar gränsen för budplikt till följd av åtgärder från bolagets sida, till exempel när bolaget löser in aktier. I AMN 2006:58 behandlades ett förfarande där bolaget Active Biotech AB avsåg att i förtid återbetala ett konvertibellån, vilket medförde att aktieägarna mer eller mindre tvingades att konvertera sina fordringar till aktier för att undvika en värdeförlust. En av aktieägarna var bolaget MGA AB, som förutom sitt aktieinnehav även hade konvertibler i bolaget. Vid en konvertering skulle

bolaget uppnå gränsen för budplikt. I detta fall fann dock nämnden att konverteringen stod i så nära samband med en åtgärd från bolagets sida att förutsättningar för dispens förelåg.⁹⁸

4.2.3 Gåva, skatteskal samt bestämmelser i bolagsordning

Enligt förarbetena till LUA kan dispens medges om aktieinnehavet uppkommit genom ett förvärv där aktieägaren inte aktivt medverkat, exempelvis genom gåva eller arv.⁹⁹ Nämnden har medgivit dispens för denna omständighet i AMN 2004:1. Fallet rörde ett generationsskifte i form av gåva från far till son. Nämnden fann att eftersom förfarandet inte förändrade familjens samlade aktieinnehav hade det en mycket begränsad betydelse för övriga aktieägare vilket resulterade i att dispens medgavs.

Även på grund av skattemässiga skäl har dispens beviljats. I ett par fall har kontrollägaren undantagits från budplikt då denne genom aktiebyte förvärvat röstsvaga B-aktier i utbyte mot röststarka A-aktier. Motivet för transaktionen och för nämndens medgivande av undantag var att förlustavdrag skulle kunna göras.

Av förarbetena till LUA framgår också att bestämmelser i en bolagsordning som begränsar det antal röster som varje aktieägare kan avge på en bolagsstämma, kan utgöra skäl för dispens. Om en sådan bestämmelse innebär att en aktieägare oavsett storleken på sitt innehav, inte kan utöva rösträtt för aktier som representerar tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, kan detta motivera dispens från budplikt. Jag har dock inte funnit att denna omständighet har prövats av nämnden.

4.3 Inga egentliga skäl för dispens

Aktiemarknadsnämnden har i ett antal fall beviljat dispens trots att några egentliga skäl för dispens inte funnits.¹⁰⁰ I uttalandet AMN 2005:10 medgav nämnden dispens från budplikt trots att några egentliga skäl därför inte förelåg. Bland annat fann nämnden att aktieinnehavet bara till viss del hade uppkommit till följd av en emission av aktier som utgjort vederlag vid köp av bolag, vilket inte gjorde grunden till dispens tillämpligt. Nämnden ansåg vidare att det ändå kan finnas ett visst utrymme för dispens från budplikt i sådana fall där det står klart att den budpliktige inom en snar framtid efter budpliktens inträde kommer att nedbringa sitt innehav så att röstandelen hamnar under gränsen för budplikt. Nämnden menade dock att

⁹⁸ Se 3 kap. 2 § 1 punkten LUA

⁹⁹ Prop. 2005/06:140, s 117.

¹⁰⁰ Se t.ex. AMN 2003:31 och 2003:32.

några sådana skäl inte heller var uppfyllda eftersom resultatet av de transaktioner som förväntades minska kontrollägarrens innehav under gränsen för budplikt framstod som svårbedömda. I det aktuella fallet beviljade nämnden ändå dispens under en månad, med villkoret att den nya kontrollägaren skulle minska sitt innehav. Avyttringen skulle ske genom transaktioner som inte var fastställda när nämnden fattade sitt beslut, vilket nämnden var väl medveten om.

4.4 Kommentar

Eftersom budplikt kan vara betungande och det inte är säkert att minoritetsaktieägarnas intressen alltid väger tyngre än intresset att kunna genomföra ett kontrollägarskifte, finns det möjlighet för Aktiemarknadsnämnden att medge dispens från budplikt, dispensen förenas då eventuellt med villkor. I detta kapitel har jag redogjort för när dispens från budplikt kan aktualiseras. Jag har även gått igenom en mängd olika omständigheter som har varit avgörande för att få dispens beviljade i nämndens prövning.

Genom att bestämmelserna om budplikt föreskriver en möjlighet att erhålla dispens vid särskilda skäl skapas en flexibilitet i regleringen. Vid omständigheter som motiverar undantag ur både kontrollägarrens och minoritetsaktieägarnas perspektiv bör budplikt kunna undvikas. I min genomgång av Aktiemarknadsnämndens uttalanden rörande dispens har jag funnit att det, enligt nämndens mening, i de allra flesta fall finns förutsättningar i de inkomna ansökningarna att bevilja undantag från budplikt. Dock måste dispens anses ligga i aktieägarkollektivets intresse vilket nämnden oftast finner att den gör.

Som framkommit i detta kapitel går det inte att fastställa någon klar gräns för när undantag från budplikt kan beviljas. Uttalandena från Aktiemarknadsnämnden baseras på omständigheter i det enskilda fallet och nämnden har i sina överväganden kommit fram till omständigheter som är konkreta exempel på förhållanden där dispens i stort sett alltid beviljas. Genom en sammanställning av nämndens uttalanden kan dock en vägledning ges för vilka omständigheter som nämnden anser utgöra särskilda skäl för dispens. Nedan redogörs för vad jag har kommit fram till i min sammanställning av lag, förarbeten samt uttalanden från Aktiemarknadsnämnden.

4.4.1 Möjligheten att erhålla dispens

Aktiemarknadsnämnden är ett organ som består av jurister och företrädare för näringslivet. Genom att låta nämnden inneha behörighet att besluta om dispens tillvaratas nämndens kompetens och en närhet till aktiemarknaden bibehålls för rättskipningen och lagstiftningen.¹⁰¹ I min genomgång av nämndens uttalanden kan jag dock inte undgå att skönja en viss tendens till att nämnden är ytterst givmild med att medge undantag från budplikt. Detta är något som nämnden flera gånger har fått kritik för. Vidare förhåller det sig så att de ärenden som AMN har att pröva många gånger rör just budplikt. Under 2008 gjorde nämnden 51 uttalanden, 20 stycken var hemliga och 16 berörde budplikt. I alla fall som jag har undersökt är AMN 2005:9 det enda uttalande rörande dispens där jag har funnit att nämnden lämnat kritik. Kritiken rörde dock inte den beviljade dispensen utan den kritik som nämnden uttalade rörde det faktum att ansökan om dispens inkommit först nära ett halvår efter det att budplikten inträtt, och att ansökan inkom först efter det att nämnden påtalat förhållandena. I uttalandet konstaterade Aktiemarknadsnämnden att det åligger var och en som agerar i ett aktiemarknadsbolag att känna till och följa gällande föreskrifter på aktiemarknaden, i synnerhet så centrala bestämmelser som budpliktsreglerna.

Jag har inte funnit något uttalande där dispens i slutändan inte har beviljats, vilket är mycket förvånande. En möjlig orsak till detta kan vara att de flesta kontrollägare inte ansöker om dispens förrän de är nästan fullkomligt säkra på att erhålla undantag från budpliktsregeln. Å andra sidan kan det vara så att en kontrollägare vet om att aktiemarknadsnämnden är oerhört generös när det gäller beviljande av dispens vilket medför att man tidigt ansöker om dispens från budplikt eftersom man är säker på att få dispens beviljad. Uttalandena AMN 203:31, 2003:32 och 2005:10 visar att det är helt godtagbart att ibland medge dispens trots avsaknad av särskilda skäl. Detta är enligt min uppfattning oerhört anmärkningsvärt. I AMN 2005:10 medgav nämnden undantag endast på den grund att kontrollägaren avsåg att minska sitt innehav inom tre månader. I AMN 2008:27 beviljades också dispens förenat med villkoret att innehavet skulle nedbringas inom en viss angiven tid. Här ställer jag mig frågvis till om man verkligen tillvaratar syftet med budplikt en? På vilket sätt kan dispensbeslut som de ovan nämnda anses gynna minoriteten? Jag utgår från att nämnden funnit att minoriteten inte skulle bli lidande i fall som dessa då innehavet endast var avsett att var kortvarigt. Uttalandena visar dock hur lätt det är att erhålla dispens från AMN och hur svagt skyddet för ett aktiebolags minoritetsaktieägare i praktiken är. Under denna tremånadersperiod kan kontrollägaren

¹⁰¹ SOU 2005:58

komma att vidta åtgärder i bolaget som kan komma att skada minoriteten utan att först ha gett dem möjlighet att komma ur bolaget. Samtidigt kan även de aktieägare som inte omfattas av det ursprungliga erbjudandet många gånger se att aktiekursen sjunker så fort det står klart att förvärvaren inte är skyldig att lämna ett bud på de resterande aktierna i bolaget. Var detta verkligen syftet med direktivet och den svenska lagstiftningen? Huvudregeln skall ju vara budplikt och för att dispens skall medges skall det enligt lag föreligga särskilda skäl.

I det enskilda fallet skall dispens prövas med utgångspunkt i syftet med budpliktsreglerna, det vill säga att möjliggöra för övriga aktieägare att på visst sätt lämna bolaget när någon genom sitt aktieinnehav tagit kontroll över bolaget. Som jag tolkar syftet med budpliktsreglerna är det viktigt att dispens inte medges för det fall det finns en stor aktieägare som låser in övriga aktieägare i bolaget. I vissa fall föreligger det emellertid flera större ägare i bolaget, vilket medför att idén om att skydda minoritetsaktieägare inte blir lika central. Skyddet för minoriteten anser jag skall vårdas starkare när det förekommer fall av stora kontrollägare där minoriteten inte har någon möjlighet att påverka maktutövningen. Kontrollägare som kommer upp till 30 procent skall avyttra sitt innehav inom kort eller lämna övriga aktieägare ett offentligt uppköpserbjudande. Jag anser nämligen att budplikten är viktig och att det vid medgivande av dispens skall fastställas villkor så att det stora aktieinnehavet endast blir tillfälligt. Detta villkor anser jag att nämnden har varit bra på att bifoga i flertalet av sina dispensbeslut.

4.4.2 Dispens med villkor

Jag anser att det är en stor fördel att flertalet av de medgivna dispensbesluten är förenade med villkor, inte minst ur ett rättssäkerhetsperspektiv. Villkoren medför att dispens kan beviljas utan att budpliktsreglerna förlorar sitt syfte och sin styrka. Som framgått ovan förekommer villkor inte endast då förvärvaren förvärvar höga röstandelar utan även vid erhållande av röstandelar som enbart marginellt överstiger 30 procent. Dessa villkor medför en möjlighet för kontrollägaren att överstiga ett innehav av 30 procent utan att antingen tvingas erhålla ett godkännande från bolagsstämman, inom en viss period avyttra sitt innehav eller helt enkelt lägga ett bud på resterande aktier.

Som ovan framkommit är det vanligt, främst vid emissionsgarantier men även vid andra dispensskäl, att dispens medges under villkor med krav på bolagsstämmans godkännande. Jag menar att det kan ifrågasättas huruvida ett godkännande från bolagsstämman kan anses tillfredsställande med hänsyn till skyddet för minoriteten. Jag anser att budpliktens syfte – att

skydda minoriteten – inte är helt och hållet uppfyllt i och med att ett sådant villkor uppställs. Jag tänker närmast på de fall då villkoret inte förenas med förbud för garanten att rösta i frågan. Får kontrollägaren själv delta i beslutet? Om garanten inte tillåts att rösta medför detta ett oerhört starkt minoritetsskydd, eftersom det endast är dem som kan komma att skadas av beslutet som deltar i avgörandet huruvida de skall acceptera en inskränkning i sitt lagstadgade skydd. Enligt Aktiemarknadsnämnden anses en ägare som innehar 30 procent eller mer av röstetalet i ett bolag typiskt sett ensam kunna uppnå egen majoritet av de avgivna rösterna vid en bolagsstämma och i den meningen kontrollera bolaget.¹⁰² Här anser jag att garanten inte skall delta i till exempel ett emissionsbeslut. Utöver detta ställer jag mig frågande till om även övriga stora kontrollägare i bolaget bör få rösta. Det är minoriteten som skall skyddas och således endast dem som borde få möjlighet att avgöra om en dispens till budplikt medför en utsatt situation för dem. Dock anser jag att införandet av en sådan regel skulle kunna komma att få ödesdigra konsekvenser för vissa bolag där en emission är nödvändigt men vars minoritet motsätter sig en sådan lösning. I och med en emission kan ett företag i många fall räddas från att gå i konkurs vilket i sin tur kan anser vara i minoritetens intresse och uppväga det minskade skydd som dispens från budplikt medför. Syftet med reglerna om budplikt är att erbjuda övriga aktieägare en möjlighet att lämna bolaget i samband med att en ny ägare uppnår status som kontrollägare. Därmed anser jag, för att syftet med reglerna skall anses tillräckligt tillgodosett, att dispensen skall vara villkorad med att den nye kontrollägaren inte får utöva sin rösträtt men att övriga aktieägare oavsett aktieinnehav skall få delta i beslutet.

I de flesta fall förenas ett avyttringsvillkor med de dispenser som beviljas, vilket medför att nämnden beaktar både bolagets, investerarens och minoritetsaktieägarnas intressen. Enligt min mening är en möjlig orsak till detta att nämnden många gånger finner det svårt att avgöra huruvida omständigheterna i det enskilda fallet verkligen motiverar ett undantag och inte drabbar aktieägarna negativt. Således sammankopplas en lösning av bolagets ekonomiska svårigheter med villkor som slutligen skyddar minoritetsaktieägarna. Med hänsyn till de bristande möjligheter AMN har att ta ställning till bolagets verkliga situation anser jag att denna lösning, det vill säga dispens i kombination med avyttringsvillkor, är lämplig och tillfredställande för alla parter.

Som ovan framkommit är Aktiemarknadsnämnden även frikostig beträffande den tidsperiod under vilken kontrollägaren har på sig att uppfylla avyttringsvillkoret innan budplikt inträder. Nämnden medger alltid den tidsperiod som åberopats i den inlämnade

¹⁰² AMN 2004:38 och 2004:44.

dispensansökan, vilken i vissa fall utgjort så lång tid som två år.¹⁰³ I de fall där ingen tidsperiod har angivits i ansökan är det nämnden som beslutar vilken tidsperiod som skall gälla utifrån omständigheterna i det enskilda fallet. Att en kontrollägare under så pass lång tid som två år skall kunna låsa in minoriteten i bolaget utan att tvingas att lämna ett bud anser jag är helt oförenligt med budpliktens grundprinciper. Enligt min uppfattning bör även ett godkännande av minoriteten på en bolagsstämma krävas för att ett beslut om en så pass lång tidsperiod skall anses tillbördig.

4.4.3 Dispens vid emission på grund av rekonstruktion

Det finns som bekant en rik flora av avgöranden från AMN om dispens från budplikt. Ett frekvent förekommande dispensskäl är emission som led i rekonstruktion av målbolaget. Skälen för dispens i dessa fall torde sammanfattningsvis vara att den ökade ägarandelen inte har till syfte att ta kontroll över målbolaget. Min sammanställning visar dock att dispens alltid beviljas vid emissioner. En möjlig orsak till detta kan vara att investerarna är väl medvetna om att de inom en viss tid måste minska sitt innehav och således i sin ansökan uppger att innehavet kommer att minskas inom ett visst antal månader. Nämnden efterforskar därmed inte huruvida ekonomiska svårigheter verkligen föreligger eftersom skyddet för minoriteten ändå uppkommer inom ett visst antal månader.

Vad gäller undantag från budplikt vid emission i ett rekonstruktionsförfarande har jag funnit att det även i dessa fall är ytterst ovanligt att en investerare nekas dispens från budplikt. Undantag kan dock förekomma för de fall då nämnden på grund av övriga omständigheter finner att minoriteten inte skyddas i tillräckligt hög grad. Det enda undantaget, som jag har funnit, från ett medgivande av dispens som förekommit hittills i nämndens uttalanden, är då en investerare uppnått en röstandel på över 90 procent i bolaget. På andelar strax under 90 procent har dispens dock beviljats under förutsättning att röstandelen nedbringas inom en av nämnden angiven tidsperiod. Jag finner det anmärkningsvärt att dispens inte medgavs vid andelar på över 90 procent men att dispens medges vid andelar på 85 procent.¹⁰⁴ I uttalandet rörande 85 procent förenades dock beslutet med ett avyttringsvillkor. Jag anser att dispens borde ha medgivits även i fallet med 90 procents ägarandel eftersom minoriteten då har en möjlighet att få sina aktier tvångsinlösta enligt 22 kap. ABL. Enligt min mening borde dispens

¹⁰³ AMN 2004:12.

¹⁰⁴ AMN 2002:29 och 2002:30.

följaktligen ha medgivits med avyttringsvillkor i båda fallen under förutsättning att åtgärderna var vidtagna på grund av ekonomiska svårigheter.

En anledning till de ofta beviljade dispenserna vid olika typer av emissioner torde vara att Aktiemarknadsnämnden inte vill komma att hindra ett bolag med påstådda ekonomiska svårigheter. Detta motiveras av att en emission vid sådana omständigheter ligger i samtliga aktieägares intresse. I många fall är en emission förmodligen den enda utvägen för ett bolag i kris och den investerare som riskerar att uppnå gränsen för budplikt kan då vara den enda hjälp bolaget har att tillstå för att undvika likvidation. Därmed tror jag att nämnden inte ser det som sin uppgift att gå in och bestämma i bolagets angelägenheter eftersom de riskerar att motverka en effektiv lösning på ett bolags ekonomiska problem.

4.4.4 Dispens vid rekonstruktion utan emission och vid emissionsgarantier

Som ovan framkommit, kan dispens medges även vid åtgärder som ingår som ett nödvändigt led i en omstrukturering av ett bolag trots att en planerad emission saknas. För att i sådana fall medge dispens är kravet enligt Aktiemarknadsnämnden att åtgärden syftar till att minska bolagets ekonomiska svårigheter. Hur stora ett bolags ekonomiska problem måste vara diskuterar nämnden aldrig, men på grund av bolagets situation som anges i ansökan bedömer nämnden att det ligger i aktieägarkollektivets intresse att dispens beviljas. Detta beslut tyder på att dispens medges oavsett vilken typ av åtgärd som bidragit till uppkomsten av budplikt, så länge åtgärden är till för att lösa bolagets ekonomiska svårigheter. Det svåra blir därmed inte att fastställa om åtgärden faller under kategorin särskilda skäl utan snarare om åtgärden görs på grund av ekonomiska svårigheter. Man kan därför dra slutsatsen att om det föreligger ekonomiska svårigheter föreligger det även särskilda skäl för dispens.

Huruvida ett bolags ekonomiska svårigheter är en omständighet som alltid måste förekomma vid rekonstruktioner utan emissioner, liksom vid övriga dispenssskäl, är dock något som jag ställer mig frågande till. Vid undantag från budplikt på grund av emissionsgarantier har nämligen uttryckligen medgivit dispens trots avsaknad av akut ekonomisk svårighet. Undantag från budplikt medgavs i två uttalanden, AMN 2003:4 och 2005:30, trots att bolagen endast var i behov av framtida kapitalanskaffning. Dispensen förenades emellertid med tämligen stränga villkor om att bolagen skulle informera aktieägarna om garantin och att den skulle godkännas av aktieägare representerande två tredjedelar av angivna röster och på stämman företrädda aktier där garanten inte tilläts att delta i omröstningen. Även här uppfattar jag det som att nämnden som regel medger dispens och inte endast i undantagsfall.

4.4.5 Dispens vid uteblivet kontrollägarskifte

Att dispens medges vid ett uteblivet kontrollägarskifte, till exempel vid koncerninterna överlåtelser, anser jag ligga helt i linje med budpliktens syfte. Dispens har, som ovan framkommit, även medgetts då det trots uppkomsten av ett kontrollerande innehav kvarstår en annan kontrollägare med större innehav och att det därmed inte i praktiken förekommit något kontrollägarskifte. I dessa båda fall blir ingen inskränkning i minoritetsskyddet aktuell eftersom det inte tillkommer någon ny kontrollägare utan det ägarförhållanden som tidigare förekommit i bolaget består.

4.4.6 Sammanfattning

I min genomgång av Aktiemarknadsnämndens uttalanden beträffande ansökan om dispens från budplikt kan jag konstatera att dispens i stort sett alltid beviljas. Därför ifrågasätter jag hur förankrad budplikten egentligen är i svensk rätt. För att följa direktivets syfte samt den svenska Takeover-lagen så skall huvudregeln vara budplikt och undantaget vara dispens från budplikten, och inte det rakt motsatta. Jag tycker mig kunna se en tendens till att det är förvärvarens intresse som sätts i det främsta rummet medan aktieägarminoritetens skydd får stå tillbaka. Är detta en konsekvens av att bolagen och investerarna ser budplikten som besvärande och icke önskvärt? Eller är Aktiemarknadsnämndens åsikt att minoritetens bästa alltid är likställd med bolagets bästa? I nämndens uttalanden verkar det snarare som att dispens är god sed på aktiemarknaden istället för den obligatoriska budplikten. Enligt min mening bör nämnden i fortsättningen ta hänsyn till budpliktens syfte, bli hårdare i sina beslut och inte bevilja dispens när särskilda skäl saknas. Vidare är avyttringsvillkor ett bra sätt att tillvarata minoritetens intresse. Villkor med krav på bolagsstämmans godkännande kan även i vissa speciella fall, framförallt vid större förvärv där avyttring inte är lämpligt, också kan vara tillräckligt om den nye kontrollägaren inte får delta i beslutet. För att inte helt bortse från budpliktens grundprinciper, anser jag att det är viktigt att nämnden uppställer villkor för dispensbeslutet. Dispens skall medges för att ge tid åt kontrollägaren att nedbringa antalet aktier under den aktuella dispenstiden eller för att ge denne tid att skaffa tillräckligt kapital för att kunna förvärva resterande aktier i målbolaget. Avvikelse härifrån kan endast i undantagsfall anses gynna minoriteten. Detta undantag är när bolaget utan vidtagande av åtgärd, som i sin tur medför budplikt, förutsätts gå i konkurs på grund av svåra ekonomiska

problem. Budplikten är ett viktigt minoritetsskydd vilket medför att dispens skall kräva särskilda skäl, ekonomiska svårigheter och enligt mig alltid förenas med någon typ av villkor.

5 Analys och slutsatser

Uppsatsens syfte kan sägas vara tvådelad. Den första delen berörde regleringen av budplikt vid offentliga uppköpserbjudanden innehållande en reflektion främst avseende motiv till och konsekvenser av offentliga uppköpserbjudanden och erbjudandeplikt. Tanken bakom denna del har varit att den skall utgöra en grund för den andra delen, dispens från budplikt, vilken i sin tur har syftat till att besvara avhandlingens problemformulering. Detta kapitel utgör en sammanfattning av ovanstående kommentarer och slutsatser. Kapitlet innehåller till viss del även avslutande reflektioner och slutsatser.

5.1 Offentliga uppköpserbjudanden och budplikt

När offentliga uppköpserbjudanden sker på värdepappersmarknaden är det viktigt att dessa utformas och genomförs så att de inte påverkar allmänhetens förtroende på aktiemarknaden i negativ riktning. Det finns åtskilliga exempel på hur en akties kurs går ner och omsättningen i aktien minskar då undantag från budplikt beviljats, vilket är till nackdel för bolagets minoritetsaktieägare. Därför anser jag att det är oerhört viktigt att hänsyn tas till huvudregeln om budplikt samt att likabehandlingsprincipen och likabudsprincipen beaktas så att uppköpen inte uppfattas som orättvisa och otillbörliga. Minskar aktiespararnas förtroende riskerar även omsättningen på värdepappersmarknaden att minska, vilket i sin tur kan leda till att effektiviteten blir lägre. Därigenom försämras marknadens förmåga att fördela kapital och risk.

Genom reglerna om den obligatoriska erbjudandeplikten tillvaratas bland annat likabudsprincipen och likabehandlingsprincipen. Budplikten medför att minoritetsaktieägare får en möjlighet att lämna bolaget under samma villkor som erbjöds övriga aktieägare med större aktieinnehav vid ett kontrollövertagande. Detta innebär att minoriteten får möjligheten att sälja sina aktier till förvärvaren som är skyldig att erbjuda samtliga aktieägare uppköp på samma villkor. Som framkommit i uppsatsen finns det argument både för och emot budplikt. Jag anser dock att avsikten med budplikten, det vill säga att skydda minoriteten i deras utsatta situation vid ett uppköp, väger tyngre än en sammanvägning av budpliktens negativa konsekvenser.

I avsaknad av budpliktsregler skulle en köpare utan hinder kunna förvärva de antal aktier som krävs för att uppnå de antal röstandelar som erfordras för att erhålla kontrollen över ett bolag, i vissa fall på aktieägarminoritetens bekostnad. Eftersom kostnaderna för partiella bud

är lägre än kostnader för att förvärva samtliga aktier kan det ofta verka betydelselöst huruvida denna väljer att köpa minoritetsaktier eller inte. Min uppfattning är dock att det är enklare för en förvärvare att förhandla med en eller ett fåtal aktieägare, vilket är effektivare och mer anonymt, än att förhandla med ett flertal minoritetsaktieägare. Budplikt skyddar här minoriteten genom att ge dem en möjlighet att medverka under samma villkor som säljaren av ett större kontrollblock. Vilket följaktligen ökar minoritetsaktieägarnas förtroende för värdepappersmarknaden.

En nackdel som budplikten medför är att finansieringskostnaderna för förvärvarens uppköp ökar. En förvärvare som uppnår ett kontrollerande innehav på 30 procent av röstandelarna i ett bolag måste kunna finansiera ett offentligt uppköpserbjudande samt ett eventuellt köp av samtliga röstandelar. I förlängningen kan detta bidra till att incitamenten för offentliga uppköp minskar, vilket skulle kunna förhindra effektiva omstruktureringar, och produktivtetsökande förvärv. Därmed riskerar budplikten att låsa marknaden för ett kontrollblock eftersom den befintliga kontrollägaren kan ha svårt att hitta potentiella köpare med tillräckligt kapital för att kunna finansiera ett offentligt uppköpserbjudande. En konsekvens av budplikt är således en utveckling mot en ännu mer koncentrerad ägarstruktur. Minoritetens skydd skapas således på bekostnad av effektiva kontrollövertaganden på värdepappersmarknaden.

Jag anser att det är svårt att uttala sig om huruvida ett minskat antal offentliga uppköp är eftersträvänsvärt eller inte. Frågan om ett uppköp är positivt eller negativt för ett bolag och övriga intressenter kan endast bedömas i efterhand utifrån bolagets potential, förvärvarens ambition, samt vilket utfall uppköpet får i det enskilda fallet. Det viktiga för lagstiftaren blir här att hitta en rimlig balans genom att å ena sidan ge minoriteten ett effektivt skydd och å andra sidan främja effektivitetshöjande kontrollövertaganden. Hur denna balans skall konstrueras och uppnås är inte enkelt att uttala sig om, men en tydlig huvudregel som stadgar budplikt och en tydlig reglering gällande dispens från budplikt är en möjlig lösning.

5.2 Lagstiftning kontra självreglering

Genom takeover-direktivet har numera samtliga medlemsstater inom EU en jämförelsevis likartad reglering av offentliga uppköpserbjudanden och budplikt. Min egen uppfattning är att lagstiftningen om budplikt är en nödvändighet med tanke på hur stort antalet minoritetsaktieägare det finns i de noterade börsbolagen. Lagstiftning skapar rättssäkerhet och det är viktigt att den följs för att dispensbeslut inte skall medföra att minoritetsaktieägarna

utnyttjas eller missgynnas. Min uppfattning är att det är positivt att det inom EU har införts en gemensam reglering av bestämmelserna avseende offentliga uppköp på värdepappersmarknaden. Det finns fördelar med lagreglering som inte går att finna i självreglering, ett exempel på detta är den tidigare nämnda rättssäkerheten. Det är även rättssäkert ur den aspekten att lagstiftningen har föregåtts av ett omfattande utredningsarbete och att den tillämpas av myndigheter vars regel tillämpning går att överklaga. Den största fördelen med självreglering, som jag ser det, är dock att den är mer flexibel än lagstiftning. Där lagstiftning kan ha svårt att anpassas till de stora förändringar som sker varje år på värdepappersmarknaden kan självregleringen ta vid. En annan fördel med självreglering är att den utformas av personer som är experter på de frågor som reglerna rör och kommer till genom att intresse- eller branschorganisationer utformar regler för att förbättra marknadens funktion. Jag anser att självregleringen, som alltid varit betydelsefull i Sverige, skall finnas kvar och ta över där lagstiftningen inte räcker till. Det sätt som Sverige har valt att implementera takeover-direktivet, genom att både ha lagstiftning och självreglering tycker jag är bra, eftersom man förhoppningsvis får ett regelverk som både är rättssäkert och flexibelt. Budpliktsreglerna utgör bra exempel på där lagen uppställer en stark skyldighet för en förvärvare men inte specificerar tillvägagångssätt och undantag, här fyller självreglering en viktig funktion.

Sammanfattningsvis anser jag att det är viktigt att man försöker skapa och upprätthålla ett effektivt skydd för bolagens minoritetsaktieägare. Samtidigt är viktigt att vi har en effektiv värdepappersmarknad med många potentiella investerare med bibehållet förtroende för så väl marknaden, bolagsledningarna och kontrollägare. Enligt min mening krävs det därmed både lagstiftning och effektivare självreglering för att upprätthålla en balans avseende intressekonflikterna mellan kontrollägare och minoriteten. Budplikten, samt implementeringen av takeover-direktivet i övrigt i svensk lagstiftning, är således en harmonisering på den europeiska gemensamma marknaden som jag stödjer fullt ut.

5.3 Dispens från budplikt

För att undantag från den obligatoriska budplikten skall kunna erhållas skall det, enligt förarbetena till LUA, föreligga omständigheter som kan anses utgöra särskilda skäl för dispens i det enskilda fallet. Vid en inkommen ansökan om dispens har Aktiemarknadsnämnden till uppgift att genom en helhetsbedömning pröva om undantag från budplikt ligger i aktieägarkollektivets intresse. Detta intresse skall dessutom anses väga

tyngre än rätten för minoritetsaktieägare att sälja sina aktier på samma villkor som övriga aktieägare till förvärvaren av ett kontrollerande aktieinnehav., Mellan åren 1990-2004 lämnades emellertid endast tio stycken erbjudanden som uttryckligen var föranledda av budpliktsreglerna. Detta tyder antingen på att aktieförvärvare undviker att hamna i en budpliktssituation, eller att beviljande av dispens från budplikt är vanligt förekommande. I vissa fall är det enligt min mening inte skäligt att uppställa budpliktsskyldighet. För en förvärvare innebär budplikten ökade kostnader, det är därför av största vikt att undantag kan beviljas för de fall där ett förvärv utan budplikt är viktigt för målbolagets fortlevnad. Det finns omständigheter som medför att ett bolag måste kunna inskränka på minoritetens rätt, till exempel för att undvika att bolaget försätts i konkurs. Genom att ge AMN behörigheten att bevilja dispens skapas en flexibilitet i reglerna om budplikt, vilket även i de flesta fall gynnar minoriteten. Ur ett rättssäkerhetsperspektiv anser jag att de undantag som förenas med villkor är att föredra framför övriga. Genom villkoren beaktas budpliktens syfte likväl som bolaget eller förvärvaren ges en möjlighet att genomföra de åtgärder som förvärvet avsåg att medföra.

Som framkommit ovan är det mycket ovanligt att AMN inte beviljar dispens i sina uttalanden. Jag har självfallet inget att invända emot beträffande de fall där den beviljade dispensen är baserad på särskilda skäl. Dessa särskilda skäl omnämns i förarbetena till LUA och utgör olika omständigheter som kan medföra undantag till budplikt. Det jag reagerar på är att nämnden i flera fall medger dispens utan stöd av särskilda skäl. Här ifrågasätter jag ifall AMN istället för att beakta det reella syftet med budplikten, det vill säga att skydda minoriteten, tar hänsyn till den reella avsikten med aktieförvärvet. Omständigheterna som beviljar dispens skall utgöra särskilda skäl och således vara rimliga och välgrundade. Det är viktigt att AMN ställer hårda krav vad gäller frågan om undantag till budplikten för att upprätthålla rättssäkerheten och inte urholka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Att införa en exemplifiering eller uttömmande uppställning i lag avseende de särskilda skäl som kan berättiga dispens ser jag inte som någon lösning på problemet. En exemplifiering skulle troligtvis i vissa fall få förvärvare, vid omständigheter som inte uppräknas i exemplifieringen, att inte lämna in dispensansökan och således avstå från förvärv eller att göra ett offentligt uppköp som i längden är skadligt för bolaget. Min uppfattning är att flexibiliteten i regelverket härigenom skulle försämrats och snarare bidra till en ökad rättsosäkerhet istället för ökad rättsäkerhet. Flexibiliteten behövs för att kunna anpassa regelverket i takt med aktiemarknads- och aktiebolagsrättens ständiga förändring.

5.3.1 Aktiemarknadsnämndens frikostighet vid dispensärenden

I min sammanställning av Aktiemarknadsnämndens uttalanden har jag kommit fram till att nämnden till viss del är frikostig vad gäller beviljande av dispens. Något som det flera gånger har kritiserats för. Nämndens agerande kan på sikt medföra en minskning av aktieplacerarnas respekt för värdepappersmarknaden och för lagstiftning inom aktiebolagsrätten i allmänhet. Reglerna kring budplikt syftar enbart till att skydda aktieägarminoriteten och detta skall således speglas i nämndens beslut.

Det är därför viktigt att AMN gör en avvägning mellan behovet av att skydda aktieägarminoriteten och intresset att skapa en effektiv kapitalmarknad. Båda dessa sidor är viktiga skyddsintressen på värdepappersmarknaden. Denna typ av avvägning behövs dels för att budplikten skall uppfylla sitt syfte, dels för att inte förhindra bildandet av en stark marknad för investerare. Som jag ser det kan detta uppnås genom att nämnden ställer krav på att en kontrollförvärvare uppfyller de särskilda skälen som anges i förarbetena till LUA, för att dispens från budplikt skall medges. Enligt min mening bör AMN således ta större hänsyn till minoritetsskyddet än vad som nu verkar vara fallet. Detta underbyggs av EU-direktiv, lag och förarbeten. Ett beviljat undantag från budplikt skall följaktligen kräva särskilda skäl, ekonomiska svårigheter och enligt mig alltid förenas med någon typ av villkor. Aktiemarknadsnämndens uttalanden visar emellertid en tydlig utveckling mot att bolagets bästa går före aktieägarminoritetens bästa. Vilket innebär att reglerna därmed inte tillgodoses. Skulle konsekvenserna av den nya lagstiftningen och självregleringen, med möjlighet till dispens från budplikt visa sig slå för hårt mot minoritetsaktieägarna bör lagstiftaren se över reglernas utformning.

6 Käll- och litteraturförteckning

6.1 Offentligt tryck

6.1.1 Propositioner

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

6.1.2 Betänkanden

Statens offentliga utredningar

SOU 2005:58. Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden

6.1.3 Direktiv och aktiemarknadsregler

Direktiv 2004/25/EG. Om uppköpserbjudanden

Finansinspektionens föreskrift FFFS 2006:4.

Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv, 2003.

6.2 Litteratur

Bergström, Claes och Rydqvist, Kristian, *Marknaden för företagskontroll – En analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag*, SNS Förlag, Stockholm, 1992.

Bergström, Claes och Samuelsson, Per, *Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner*, Intressekonflikter och finansiella marknader, nr 4. Iustus Förlag AB, Västerås, 2006.

Bergström, Claes och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, Andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Göteborg 2001.

Ferrarini, Guido, Hopt, Klaus J., Winter, Jaap och Wymeersch, Eddy, *Reforming company and takeover law in Europe*, Oxford University Press, Oxford, Storbritannien, 2004.

Kraakman, Reiner, R., Davies, Paul, Hansmann, Henry, Hertig, Gerard, Hopt, Klaus, J., Kanda, Hideki och Rock, Edward, B., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Storbritannien, 2004.

Kågerman, Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem – Lagreglering, självreglering och etik*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2001.

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert och Skog, Rolf, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure Bokhandel, Stockholm, 2004.

af Sandeberg, Catarina., Sevenius, Robert., *Börsrätt*, Studentlitteratur, Polen 2007.

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2007.

Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, tjugoförsta upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2006.

Stattin, Daniel, *TAKE-OVER, Offentliga uppköpserbjudanden reglering, tolkning och tillämpning*, Thomson Fakta, Stockholm 2006.

6.3 Periodiskt tryck

af Sandeberg, Catarina., *“Fungerar självregleringen på värdepappersmarknaden utan övervakning?”*, Balans, Nr. 1, s. 36-40, 2002.

Hansen, J L, *The Mandatory Bid Rule – The Rise to Prominence of a Misconception*, Scandinavian Studies in Law, Vol 45, 2003.

Skog, Rolf, *“Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarkanden: Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv”*, Balans, Nr. 8-9, s. 23-28, 1996.

Stattin, Daniel, *Om aktieägaravtal*, JT 2004-2005.

6.4 Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1999:6	AMN 2003:32	AMN 2005:30
AMN 1999:7	AMN 2003:33	AMN 2005:31
AMN 1999:9	AMN 2004:1	AMN 2005:33
AMN 1999:12	AMN 2004:3	AMN 2005:35
AMN 1999:13	AMN 2004:7	AMN 2005:41
AMN 1999:19	AMN 2004:10	AMN 2005:42
AMN 1999:23	AMN 2004:12	AMN 2005:43
AMN 2000:10	AMN 2004:13	AMN 2005:44
AMN 2000:12	AMN 2004:14	AMN 2005:50
AMN 2000:14	AMN 2004:20	AMN 2006:3
AMN 2000:18	AMN 2004:25	AMN 2006:4
AMN 2001:6	AMN 2004:27	AMN 2006:8
AMN 2001:9	AMN 2004:28	AMN 2006:9
AMN 2001:30	AMN 2004:33	AMN 2006:13
AMN 2001:31	AMN 2004:35	AMN 2006:15
AMN 2002:12	AMN 2004:36	AMN 2006:16
AMN 2002:15	AMN 2004:37	AMN 2006:17
AMN 2002:22	AMN 2004:38	AMN 2006:37
AMN 2002:28	AMN 2004:41	AMN 2006:41

AMN 2002:29	AMN 2004:42	AMN 2006:43
AMN 2002:30	AMN 2004:44	AMN 2006:44
AMN 2002:31	AMN 2005:6	AMN 2006:47
AMN 2003:4	AMN 2005:8	AMN 2006:49
AMN 2003:5	AMN 2005:9	AMN 2006:50
AMN 2003:11	AMN 2005:10	AMN 2006:58
AMN 2003:16	AMN 2005:12	AMN 2007:1
AMN 2003:19	AMN 2005:14	AMN 2007:2
AMN 2003:22	AMN 2005:20	AMN 2007:3
AMN 2003:24	AMN 2005:24	AMN 2007:8
AMN 2003:25	AMN 2005:27	AMN 2008:4
AMN 2003:28	AMN 2005:28	AMN 2008:27
AMN 2003:31	AMN 2005:29	AMN 2007:38

6.5 Övrigt

6.5.1 Elektroniska källor

Näringslivets Börskommitté

www.naringslivetsborskommitte.se