



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Juridiska Institutionen

Programmet för Juris kandidatexamen

De svenska reglerna om budplikt

-fem år efter genomförandet av Takeover-direktivet

Emma Andersson

Examensarbete HT 2012

30 högskolepoäng

Handledare

Rolf Skog

Innehåll

1 Inledning	4
1.1 Syfte	5
1.2 Frågeställning	5
1.3 Metod	5
1.4 Disposition	6
2 Takeover-direktivet	7
2.1 Sveriges takeover-reglering före direktivet	9
2.2 Utredningens tolkning av direktivet	10
2.3 Sveriges takeover-reglering efter implementeringen av direktivet	11
3 Rapporten och den externa undersökningen	14
3.1 Definitionen av att handla i samförstånd	14
3.2 Kringgående av budplikt	16
3.3 Dispens från budplikt	18
3.3.1 Fyra kategorier av undantag	20
3.3.1.1 Tekniska undantag	20
3.3.1.2 Undantag för att skydda budgivare eller den kontrollerande aktieägarens intressen ..	20
3.3.1.3 Undantag för att skydda långivares intressen	23
3.3.1.4 Undantag för att skydda andra intressenters intressen	23
3.3.2 Sammanfattning	24
4 Den svenska regleringen	26
4.1 Definitionen av att handla i samförstånd	26
4.2 Kringgående av budplikt	28
4.2.1 Tre tänkbara lösningar	29

4.3 Dispens från budplikt	30
5 Avslutande reflektioner	36
6 Källförteckning	38

1 Inledning

I den svenska takeover-regleringen finns det regler om budplikt. Budplikt uppkommer när en aktieägare ensam eller tillsammans med en närstående uppnår minst trettio procent av rösterna i ett börsbolag. I ett sådant fall måste aktieägaren lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget till övriga aktieägare. Dessa ges således en möjlighet att sälja sina aktier. Syftet med regeln är att skydda minoritetsägare i samband med ett kontrollägarskifte. Finansinspektionen ska övervaka att reglerna följs; Aktiemarknadsnämnden har till uppgift att tolka samt meddela dispens från dessa.

Sedan reglerna om budplikt infördes år 1999 har de utsatts för viss kritik. Framför allt har det ifrågasatts hur väl minoritetsägare egentligen skyddas i samband med att dispens beviljas.

Reglerna om budplikt är även föremål för EU-rättslig reglering. Direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden¹ (Takeover-direktivet) syftar till att harmonisera regleringen av offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden inom EU. Takeover-direktivet berör många delar av en takeover-process; allt ifrån information om erbjudanden till målbolagsstyrelsens roll. Reglerna om budplikt utgör dock en mycket central del av direktivet. Budplikten kan emellertid inte göras undantagslös; i direktivet finns därför bestämmelser om dispens från budplikt.

Enligt direktivets artikel 20 ska Kommissionen granska direktivet fem år efter det att direktivet genomförts. Som ett resultat av denna granskning överlämnade Kommissionen i juni 2012 en rapport till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén samt Regionkommittén.² Rapporten bygger på en extern undersökning, *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*,³ som genomförts av Marccus Partners på uppdrag av Kommissionen.

¹ Direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

² Rapport från kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén samt Regionkommittén - Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden. Bryssel den 28.6.2012 KOM(2012) 347 slutlig. (Rapporten)

³ Marccus Partners i samarbete med Centre for European Policy Studies. *Study on the application of the Directive 2004/25/EC on takeover bids*, Juni 2012. http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm (Study)

1.1 Syfte

Uppsatsen syftar till att stämma av den svenska regleringen rörande budplikt mot den nyligen genomförda undersökningen. Vid en genomgång av rapporten samt den externa undersökningen ser man att Sverige tas upp i mycket begränsad omfattning. Det finns därför ett behov av att klargöra hur den svenska takeover-regleringen förhåller sig till direktivet.

1.2 Frågeställning

Den övergripande frågeställningen i uppsatsen är hur den svenska regleringen förhåller sig till direktivet. I den nyligen genomförda undersökningen uppmärksammas tre framväxande problem rörande budplikt. Dessa tre problem lägger grunden för mer specifika frågeställningar: i) hur ser definitionen av att handla i samförstånd ut i Sverige, ii) kringgår budplikt i samband med frivilliga uppköpserbjudanden, samt iii) hur förhåller sig de svenska reglerna om dispens från budplikt till direktivet. Målet med uppsatsen är att föra en diskussion kring de svenska budpliktsreglerna och huruvida dessa fungerar väl eller om de kan förbättras.

1.3 Metod

Jag har använt mig av en deskriptiv metod för att beskriva rättsläget i Sverige. Jag har även använt mig av en komparativ metod för att studera hur de svenska takeover-reglerna står sig i förhållande till Takeover-direktivet. Jag har studerat utländsk lag och praxis vilket har möjliggjort en kritisk granskning av de svenska reglerna. Regleringen rörande frivilliga uppköpserbjudanden i Storbritannien, Spanien samt Tyskland är av särskild relevans då de innehåller lösningar på problemet som kan uppstå i samband med frivilliga uppköpserbjudanden (mer om detta i avsnitt 3.3). Systemen för att bevilja dispens i länder så som Tyskland, Storbritannien, Frankrike, Finland, Nederländerna, Spanien, Österrike, Irland samt Belgien bidrar till en förståelse av hur mångfacetterade undantagen från budplikt är. Jag har även studerat den svenska aktiebolagslagen då den är av relevans för problemet rörande definitionen av att handla i samförstånd.

1.4 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i fyra delar. Den första delen (kap. 2) är en genomgång av direktivet, för att förstå syftet med detta, samt en genomgång av den svenska takeover-regleringen före och efter implementeringen av direktivet. Genomgången bidrar till en förståelse av varför den svenska takeover-regleringen ser ut som den gör idag. I den andra delen (kap. 3) studerar jag de problem rörande reglerna om budplikt som uppmärksammas i rapporten och den externa undersökningen. I den tredje delen (kap. 4) analyserar jag hur de svenska reglerna står sig i förhållande till direktivet. I de fall den svenska takeover-regleringen anses bristfällig, med hänsyn till de problem som uppmärksammas i den externa undersökningen, presenteras här även förslag till lösningar. I den avslutande delen (kap. 5) summerar och diskuterar jag mina slutsatser.

2 Takeover-direktivet

Takeovers⁴ var inte vanliga i Sverige och resterande delar av Kontinentaleuropa förrän vid mitten av 1980-talet. Orsaken till detta var främst att ägarstrukturen var mycket koncentrerad. Det fanns inte ett behov av att snabbt nå ut till en stor och spridd ägarkrets genom offentliga uppköpserbjudanden i samband med företagsförvärv. I Storbritannien var ägandet långt tidigare mycket spritt och offentliga uppköpserbjudanden vanliga. På grund av detta hade Storbritannien en väl utvecklad takeover-reglering, The City Code on Takeovers and Mergers (The City Code), redan år 1968.⁵

I samband med att offentliga uppköpserbjudanden blev vanligare i resterande delar av Europa växte nationella regler fram i de olika medlemsstaterna. Reglerna hade många likheter men det fanns även tydliga skillnader. På EU-nivå såg man ett behov av att harmonisera medlemsstaternas regler rörande uppköpserbjudanden som ett led i förverkligandet av den inre marknaden. Ett direktiv ansågs också komma "möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet."⁶

Att nå fram till ett gemensamt beslut rörande takeover-direktivet var allt annat än en smidig process. Det första direktivförslaget presenterades år 1989 men det kom att ta femton år tills direktivet antogs.⁷

Redan så tidigt som 1974 presenterades ett direktivutkast. Det var EU-kommissionen som gett den brittiske professorn Robert Pennington i uppdrag att arbeta fram ett utkast och det var starkt influerat av Storbritanniens The City Code. Där lyftes principer fram som kom att bli grundstenar i direktivet. Bland annat att aktieägare i bolag som är föremål för uppköpserbjudande ska garanteras en rättvis och rimlig behandling. Det fanns även bestämmelser rörande en budgivares agerande innan offentliggörandet av ett erbjudande, budplikt, innehållet i uppköpsprospekt och målbolagets

⁴ Takeovers är ett sätt att genomföra ett företagsförvärv genom att en budgivare lämnar ett offentligt erbjudande (frivilligt eller obligatoriskt) till värdepappersinnehavarna i ett målbolag om att förvärva samtliga eller en del av dessa värdepapper. Ett takeover-bud medför att det sker ett kontrollägarskifte.

⁵ Skog, R, *Takeover-direktivet - en historia utan slut?*, Nordisk tidskrift för selskabsret, 2001:4, s. 408.

⁶ *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Prop. 2005/06:140, s. 34-35.

⁷ Skog, s. 408.

agerande.⁸ Medlemsstaternas intresse för utkastet var emellertid svagt. År 1987 presenterade Kommissionen ytterligare ett direktivutkast men det utsattes för hård kritik.⁹

Ett reviderat direktivförslag presenterades år 1990, men även det fick stark kritik. Medlemsstaterna var oense om formen för regleringen och hur omfattande direktivet skulle vara. Det fanns de som tyckte att direktivet endast skulle bestå av grundläggande principer. Storbritannien var även mycket skeptiskt till att ge upp en väl fungerande självreglering.¹⁰

Som svar på kritiken presenterade Kommissionen år 1996 ännu ett nytt förslag, som denna gång hade formen av ett ramdirektiv. I stället för en detaljerad uppsättning regler bestod det i stor utsträckning av mer allmänt hållna regler. Förslaget lämnade större utrymme för medlemsstaterna att själva bestämma hur reglerna skulle implementeras i nationell lagstiftning, t.ex. genom lagstiftning eller självreglering.¹¹

Trots att hänsyn tagits till kritiken rådde det motsättningar på flera punkter.¹² Förhandlingar pågick fram till år 2000 då Rådet till slut ställde sig bakom ett direktivförslag.¹³ Parlamentet motsatte sig dock förslaget. Ett förlikningsförfarande påbörjades år 2001 mellan Rådet och Parlamentet. Det var framförallt punkten rörande möjligheten för en styrelse att vidta försvarsåtgärder som blev föremål för diskussion. Vid ett sista sammanträde den 5 juni 2001 var det rådets linje som segrade; "styrelsen i ett målbolag skulle inte få vidta några försvarsåtgärder utan aktieägarnas uttryckliga godkännande därav efter det att budet presenterats."¹⁴ Man trodde då att förhandlingarna nått ett slut men det krävdes även att Parlamentet röstade i frågan. Under den tid som kvarstod fram till omröstningen i parlamentet den 4 juli visade det sig finnas tillräckligt med tid för

⁸ Skog, s. 408.

⁹ Skog, s. 408.

¹⁰ Skog, s. 409.

¹¹ Blanaid, Clarke, *Takeover Regulation- through the Regulatory Looking Glass*, German Law Journal, Vol.08 No.04 (HeinOnline -- 8 German L.J 381 2007) s. 382.

¹² Blanaid, s. 382.

¹³ EGT C 23, 24.1.2001, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2001:023:0001:0014:SV:PDF> s. 1.

¹⁴ Skog, s. 414.

“lobbyverksamhet.”¹⁵ Omröstningen slutade oavgjort med 273 ja-röster och 273 nej-röster. Arbetet med takeover-regleringen hamnade återigen på Kommissionens bord.

Efter att direktivet röstats ner utsåg Kommissionen en juridisk expertgrupp ledd av professor Jaap Winter med uppgift att presentera förslag till lösningar på de problem som parlamentet uppmärksammat. Expertgruppen presenterade en rapport, den så kallade Winter-rapporten, i början av år 2002.^{16 17} På basis av denna rapport utarbetades ett sista förslag till ett direktiv och förslaget godkändes tillslut i april 2004.¹⁸

2.1 Sveriges takeover-regleringen före direktivet

Den svenska takeover-regleringen bestod ursprungligen av Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv (NBK-reglerna).¹⁹ NBK-reglerna var en del av näringslivets självreglering, vars syfte var att verka för god sed på aktiemarknaden.²⁰

Redan år 1971 utfärdade NBK en rekommendation rörande offentliga uppköpserbjudanden. Fram till och med år 2003 skedde ett antal revideringar och tillägg; bland annat infördes regler om budplikt år 1999.

Aktiemarknadsnämnden (AMN) bildades år 1986 med uppgift att genom uttalanden i enskilda fall verka för god sed på aktiemarknaden. Ett av nämndens huvudområden är att göra uttalanden i frågor rörande uppköpserbjudanden. I samband med att reglerna om budplikt infördes i NBK-reglerna fick AMN, genom en föreskrift i rekommendationen, även till uppgift att tolka samt meddela dispens från rekommendationen.²¹

¹⁵ Skog, s. 415.

¹⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 2002, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

¹⁷ Van Hooghten, P, “The European Takeover Directive: A Commentary.” *The European Takeover Directive and Its Implementaiton*. Oxford University Press, 2009, s. 4.

¹⁸ Blanaid, s. 383.

¹⁹ NBK bildades 1966, med syfte att verka för god sed på aktiemarknaden.

²⁰ Prop. 2005/06:140, s. 37.

²¹ Nyström, Sjöman, “Den Svenska takeover-regleringen - ett samspel mellan regelmakaren och Aktiemarknadsnämnden,” *Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi*, 2011, s. 82.

2.2 Utredningens tolkning av direktivet

Regeringen tillkallade en särskild utredning för att lämna förslag till hur Takeover-direktivet skulle genomföras i Sverige. Utredningen lämnade år 2005 över betänkandet, *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden*.²² Utredningen klargjorde att direktivet, som var det trettonde bolagsdirektivet, skiljde sig från de tidigare direktiven på så sätt att det inte behövde genomföras endast genom nationellt bindande regler eller fast rättspraxis; direktivet kunde även genomföras genom en kod eller självreglering. Enligt utredningens tolkning av direktivet var dock förutsättningen för detta att koden eller självregleringen fastställdes “av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna för takeover-erbjudanden.”²³ Med andra ord behövde självregleringen vara förankrad i en offentlig reglering.²⁴

I utredningen fann man att NBK-reglernas materiella innehåll till stor del överensstämde med direktivets regler. Likheterna kan förklaras med att både NBK-reglerna och direktivet hämtat inspiration från The City Code.²⁵ Reglerna ansågs även vara välutvecklade och välfungerande. Enligt utredningen var det viktigt att den investering som “gjorts i uppbyggnad, utveckling och förankring” i en sådan rättslig infrastruktur så långt som möjligt tillvaratogs i en framtida reglering.²⁶

²² *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden*, SOU 2005:58.

²³ SOU, s. 48.

²⁴ SOU, s. 71.

²⁵ Prop. 2005/06:140, s. 34.

²⁶ SOU, s. 75.

2.3 Sveriges takeover-regleringen efter implementeringen av direktivet

Till följd av direktivet återfinns den svenska takeover-regleringen numera i en kombination av lag och självreglering.

I 13 kap. 8 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VPML) föreskrivs att en börs ska ha regler om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i de bolag vilkas aktier är upptagna till handel på den reglerade marknad som börsen driver. Till följd av detta finns det på NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB en ny anpassad version av NBK-reglerna, *Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (takeover-reglerna)*.^{27 28}

Nytt för den svenska takeover-regleringen är lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden (LUA). I LUA finns en kombination av grundläggande bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden och mer detaljerade regler rörande till exempel budplikt, som tidigare fanns i NBK-reglerna.²⁹ Budgivare måste enligt 2 kap.1 § LUA åta sig att följa takeover-reglerna gentemot börsen.

En särskild bestämmelse i *takeover-reglerna* fastställer i sin tur att en budgivare är skyldig att offentliggöra sitt erbjudande. I samband med offentliggörandet ska budgivaren ange "att budgivaren gentemot börsen åtar sig att följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden och underkasta sig de sanktioner som börsen får besluta om vid överträdelse av dessa regler."³⁰ Budgivare ska även ange att de regler som börsen fastställt ska gälla för erbjudandet. Detta får effekten att takeover-reglerna även blir en del av den kontraktuella relationen mellan budgivare och aktieägare. Till sist är även målbolaget skyldigt att följa takeover-reglerna.³¹

²⁷ Nyström, Sjöman, s. 82.

²⁸ Skog, R, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden - bolag på reglerade marknader*, Nordisk tidskrift för selskabsret, 2009:3, s. 123. - År 2009 skedde en omfattande revidering av takeover-reglerna.

²⁹ LUA 3 kap.

³⁰ Takeover-reglerna, II.3.

³¹ Nyström, Sjöman, s. 84.

Nyström och Sjöman beskriver strukturen som “tre tvingande kontraktuella bindningar”:

(i) budgivarens åtagande gentemot börsen att följa reglerna,

(ii) budgivarens inkorporering av reglerna i sitt avtalsrättsligt bindande anbud till målbolagsaktieägarna och

(iii) målbolagets åtagande gentemot börsen att följa börsens regelverk, däribland de delar av takeover-reglerna som rör målbolaget.³²

Det är fortfarande AMN som tolkar och meddelar dispens från takeover-reglerna. I och med den ovan nämnda konstruktionen har dock den rättsliga grunden för takeover-reglerna ändrats. I stället för NBK är det riksdagen som är den nya regelmakaren.³³ Enligt 7 kap. 10 § LUA får Finansinspektionen meddela föreskrifter om att frågor rörande tolkningsbesked och dispens “får beslutas av ett organ med representativa företrädare för näringslivet.” AMNs verksamhet bedrivs numera på delegation från Finansinspektionen.³⁴

Till skillnad från reglerna om budplikt har alltså undantagen från budplikt inte förts in i lag. I stället har man bevarat möjligheten att besluta om dispens i varje enskilt fall. Enligt Munck trodde nog många att AMN:s dagar var räknade i samband med att Takeover-direktivet skulle implementeras i svensk rätt “eftersom nämnden inte riktigt passade in i direktivets modeller.”³⁵ Viss kritik riktades även mot sammansättningen av organet som skulle besluta om dispens; bland annat OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen och Aktiespararna ansåg att den inte var tillräckligt bred.³⁶ Intresset i näringslivet av att behålla nämnden var dock mycket starkt. AMN fortsätter alltså att, genom sina uttalanden, forma budpliktens reella innebörd i Sverige.³⁷ Orsaken till att man inte slog fast att Finansinspektionen som tillsynsmyndighet skulle ta beslut om undantag och tolkningsbesked var främst att det skulle behövas en “väsentlig resursförstärkning.”³⁸

³² Nyström, Sjöman, s. 84.

³³ Nyström, Sjöman, s. 92.

³⁴ 7 kap. 10 § LUA samt FFFS 2007:17 14.1.

³⁵ Munck, J, Aktiemarknadsnämnden 25 år, Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi, 2011, s. 13.

³⁶ Prop. 2005/06:140, s. 81-82. “Finansinspektionen, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen och Aktiespararna har ansett att ett sådant organ som efter delegation skall kunna meddela dispenser och förhandsbesked bör ha en bredare sammansättning än vad som har kommit till uttryck i utredningens förslag. Övriga remissinstanser har tillstyrkt eller inte haft några invändningar mot förslaget.”

³⁷ Nyström, Sjöman, s. 92.

³⁸ Prop. 2005/06:140, s. 82.

Genom ovan nämnda konstruktion har man försäkrat att det som tidigare var NBK:s takeover-regler har inordnats i en offentlig struktur så att kraven i direktivet uppfylls samtidigt som man bevarar en väl fungerande självreglering. NBK-reglernas materiella innehåll har i stort sett tillvaratagits, näringslivet har fortsatt inflytande över reglernas utformning och AMN har en fortsatt central roll vad gäller tolkning, meddelande av förhandsbesked samt beslut om dispens.

3 Rapporten och den externa undersökningen

I rapporten och den externa undersökningen uppmärksammas ett antal *framväxande problem*; tre av dessa berör reglerna om budplikt. Nedan följer en genomgång av dessa.

3.1 Personer som handlar i samförstånd

För det första är definitionen av *personer som handlar i samförstånd* mycket varierad inom EU. Genom hänvisning till den externa undersökningen uppmärksammar Kommissionen detta som ett av de framväxande problemen. Enligt Kommissionen “bör begreppet *personer som handlar i samförstånd* förtydligas på EU-nivå för att skapa större rättssäkerhet för internationella investerare i fråga om i vilken omfattning de kan samarbeta med varandra utan att det ska betraktas som *personer som handlar i samförstånd* och riskera att utlösa budplikten.”³⁹

Variationen beror på att vissa medlemsstater⁴⁰ endast utgår från definitionen i Takeover-direktivet medan andra medlemsstater⁴¹ kompletterar denna med definitionen i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (Öppenhetsdirektivet).

42

I Takeover-direktivet definieras *personer som handlar i samförstånd* i artikel 2.1 d som:

Fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren eller målbolaget på grundval av ett uttryckligt, eller underförstått, muntligt eller skriftligt avtal som syftar antingen till att uppnå kontroll över målbolaget, eller till att försvåra ett framgångsrikt genomförande av erbjudandet.

³⁹ Rapporten, s. 9.

⁴⁰ Exempelvis Österrike, Cypern, Danmark, Italien, Ungern, Irland, Luxemburg, Nederländerna, Slovakien, Storbritannien.

⁴¹ Exempelvis Belgien, Finland, Frankrike, Tyskland, Polen, Portugal, Rumänien, Spanien, Sverige.

⁴² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad.

I Öppenhetsdirektivet artikel 10 a definieras *personer som handlar i samförstånd* som:

En tredje part med vilken den fysiska eller juridiska personen har ingått ett avtal som förpliktar dem att anta en bestående gemensam hållning gällande förvaltningen av emittenten i fråga på grundval av ett samordnat utnyttjande av de berörda rösträtterna.

Som man ser skiljer sig de två definitionerna åt. Enligt Öppenhetsdirektivet kan aktieägare anses *handla i samförstånd* då de genom ett avtal antar en gemensam hållning gällande förvaltningen av ett bolag. Till skillnad från Öppenhetsdirektivet omfattar definitionen i Takeover-direktivet specifikt en *förvärvssituation*. I medlemsstater som valt en kombination av de två definitionerna kan därför investerare, allt oftare, befinna sig i situationer där de anses *handla i samförstånd*.⁴³ I brittisk rätt återfinns begreppet i Takeover-code Section F Rule 9 och definitionen har sin utgångspunkt i Takeover-direktivet.⁴⁴ Detta får till följd att ett avtal mellan parter gällande gemensam hållning av förvaltning inte aktualiserar budplikt, även om deras gemensamma innehav överstiger gränsen för budplikt. Det är först då någon av parterna *förvärvar* aktier som budplikt aktualiseras.⁴⁵

Det finns en oro över att en allt för omfattande definition av begreppet skapar osäkerhet bland investerare vilket i sin tur begränsar viljan att arbeta aktivt med bolag man investerat i.⁴⁶

Enligt rapporten ska åtgärder vidtas för att förtydliga begreppet *personer som handlar i samförstånd*. Behovet av förtydligande uppmärksammades bland annat av respondenterna⁴⁷ till *Kommissionens grönbok om en EU-ram för bolagsstyrning*.⁴⁸ Enligt Kommissionen är ett förtydligande nödvändigt för att skapa rättssäkerhet för investerare. Det skulle även "främja goda standarder för bolagsstyrning för företag som är noterade i EU" samt ge aktieägare "större

⁴³ Study, s. 133.

⁴⁴ Section F. The Mandatory Offer and its Terms. Rule 9., *The Takeover Code*. "When: (a) any person *acquires*, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company."

⁴⁵ Study, s. 133.

⁴⁶ Rapporten, s. 6.

⁴⁷ Feedback Statement - Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework, Brussels, 15 Nov. 2011, s. 14.

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

"A large number of respondents to this question indicated the need to clarify the provisions on acting in concert, which currently appear to raise problems for shareholders. In the respondents' view, this could take place either by a **revision of the current provisions** (e.g. Takeover Bid Directive), **by providing guidance or by a negative list of what does not constitute acting in concert.**"

⁴⁸ Grönbok - En EU-ram för bolagsstyrning av den 5 april 2011, KOM (2011) 164 slutlig, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_sv.pdf#.

möjlighet att ställa styrelserna till ansvar för sitt agerande.”⁴⁹ Kommissionen föreslår att detta görs antingen genom riktlinjer från Kommissionen eller Europeiska värdepappers-och marknadsmyndigheten (ESMA). Riktlinjerna måste i sin tur vara förenliga med målet i Kommissionens grönbok, dvs. “långsiktigt, stabilt ägande som främjar en hållbar tillväxt på den europeiska marknaden.”⁵⁰

3.2 Kringgående av budplikt

För det andra uppmärksammas att Takeover-direktivets artikel 5.2 kan användas av budgivare för att kringgå regeln om budplikt.

Artikel 5.2 fastställer att:

Om kontroll har uppnåtts efter ett frivilligt erbjudande i enlighet med detta direktiv till alla värdepappersinnehavare och avseende hela deras innehav, föreligger inte längre skyldighet att lämna ett erbjudande i enlighet med punkt 1.

Med andra ord uppkommer inte budplikt då en budgivare uppnår eller passerar gränsen för budplikt i samband med ett frivilligt uppköpserbjudande.

Om gränsen för budplikt exempelvis är 30 procent kan en budgivare som ligger strax under tröskelvärdet uppnå kontroll med hjälp av ett frivilligt uppköpserbjudande utan att budplikt aktualiseras. I en sådan situation behöver budgivaren endast förvärva en mycket liten andel för att uppnå kontroll. Det är sedan fritt fram för denne att förvärva ytterligare aktier utan att budplikt uppkommer.⁵¹ En budgivare som ligger strax under tröskelvärdet kan således utnyttja artikel 5.2 för att kringgå regeln om budplikt.

Till skillnad från ett erbjudande till följd av budplikt ställs det inget krav på *skäligt pris* i samband med ett frivilligt uppköpserbjudande.⁵² Dock måste priset vara tillräckligt högt för att aktieägare ska

⁴⁹ Rapporten, s. 9.

⁵⁰ Rapporten, s. 9.

⁵¹ Study, s. 146.

⁵² I samband med ett offentligt uppköpserbjudande till följd av budplikt ställs det enligt direktivet artikel 5.4 krav på att priset är “skäligt.” Ett skäligt pris ska anses vara “det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denna betalat för samma värdepapper under en period, som skall fastställas av medlemsstaterna.”

vara intresserade av att delta. I en sådan situation som beskrivs ovan behöver en budgivare endast förvärva en mycket liten andel för att uppnå kontroll. Till följd av detta kan en budgivare sätta ett mycket lågt pris i sitt anbud. Enligt rapporten kommer budgivaren, trots det låga priset, "sannolikt att uppnå kontrollen genom det frivilliga erbjudandet" och därmed "utnyttja undantaget från budplikten."⁵³ Det är sannolikt eftersom det i de flesta fall finns några aktieägare som accepterar det låga priset.

I vissa medlemsstater måste dock särskilda krav uppfyllas i samband med ett frivilligt uppköpserbjudande för att budgivare ska undantas från budplikt. I exempelvis Storbritannien och Spanien föreskrivs i nationell lagstiftning att budgivare måste förvärva en viss minsta andel av aktierna.⁵⁴ I Storbritannien har man valt att införa en *acceptnivå* vid 50 procent.⁵⁵ Budgivaren måste alltså förvärva minst 50 procent av aktierna i samband med ett frivilligt uppköpserbjudande. Om budgivaren inte uppnår 50 procent faller budet. Syftet med acceptnivån är att säkra ett *skäligt pris*. I samband med att fler aktieägare deltar i ett uppköpserbjudande ökar reservationsvärdet på aktierna.⁵⁶ Förvärvaren måste lägga ett bud med någorlunda högt pris för att tillräckligt många aktieägare ska vara intresserade av att delta i budet.

I stället för en acceptnivå har man i Tyskland valt att införa en regel där frivilliga uppköpserbjudanden, precis som erbjudanden till följd av budplikt, måste ske till ett *skäligt pris*.⁵⁷

Situationen som beskrivs ovan, där budgivare kringgår budplikt med hjälp av artikel 5.2, är inte förenlig med direktivets syfte att skydda minoritetsägare i samband med ett kontrollägarskifte. För

⁵³ Rapporten, s. 8.

⁵⁴ Study, s. 145.

Spain - "where control is attained after a voluntary bid which was made for all the shares of the offeree company and the bid was either (i) filed at an equitable price or (ii) *accepted by shareholders representing at least 50% of the voting rights targeted by the bid, excluding voting rights already owned by the offeror for which the offeror had reached an agreement with shareholders.*"

⁵⁵ Section G, The Voluntary Offer and its Terms. Rule 10. The Acceptance Condition, *The Takeover Code*. "It must be a condition of any offer for voting equity share capital or for other transferable securities carrying voting rights which, if accepted in full, would result in the offeror holding shares carrying over 50% of the voting rights of the offeree company that the offeror will not become or be declared unconditional as to acceptances unless the offeror has acquired or agreed to acquire (either pursuant to the offer or otherwise) shares carrying over 50% of the voting rights."

⁵⁶ Reservationsvärdet på en aktie är det värde som varje enskild aktieägare anser att aktien har. Eftersom olika personer har olika uppfattningar om värdet, kommer reservationsvärde för en viss aktie att vara lågt för vissa aktieägare, högre för andra och ytterligare högre för andra osv.

⁵⁷ 31 § första stycket Wertpapiererwerbs - und Übernahmegesetz (2002). Study, s. 145.

Germany - "In Germany, voluntary bids are subject to the requirement of an equitable price applicable to mandatory bids."

det första går minoritetsägare miste om kontrollpremien och för det andra har de inte möjlighet att lämna bolaget. Enligt Kommissionen ska lämpliga åtgärder vidtas för att “avskräcka från användning av denna teknik inom EU, exempelvis genom bilaterala diskussioner med berörda medlemsstater eller genom att utfärda rekommendationer.”⁵⁸

3.3 Undantagen från budplikt

I undersökningen uppmärksammas sist men inte minst det stora antal undantag som beviljas från budplikt. Enligt Takeover-direktivets artikel 4.5 får medlemsstaterna bevilja dispens från budplikt förutsatt att principerna i artikel 3.1 följs:

Förutsatt att de allmänna principerna i artikel 3.1 följs får medlemsstaterna i de regler som de utfärdar eller inför i enlighet med detta direktiv föreskriva undantag från dessa regler

i) genom att införa sådana undantag i sina nationella bestämmelser för att beakta omständigheter som fastställs på nationell nivå och/eller

ii) genom att ge sina tillsynsmyndigheter, om de är behöriga, befogenhet att, för att beakta omständigheter enligt led i, eller under andra särskilda omständigheter, frångå de nationella bestämmelserna, i det senare fallet genom ett motiverat beslut.

Av principerna i artikel 3.1 är det framför allt 3.1 (a) som är av betydelse i detta sammanhang. Enligt 3.1 (a) måste innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag behandlas lika och “om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas.”⁵⁹ I rapporten konstateras dock att direktivet inte reglerar “*hur* medlemsstaterna ska se till att de allmänna principerna i direktivet respekteras.”⁶⁰

Av den externa undersökningen framgår att det finns ett stort antal nationella undantag från budplikt och att samtliga medlemsstater tillåter undantag. Systemen för att bevilja undantag skiljer sig dock åt. Det finns system som bygger på *diskretionära undantag* och det finns sådana som bygger på *lag fastlagda undantag*; det är även möjligt att kombinera dessa två. I ett system som bygger på diskretionära undantag fattar övervakningsmyndigheterna beslut om dispens i varje enskilt fall.

⁵⁸ Rapporten, s. 10.

⁵⁹ Artikel 3.1 (a), Takeover-direktivets.

⁶⁰ Rapporten, s. 8.

Enligt den externa undersökningen är det endast ett fåtal medlemsstater som använder ett sådant system; här nämns Finland, Irland och Storbritannien.⁶¹ I Tyskland har övervakningsmyndigheten BaFin en begränsad möjlighet att fatta beslut om undantag vilket bland annat beror på att det finns riktlinjer i den tyska takeover-regleringen.⁶² I vissa medlemsstater, exempelvis Storbritannien och Nederländerna, har även aktieägare möjlighet att bevilja dispens från budplikt genom så kallade *whitewash procedures*.⁶³

⁶¹ Study, s. 140.

⁶² Study, s.140.

⁶³ Study, s.140. En *whitewash procedure* innebär att aktieägare ges möjlighet att besluta om dispens ska beviljas eller ej. Ett sådant förfarande kan dock vara förenad med risk om majoritetsägare inte utesluts från röstningen; de kan då skyddas framför minoritetsägare.

3.3.1 Fyra kategorier av undantag

I den externa undersökningen delas undantagen in i fyra kategorier beroende på vilka skyddsintressen de tillgodoser.⁶⁴ Nedan följer en genomgång av dessa.

3.3.1.1 Tekniska undantag

Den första kategorin av undantag är tekniska undantag. Ett exempel på tekniska undantag är vissa typer av målbolag som på grund av sin karaktär undantas från reglerna om budplikt. Enligt Takeover-direktivets artikel 1.2 undantas aktiefondbolag.⁶⁵ Som tekniska undantag nämns även situationer då en aktieägare förvärvar en så hög andel av aktierna i målbolaget att tvångsinlösen kan aktualiseras. För att undantag ska beviljas i en sådan situation förutsätts dock att minoritetsägare ges tillräckligt skydd.⁶⁶ Slutligen nämns även så kallade *control agreements*, det vill säga avtal som en aktieägare, som passerat gränsen för budplikt, ingår med ett moderbolag. Till följd av *control agreements* anses inte aktieägaren ha en kontrollerande ställning trots att gränsen för budplikt har passerats.⁶⁷

3.3.1.2 Undantag för att skydda budgivare eller den kontrollerande aktieägarens intressen

Denna kategori av undantag utgör den vanligaste kategorin. Enligt undersökningen skiljer man mellan situationer då det inte sker ett reellt kontrollägarskifte och situationer då det sker ett reellt kontrollägarskifte.

⁶⁴ Study, s. 40.

⁶⁵ Art. 1.2 Takeover-direktivet. "Detta direktiv skall inte tillämpas på uppköpserbjudanden avseende värdepapper som utfärdas av bolag vars verksamhet utgörs av kollektiv investering av kapital från allmänheten och som tillämpar principen om riskspridning och vars andelar på innehavarens begäran återköps eller inlöses, direkt eller indirekt, med medel från bolagets tillgångar."

⁶⁶ Study, s. 141. Exempelvis kan nämnas Österrike där budplikt inte aktualiseras då en budgivare förvärvat 90 procent eller mer.

⁶⁷ § 291 Aktiengesetz.

Situationer då det inte sker ett reellt kontrollägarskifte

Trots att en budgivare överskrider budpliktsgränsen kan undantag beviljas om det inte sker ett reellt kontrollägarskifte. För det första beviljar de flesta medlemsstater undantag då ett förvärv beror på ett *misstag*; i en sådan situation är inte syftet med förvärvet att uppnå kontroll. Dessa undantag är dock förenade med villkor om att nedbringa innehavet inom en viss tid. Dispensgrunden används bland annat i Irland och Storbritannien. I vissa medlemsstater anges specifika tidsfrister inom vilket innehavet måste nedbringas; i Nederländerna inom 30 dagar och i Tyskland ska det ske utan dröjsmål. I andra medlemsstater uppställs ytterligare krav på att innehavet endast får överstiga budpliktsgränsen med en viss procentsats. I exempelvis Frankrike får innehavet endast överstiga gränsen med 3% för att undantag ska beviljas.⁶⁸

För det andra kan undantag beviljas om det, trots att budgivaren passerat gränsen för budplikt, finns en *större ägare*. Exempel på länder som tillämpar denna dispensgrund är Finland, Storbritannien, Frankrike och Tyskland. Undantaget tillämpas även i Irland, här uppställs dock ytterligare krav om att “50% or more are held by one person or where the holders of 50% or more of the voting securities state in writing that they will not accept the mandatory bid.”⁶⁹

En tredje situation, där en budgivare kan överskrida budpliktsgränsen utan att det sker ett reellt kontrollägarskifte, är när förvärvet äger rum *inom en koncern eller företagsgrupp*. Exempelvis Tyskland, Danmark, Frankrike och Finland beviljar dispens i sådana situationer.⁷⁰ Sist ska nämnas att Belgien även beviljar undantag då förvärvet skett inom en grupp som *handlar i samförstånd*.⁷¹

⁶⁸ Study, s. 142.

⁶⁹ Study, s. 143.

⁷⁰ Study, s. 143.

⁷¹ Study, s. 144.

Situationer då det sker ett reellt kontrollägarskifte

I vissa situationer är omständigheterna sådana att dispens beviljas trots att det skett en verklig förändring av kontrollen.

För det första kan undantag beviljas då förändringen *inte har orsakats av en frivillig åtgärd*. En sådan situation kan uppstå när en aktieägars innehav ökar till följd av en åtgärd från bolagets sida; exempelvis när det totala antalet aktier minskar på grund av att ett bolag löser in aktier. Medlemsstater som beviljar undantag i sådana situationer är bland annat Irland, Storbritannien, Frankrike samt Tyskland.⁷²

En annan situation som undantas från budplikt, och som även fastslås i direktivet, är då en aktieägare passerar budpliktsgränsen genom ett *frivilligt uppköpserbjudande*. Enligt artikel 5.2 föreligger inte en skyldighet att lämna ett budpliktsbud om kontroll uppnåtts genom ett frivilligt erbjudande riktat till samtliga värdepappersinnehavare. Villkoren för undantag i en sådan situation skiljer sig dock mellan medlemsstaterna eftersom kraven på frivilliga uppköpserbjudanden varierar beroende på hur medlemsstater valt att implementera direktivet. Som nämnts ovan (avsnitt 3.2) uppställer exempelvis Storbritannien, Spanien och Tyskland särskilda krav på det frivilliga budet.⁷³

För det tredje beviljar vissa medlemsstater undantag då *förvärvet är indirekt*. Ett förvärv kan vara indirekt exempelvis då en budgivare uppnår kontroll i ett målbolag genom förvärv av aktier i ett så kallat holdingbolag. Går det att styrka att det huvudsakliga syftet var att förvärva andelar i holdingbolaget, inte målbolaget, kan undantag medges. Medlemsstater som beviljar undantag i sådana situationer använder sig även av ett så kallat *substanstest* för att avgöra om budplikt ska gälla eller ej. I exempelvis Österrike får andelarna representera högst 25 procent av nettotillgångarna i holdingbolaget; i Tyskland högst 20 procent.⁷⁴

⁷² Study, s. 144.

⁷³ Study, s. 145.

⁷⁴ Study, s. 146.

Sist men inte minst beviljar de flesta medlemsstater undantag då ett förvärv orsakats av en *personlig händelse* som är utom budgivarens kontroll. Typiskt sett omfattar personliga händelser arv och gåva. I vissa medlemsstater anses även giftermål och skilsmässa utgöra personliga händelser.⁷⁵

3.3.1.3 Undantag för att skydda långgivares intressen

Den tredje kategorin syftar till att skydda långgivares intressen. Om en långgivare innehar en finansiell säkerhet, exempelvis konvertibler, kan aktieinnehavet öka om långgivaren utnyttjar denna säkerhet. Medlemsstater som Storbritannien, Danmark och Tyskland beviljar undantag i sådana situationer villkorslöst. Andra medlemsstater uppställer krav om att aktierna ska avyttras inom en viss tidsperiod; i Belgien inom ett år och i Estland inom tio arbetsdagar.⁷⁶

3.3.1.4 Undantag för att skydda andra intressenters intressen

Den sista kategorin är undantag som syftar till att skydda andra intressenters intressen. Enligt den externa undersökningen kan andra intressenters intressen skyddas framför aktieägares intressen om det långsiktigt är bäst för företaget. Denna kategori syftar enligt undersökning till att *upprätthålla en korrekt balans* mellan aktieägare och andra intressenter.

En vanlig dispensgrund är då ett målbolag befinner sig i *finansiellt nödläge* och syftet med förvärvet är att omstrukturera bolaget. Detta kan ske i samband med att en investerare förvärvar andelar i ett bolag med syfte att rädda bolaget ur ett finansiellt nödläge. I Frankrike, Tyskland och Storbritannien är detta en vanlig dispensgrund. I exempelvis Tyskland kan BaFin, med stöd av § 9 första stycket 3 WpÜG, meddela dispens om en investerare presenterar en trovärdig strategi för omstrukturering av målbolaget. Om investeraren inte uppfyller åtagandet kan dock budplikt bli aktuellt igen.⁷⁷

Dispens kan även beviljas då kontroll har förvärvats *i samband med en företagstransaktion*, om transaktionen anses vara fördelaktig för bolaget. I en sådan situation görs en avvägning mellan aktieägarkollektivets intresse och aktieägares möjlighet att sälja sina aktier i samband med budplikt.

⁷⁵ Study, s. 146.

⁷⁶ Study, s. 147-148.

⁷⁷ Study, s. 148.

Om ett bolag exempelvis har ekonomiska svårigheter och det inte finns någon aktieägare som kan tänka sig att tillskjuta kapital kan det vara nödvändigt med en *emission*. Finns det inte en extern investerare som kan tänka sig delta i nyemissionen och budpliktsregeln hindrar en befintlig aktieägare från att delta kan detta få allvarliga konsekvenser för ett bolag. Även situationer där en aktieägare överskrider budpliktsgränsen till följd av att denne utnyttjar en företrädesrätt att teckna aktier kan utgöra en dispensgrund. Bland annat Storbritannien, Danmark, Irland och Finland beviljar dispens i sådana situationer. Som exempel på företagstransaktioner nämns även fusioner (samgående av bolag) och omstruktureringar.⁷⁸

3.3.2 Sammanfattning

Den externa undersökningen redogör mer än 35 grunder för dispens.⁷⁹ Av genomgången ovan framgår att det stora *antalet* undantag även är av mycket varierad karaktär. Detta bidrar till oklarhet om hur väl minoritetsägare skyddas vid ett kontrollägarskifte.⁸⁰ Kommissionen noterar i sin rapport att “det inte alltid är uppenbart hur den allmänna principen i direktivet, dvs. att minoritetsägarna ska skyddas vid förändring av kontrollen, uppfylls när ett nationellt undantag tillämpas.”⁸¹

Det är svårt att veta exakt vilka undantag som tillämpas av medlemsstaterna eftersom en stor del av informationen är sekretessbelagd. Enligt undersökningen är det dock vanligast att undantag medges i samband med frivilliga uppköpserbjudanden, specifika transaktioner så som ökning av kapital och fusioner, i situationer då det inte skett någon verklig förändring av kontroll och då bolag befinner sig i finansiellt nödläge.

Som konstaterats ovan är det viktigt att budpliktsregeln inte fungerar som ett hinder då ett bolag befinner sig i finansiellt nödläge. Enligt den externa undersökningen finns dock en risk för att budpliktsregeln kringgås i en sådan situation. Det bör enligt undersökningen finnas i) klara riktlinjer för när undantag får medges i en sådan situation och/eller ii) en systematisk kontroll av

⁷⁸ Study, s. 149.

⁷⁹ Study, s. 122.

⁸⁰ Rapporten, s. 7.

⁸¹ Rapporten, s. 10.

tillsynsmyndigheter; för att förhindra att regeln kringgås.⁸² Även i de fall där dispens beviljas, trots att det skett ett kontrollägarskifte, finns det risk för att regeln kringgås. Här nämns framförallt *free transfers within a family* samt undantag till skydd för långivare.⁸³

Enligt undersökningen är undantagen många, men var och ett kan motiveras. Att formulera konkreta regler i direktivet skulle vara näst intill omöjligt. Varje dispensärende skiljer sig och en prövning måste göras med hänsyn till omständigheterna i varje enskilt fall. Samtidigt pekar Kommissionen på vikten av att principen om minoritetsägares skydd tillvaratas. Enligt Kommissionen krävs det “mer information om tillämpningsområdet för nationella undantag från budplikten, om i vilken omfattning nationella undantag begränsar skyddet för minoritetsägare vid förändring av kontrollen och, i förekommande fall, vilka alternativa mekanismer som finns i nationell lagstiftning för att skydda minoritetsägare vid förändring av kontrollen.” Vidare sägs att “om utredningen visar att skyddet av minoritetsägarna är otillräckligt kommer Kommissionen att vidta de åtgärder som krävs (t.ex. överträdelseförfaranden) för att säkerställa en effektiv tillämpning av denna allmänna princip i direktivet.”⁸⁴

⁸² Study, s. 149. “However, it is important, in order to avoid circumvention of the rule, to provide either for clearly defined cases where this rule may be applied, or for a systematic control by supervisory authorities of its use, or for a combination of both.”

⁸³ Study, s. 41.

⁸⁴ Rapporten, s. 10.

4 Den svenska regleringen

4.1 Definitionen av att handla i samförstånd

Som nämnts ovan (kap. 3) uppmärksammar Kommissionen den breda definitionen av *att handla i samförstånd* som ett framväxande problem. Medlemsstaterna har frihet att definiera begreppet som de vill. Vissa har valt definitionen i Takeover-direktivet, andra har valt att kombinera denna med definitionen i Öppenhetsdirektivet.

I Sverige har man valt en konstruktion med inslag av båda definitionerna. Takeover-direktivets definition återfinns i 3 kap. 5 § 5 LUA där närstående anses vara “någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.” Enligt lagens förarbeten förutsätter detta att “det i en förvärvssituation, mellan förvärvare och en eller flera, fysiska eller juridiska, personer finns en skriftlig eller muntlig överenskommelse att vid förvärvet samverka i syfte att uppnå kontroll över bolaget.”⁸⁵

Enligt 5 § 4 LUA anses även som närstående “den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en *långsiktig gemensam hållning* i syfte att uppnå ett *bestämmande inflytande* över bolagets förvaltning.” Den punkten påminner om definitionen i Öppenhetsdirektivet men vad som utmärker 5 § 4 är att man valt att betona en *långsiktig gemensam hållning*. I lagens förarbeten sägs att “bestämmelsen kan bli tillämplig om det finns en överenskommelse om att under en längre tidsperiod, dvs. flera verksamhetsår, samordna utövandet av rösträtten vid val av i vart fall så många styrelseledamöter att dessa utgör en majoritet i styrelsen.” Exempelvis ett samordnat utövande av rösträtten genom ett aktieägaravtal. Bestämmelsen är dock inte tillämplig vid “tillfällig eller endast från tid till annan förekommande samverkan inför styrelseval eller andra stämmobeslut;” exempelvis en nomineringskommitté.⁸⁶ Kravet på *långsiktig samverkan* måste alltså vara uppfyllt för att ett avtal ska ge upphov till ett närståendeförhållande enligt 5 § 4.

⁸⁵ Prop. 2005/06:140, s. 106.

⁸⁶ Prop. 2005/06:140, s.106.

I AMN 2010:3 avsåg Fouriertransform AB och Huvudägarna att ingå ett aktieägaravtal i syfte att reglera hur de skulle utöva rösträtten i ett visst antal frågor i NovaCast Technologies. Det rörde sig bland annat om frågor om "väsentlig ändring, utvidgning eller inskränkning av bolagets verksamhet, vinstutdelning, ändring av aktiekapitalet, likvidation, fusion eller delning samt aktierelaterade incitamentsprogram."⁸⁷ Enligt nämnden var ett flertal av punkterna i avtalet av sådan långvarig karaktär att ett närståendeförhållande enligt 5 § 4 LUA ansågs etablerat och att parterna därigenom tillsammans uppnådde ett aktieinnehav som representerade minst tre tiondelar.

I ett annat uttalande från nämnden, AMN 2009:18, ansågs dock inte kravet på långsiktig samverkan vara uppfyllt. I det aktuella fallet var det fråga om ett aktieägaravtal mellan ett antal banker. Bankerna tillhörde ett banksyndikat som lämnat lån till Rottneros AB. I samband med en riktad kvittningsemission hade bankerna för avsikt att ingå (utöver syndikeringsavtalet) ett aktieägaravtal. Avtalet skulle "reglera samarbetet mellan Bankerna rörande utseende av ledamöter i Rottneros styrelse samt Bankernas medverkan i Rottneros nomineringskommitté." Syftet med detta var att säkerställa att ett visst antal styrelseledamöter hade den erforderliga kompetens som Bankerna efterfrågade. Avtalet skulle dock innehålla en begränsning; endast en minoritet av ledamöterna skulle kunna utses av Bankerna. Utöver detta hade Bankerna inte någon skyldighet att *agera samfällt*. Nämnden ansåg, i linje med uttalanden i förarbetena, att avtalet inte gav upphov till ett närståendeförhållande i 5 § 4 LUA.⁸⁸

Som nämnts ovan vidtar Kommissionen nu åtgärder för att förtydliga begreppet rörande *personer som handlar i samförstånd*. Trots tydligare riktlinjer kommer bedömningen av begreppet fortsatt vara case-baserad; det kommer ständigt komma nya fall med nya omständigheter. Formuleringen i 5 § 4 LUA (kravet på en långsiktigt gemensam hållning) skulle kunna vara en intressant lösning, även på EU-nivå, för hur man skulle kunna skapa större rättssäkerhet kring begreppet.

⁸⁷ AMN 2010:3.

⁸⁸ Se även AMN 2004:34.

4.2 Kringgående av budplikt

Som nämnts ovan (kap. 3) uppmärksammar Kommissionen även problemet med *kringgående av budplikt* i samband med frivilliga uppköpserbjudanden. Den svenska motsvarigheten till Takeoverdirektivets art. 5.2 finns i 3 kap. 3 § LUA, och problemet har även uppmärksammats av AMN.

Enligt 3 kap. 3 § LUA aktualiseras inte budplikt om en budgivare uppnår minst tre tiondelar av röstetalet genom ett offentligt uppköpserbjudande som avser samtliga aktier i bolaget. Ytterligare förvärv kan därefter göras utan att budplikt aktualiseras. Det finns ingen bestämmelse i den svenska takeover-regleringen som hindrar eller begränsar budgivare i en sådan situation.

I Sverige har problemet uppmärksammats av AMN i samband med AMN 2009:30. I det aktuella fallet låg huvudägarna i Ticket Travel Group AB, Braganza AS, med sina 29,33 procent strax under tröskelvärdet för budplikt. I sin framställning förklarade Braganza att de avsåg att lämna ett frivilligt uppköpserbjudande till aktieägarna i Ticket och därefter förvärva ytterligare aktier i bolaget.

I sitt uttalande fastställde nämnden att budplikt inte uppkom om Braganza ökade sitt innehav genom ett frivilligt uppköpserbjudande. Braganza kunde ytterligare öka sitt innehav i ett senare skede utan att budplikt aktualiserades. Nämnden uppmärksammade att det “varken i direktivet, LUA eller i de nyligen reviderade takeover-reglerna uppställs några särskilda krav i fråga om villkoren för ett sådant frivilligt framlagt erbjudande.” Nämnden ansåg sig “under de förutsättningarna inte heller kunna introducera några sådana krav” men avsåg “att uppmärksamma de berörda börserna och lagstiftaren på frågeställningen.”⁸⁹

Sammanfattningsvis kan man konstatera att den svenska takeover-regleringen är bristfällig på den här punkten. Som uppmärksammats av AMN kan en aktieägare använda sig av ett frivilligt uppköpserbjudande för att öka sitt innehav och därmed kringgå budplikt. Då problemet uppmärksammats av såväl Kommissionen som AMN är det av intresse att reflektera över några tänkbara lösningar; nedan följer en genomgång av dessa.

⁸⁹ AMN 2009:30.

4.2.1 Tre tänkbara lösningar

Ett första förslag är att införa en acceptnivå vid 50 procent så som i Storbritannien (se avsnitt 3.2). Fördelen med en sådan minimigräns är att den säkrar ett anständigt pris. Nackdelen med en sådan regel är att den är mycket hård; det skulle bli ännu dyrare att förvärva en kontrollpost.⁹⁰ Antag exempelvis att någon vill förvärva 40 procent av aktierna i ett bolag och göra det genom ett (partiellt) uppköpserbjudande. Det är enligt de brittiska reglerna inte möjligt eftersom ett bud måste villkoras av att budgivare når minst 50 procent. Värst drabbade skulle vara köpare som startar från noll och vill förvärva aktier nära budpliktsgränsen eftersom ytterligare förvärv innebär att bolagen måste lägga bud på resterande aktier upp till 50 procent. En lösning kan vara att låta regeln omfatta endast budgivare som startar strax under gränsen för budplikt; inte budgivare som startar från noll. Lösningen är dock bristfällig eftersom det skulle vara mycket svårt att avgöra vilka som *ligger nära gränsen*; ska gränsen vara vid 28%, 29%, eller 29.5%?

Ett annat förslag är att införa ytterligare ett tröskelvärde för budplikt. I exempelvis Finland uppkommer budplikt vid 30 procent och vid 50 procent.⁹¹ Ett sådant förslag har dock varit uppe till prövning efter att Näringslivets Börskommitté föreslagit en ändring av reglerna. Regeringen avskrev ärendet med motivering att det inte fanns "tillräckliga skäl att vidta några ytterligare åtgärder med anledning av förslaget."⁹² Det finns för- och nackdelar med att införa ytterligare ett tröskelvärde. En fördel är givetvis att det stärker minoritetägares skydd då det ger dem en möjlighet att lämna bolaget vid ett kontrollägarskifte samt ta del av kontrollpremien. En nackdel med att införa ytterligare ett tröskelvärde är dock att det skulle öka kostnaden i samband med kontrollägarskiften.⁹³ Det skulle även vara komplicerat att införa ytterligare en gräns med tanke på de aktieägare som man beviljat dispens för vid 30 procent - och framtida förvärv.

Ett tredje och sista förslag är att införa en acceptnivå *men endast för de aktier som omfattas av budet*. Antag exempelvis att man inför en regel som säger att en budgivare måste förvärva 50 procent av aktierna som erbjudandet riktar sig till. Situationen skulle då se annorlunda ut. En budgivare som startar från noll måste förvärva 50 procent av aktierna i samband med det frivilliga

⁹⁰ Stattin, s. 417.

⁹¹ Study, s. 129. Polen 33% och 66%, Portugal 33% och 50%.

⁹² Framställning om ändring av reglerna om budplikt, 2012-02-09, Ju2009/8381/L1.

⁹³ Stattin, s. 420 f.

uppköpserbjudande för att dispens ska beviljas. Om budgivaren endast förvärvar 45 procent beviljas inte dispens från budplikt. Budet *faller dock inte* som det skulle göra i Storbritannien. Ett annat scenario är om ägaren ligger strax under 30 procent, exempelvis 29 procent. Om aktieägaren enligt regeln måste förvärva 50 procent av de aktier som budet riktar sig till (de resterande 71 procenten) så måste aktieägaren alltså uppnå ett totalt innehav av 65.5 procent för att dispens från budplikt ska beviljas. Likt föregående exempel faller dock inte budet om ägaren uppnår mindre än 65.5 procent. En sådan lösning hämmar inte aktiviteten i samma utsträckning som en acceptnivå på 50 procent. Den bidrar även till en högre prisnivå. En förebild till förslaget finns i reglerna om inlösen av minoritetsaktier i 22 kap 2 § fjärde stycket ABL:

*Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har detta erbjudande **antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser**, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat.*

4.3 Dispens från budplikt

Som nämnts ovan (kap. 3) uppmärksammar Kommissionen till sist att det finns ett mycket stort antal *undantag från budplikt*. Detta kan bidra till oklarhet kring hur väl principen om minoritetsägares skydd respekteras. I Sverige återfinns reglerna om budplikt dels i LUA, dels i form av uttalanden från AMN.

Enligt 3 kap. 3 § LUA är regeln om budplikt inte tillämplig “om någon uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier genom ett offentligt uppköpserbjudande som avser samtliga aktier i bolaget.” Budplikt uppkommer inte heller enligt 3 kap. 2 § LUA om en aktieägares innehav ökar på grund av en åtgärd från bolagets eller annan aktieägares sida. Enligt förarbetena kan en sådan åtgärd exempelvis vara “inlösen av aktier som resulterar i att en aktieägares röstandel ökar.” En annan åtgärd är exempelvis då en aktieägares aktier “omvandlas till aktier med lägre röstvärde” vilket får till följd att “övriga aktieägare får högre röstandelar i bolaget.”⁹⁴

⁹⁴ Prop. 2005/06:140, s. 102.

I 3 kap. 6 § finns ytterligare förutsättningar då budplikt kan bortfalla. Enligt 6 § bortfaller budplikt om “den budpliktige *inom fyra veckor* från den tidpunkt då budplikten uppkom avyttrar aktier så att aktieinnehavet inte representerar tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.” Budplikt bortfaller även om “den budpliktige *inom fyra veckor* från den tidpunkt då budplikten uppkom påkallar inlösen av resterande aktier enligt 22 kap. aktiebolagslagen (2005:551).”

Utöver detta får dispens meddelas av AMN enligt 7 kap. 5 och 10 §§ LUA. AMN har till uppgift 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.”⁹⁵ Det måste föreligga *särskilda skäl* för att dispens ska beviljas. I förarbetena till bestämmelsen nämns *exempel på skäl* som bör kunna motivera undantag; nedan följer en genomgång av dessa.

För det första nämns att “*innehavet uppkommit genom ett förvärv vartill aktieägaren ifråga inte har medverkat aktivt, t.ex. arv eller gåva.*”⁹⁶ Som exempel kan nämnas AMN 2004:1⁹⁷ samt AMN 2011:9.⁹⁸ I båda fallen beviljade nämnden dispens och motiverade detta med att kontrollägarskifte *de facto* inte skett i samband med generationsskiftena.

För det andra nämns att “*innehavet har uppkommit till följd av att en aktieägare utnyttjat sin företrädesrätt att teckna aktier i en nyemission.*”⁹⁹ Om nyemissionen inte fulltecknas riskerar en aktieägare, som ligger strax under trettio procent och som utnyttjar sin företrädesrätt, att passera gränsen för budplikt. I AMN 2009:27 fastställde nämnden att det är fast praxis att bevilja budplikt

⁹⁵ Prop. 2005/06:140, s. 117.

⁹⁶ Prop. 2005/06:140, s. 117.

⁹⁷ AMN 2004:1 - I det här fallet skulle sonens innehav öka från ca 1 procent till 46 procent i samband med en gåva från sin far; familjens röstandel skulle däremot vara oförändrad efter förvärvet. AMN beviljade dispens och motiverade detta med att generationsskiftet inte skulle medföra ett reellt kontrollägarskifte. Generationsskiftet skulle ha en mycket begränsad betydelse för aktieägarna.

⁹⁸ AMN 2011:9 - Två föräldrar avsåg att överlämna aktier till sin son som ett led i ett generationsskifte. I samband med gåvan skulle sonen passera gränsen för budplikt. AMN beviljade dispens; motiveringen var att det inte skett ett reellt kontrollägarskifte. Visserligen fanns inte någon överenskommelse om hur rösträtten skulle utövas men det hade aldrig tidigare hänt att familjemedlemmarna utövat sin rösträtt olika.

⁹⁹ Prop. 2005/06:140, s. 117.

då innehavet ökar till följd av att en aktieägare utnyttjar sin företrädesrätt att teckna aktier.¹⁰⁰ Ett annat relevant fall är AMN 2009:05 där nämnden motiverade dispens med att varje aktieägare normalt måste kunna “teckna nya aktier med stöd av sin företrädesrätt utan att riskera budplikt, om budpliktsgränsen överskrids till följd av att andra aktieägare inte utnyttjar sin företrädesrätt.”¹⁰¹

För det tredje nämns 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.*”¹⁰² AMN har i ett flertal fall beviljat dispens i samband med apportemission, dvs då aktier utgör vederlag vid köp av ett bolag. Här kan nämnas exempelvis AMN 2006:13¹⁰³ samt AMN 2007:2.¹⁰⁴ I båda fallen hänvisade nämnden till det skäl som uppställs i förarbetet. I samband med att AMN beviljar dispens vid apportemission är det vanligt att nämnden som en förutsättning för att bevilja dispens, ställer krav på att aktieägarna informeras om den möjliga röst- och kapitalandelen inför stämman samt att emissionsbeslutet godkänns av 2/3 majoritet av röster och aktier. Det liknar *whitewash procedures* i Storbritannien.

En annan vanlig dispensgrund är att innehavet ökar i samband med en emission som är ett led i en rekonstruktion av ett bolag med ekonomiska svårigheter. Här kan exempelvis nämnas AMN

¹⁰⁰ AMN 2009:27 - Aktieägare X ansökte, tillsammans med det närliggande bolaget Farstorp Invest AB, om dispens. X hade tidigare beviljats undantag från budplikt (AMN 2004:28, AMN 2005:35 och 2006:37). I det aktuella fallet beräknades det gemensamma innehavet uppgå till 36,5 procent av rösterna i Biolin Scientific. I samband med att X, privat och genom Farstorp Invest, tecknade sin pro-rata andel i en nyemission beräknades innehavet öka ytterligare (till 40,8 procent.) På grund av tidigare dispensärenden kunde inte X “öka sin röstandel genom förvärv av aktier i bolaget utan att ådra sig budplikt.” AMN *beviljade dispens med hänsyn till fast praxis.*

¹⁰¹ AMN 2009:05 - I det här fallet ansökte Investor AB, huvudägare i Husqvarna AB, om dispens från budplikt. Husqvarnas styrelse ville vidta åtgärder för att genomföra en nyemission. De ansåg att en nyemission var nödvändig för att stärka bolagets finansiella ställning med tanke på den oro som rådde på de finansiella marknaderna. Styrelsen ansåg även att det var viktigt att Investor, som största ägare, stödde nyemissionen fullt ut. Investor var villiga att utnyttja sin företrädesrätt fullt ut samt lämna en emissionsgaranti för det fall att nyemission inte fulltecknades. Enligt framställningen riskerade Investor att passera budpliktsgränsen i samband med dessa åtgärder. AMN beviljade dispens.

¹⁰² Prop. 2005/06:140, s. 117.

¹⁰³ AMN 2006:13 - Huvudägaren X i Eastpoint AB beviljades dispens. Enligt ett avtal skulle GetUpdated Sweden AB (Bolaget), som hade *betydande ekonomiska svårigheter*, förvärva samtliga aktier i Eastpoint AB som ett led i en rekonstruktion. Köpeskillingen för aktierna i Eastpoint skulle erläggas genom att Bolaget genomförde en, till ägarna i Eastpoint, riktad apportemission. I samband med apportemissionen skulle huvudägaren X komma att förvärva upp till 40,91-43,35 procent av aktierna. I sitt övervägande hänvisade AMN till förarbetet samt gjorde bedömningen att dispens låg i ägarkollektivets intresse och att detta intresse vägde tyngre än möjligheten för aktieägare att lämna bolaget i samband med budplikt.

¹⁰⁴ AMN 2007:2 - I det aktuella fallet ansökte Forskarpatent i syd AB om dispens. De riskerade att passera budpliktsgränsen genom deltagande i apportemission i Taurus. Nämnden hänvisade även här till det skäl för att bevilja dispens som nämns i förarbetena. I AMNs prövning av det enskilda fallet fann man att dispens låg i ägarkollektivets intresse. Undantagen förenades dock med villkor om att Forskarpatent skulle nedbringa sitt innehav till under 30 procent inom 18 månader. I det här fallet konstaterade även nämnden att det inte var nödvändigt att ett bolag har finansiella svårigheter för att dispens ska beviljas.

2004:25¹⁰⁵ där nämnden motiverade sitt beslut med att det inte fanns någon annan aktieägare som var villig och hade förmåga att tillskjuta mer kapital än sin pro-rata andel och att det inte fanns någon extern investerare som visat intresse av att delta i nyemissionen. Om den berörda aktieägaren inte deltog i emissionen skulle detta innebära allvarliga finansiella svårigheter för bolaget som var i behov av ytterligare kapital.

För det fjärde nämns som skäl för dispens att *“det i bolagsordningen finns bestämmelser som begränsar det antal röster som varje aktieägare kan avge på en bolagsstämma.”*¹⁰⁶

Ytterligare skäl som nämns i förarbetena är *omstruktureringar inom en koncern eller företagsgrupp* (AMN 2006:4)¹⁰⁷ samt *situationer där ett kontrollägarskifte de facto inte sker*; exempelvis då det finns en större ägare (AMN 2006:44)¹⁰⁸ eller förvärvet sker inom samma bolagsgrupp (AMN 2007:1).¹⁰⁹

¹⁰⁵ AMN 2004:25 - Litorina Kapital ansökte om dispens då de riskerade budplikt om de tecknade sig för aktier i en nyemission i Enlight (bolaget). AMN motiverade dispens med att bolaget var i behov av ytterligare kapital för sin löpande verksamhet och att det inte fanns någon annan aktieägare i bolaget som var villig och hade förmåga att tillskjuta mer kapital än sin pro-rata andel. Nämnden konstaterade även att det inte fanns några externa investerare som visat intresse av att delta i nyemissionen. Om Litorina inte kunde medverka i nyemissionen på grund av budplikt skulle detta medföra allvarliga finansiella svårigheter för bolaget. Dispens motiverades även med att Litorina redan vid tillfället var störts ägare i bolaget.

¹⁰⁶ Prop. 2005/06:140, s. 117.

¹⁰⁷ AMN 2006:4 - dispens beviljades i samband med en omstrukturering (som inte omfattades av en emission.) Huvudägaren X erbjöds att förvärva en av de andra huvudägarnas post i slutet av en omfattande omstrukturering. Enligt framställningen till nämnden skulle bolagets situation avsevärt försämrats om aktierna omsattes på marknaden. Kursen som sannolikt var sjunkande skulle orsaka en omöjlig kapitalanskaffning vilket i sin tur skulle sända negativa signaler till långivare. AMN motiverade beslutet om dispens med att åtgärden, även om det inte var en emission, var ett erforderligt led i omstruktureringen av ett bolag med ekonomiska svårigheter. Utöver detta fann man att X inte hade några avsikter att ytterligare koncentrera ägandet i bolaget. AMN ansåg att det var i ägarkollektivets intresse att dispens beviljades. Undantaget förenades dock med villkor om avyttring.

¹⁰⁸ AMN 2006:44 - dispens beviljades från budplikt då det, trots att närstående genom förvärv översteg 30 procent, fanns en större ägare. I förevarande fall var det 'Wallenbergs Stiftelserna' och Investor AB(Investor) som avsåg att ingå ett avtal om samverkan för att öka inflytandet över Scania ABs (Scanias) förvaltning. Avtalet mellan Stiftelserna och Investor grundade ett närståendeförhållande enligt 3 kap 5 § LUA. Sammantaget skulle de komma att överstiga 30 procent av röstetalet. I detta fall fanns dock en ägare med ännu större ägande, Volkswagen. Enligt AMNs uttalande var det "uppenbart att skälen för budplikt inte gör sig gällande när någon ensam eller tillsammans med närstående visserligen uppnått mer än 30% av röstetalet i ett aktiemarknadsbolag men det finns en annan aktieägare med högre röstetal."

¹⁰⁹ AMN 2007:1 - Choice Capital AB ansökte om dispens från budplikt. Choice Capital var dotterbolag till Choice Hotels Sweden och ingick i Home Invest-koncernen. Choice Hotels Sweden innehade 36,29 procent av aktierna i Home Properties. I samband med en omstrukturering inom Home Invest-koncernen skulle det ske en transaktion av Choice Hotels Swedens aktier till dotterbolaget (Choice Capital). I samband med detta skulle Choice Capitals innehav i Home Properties öka från noll till 36,29 procent. AMN motiverade dispens med att omstruktureringen inom koncern inte lett till något reellt kontrollägarskifte. Både Choice Capital samt Choice Hotels Sweden kontrollerades av samma ägare, dvs. Home Invest AS.

En annan mycket vanlig dispensgrund, som dock inte nämns som ett skäl i förarbetena, är då innehavet ökar till följd av en *emissionsgaranti*. En emissionsgaranti innebär att någon garanterar att i en emission teckna alla eller en del av aktier som inte tecknas av andra teckningsberättigade. AMN har vid ett flertal tillfällen beviljat dispens då en aktieägare riskerar att överskrida budpliktsgränsen till följd av infriandet av en emissionsgaranti. Som exempel kan nämnas AMN 2009:20¹¹⁰ där nämnden liknade dispens i samband med emissionsgarantier vid dispens vid utnyttjandet av en företrädesrätt. Vad båda har gemensamt är det huvudsakliga syftet att hjälpa ett bolag; inte att uppnå kontroll.

Vid en första anblick kan man tycka att det svenska systemet endast bygger på diskretionära undantag. Granskar man de svenska dispensreglerna utifrån den klassificering av undantag som beskrivs i den externa undersökningen finner man dock att det svenska systemet bygger på en kombination av diskretionära samt i lag fastlagda undantag. För det första regleras undantaget i samband med *frivilliga uppköpserbjudanden* i lag (3 kap. 3 § LUA). Även undantag i samband med *misstag eller tillfälliga förvärv* undantas uttryckligen i LUA förutsatt att innehavet minskar inom fyra veckor (3 kap. 6 § LUA). Tabellen¹¹¹ i den externa undersökningen som summerar undantagen i medlemsstaternas är således inte fullständig eftersom Sverige endast nämns under diskretionära undantag.

Sverige är inte ensamt om att ha en kombination av diskretionära samt i lag fastlagda undantag. Tvärtom har flera medlemsstater en sådan kombination; här kan nämnas bland annat Storbritannien, Tyskland, Danmark och Frankrike.

I samband med den utredning som Kommissionen avser att utföra kan Sveriges dispenserregler komma att granskas. Enligt jämförelsen som gjorts ovan, mellan det svenska systemet och den

¹¹⁰ AMN 2009:20 - Stena Adactum AB (Adactum) ansökte om dispens från budplikt i samband med nyemission. Styrelsen i bolaget Gunnebo AB hade beslutat om en nyemission för att "stärka bolagets finansiella ställning genom en kapitalökning." Enligt styrelsen var det viktigt att nyemissionen var fullt garanterad när den presenteras. Adactum var utöver teckning av sin pro-rata andel, även villiga att ingå ett garantiåtagande. I samband med detta riskerade Adactum att passera gränsen för budplikt. AMN motiverade sitt beslut med att dispens får beviljas från "budplikt som uppkommit i samband med teckning av aktier i en företrädesemission." Och att "detsamma gäller ett garantiåtagande från en aktieägares eller annans sida att teckna aktier som inte tecknas av någon annan." Nämnden hänvisade till AMN 2009:5. I det aktuella fallet förenades dock dispens med villkoret om att aktieägarna skulle vara informerade om garantiåtagandet inför bolagsstämman samt vara medvetna om hur stora andelar som förvärvarna skulle kunna få genom infriandet av garantin. En majoritet av aktieägarna skulle även stödja emissionen.

¹¹¹ Study, s. 152.

externa studien, kan man se att de svenska dispensreglerna inte sticker ut. Tvärtom överensstämmer de i stort sett med de grunder som finns i de övriga medlemsstaterna, i lag eller praxis.

5 Avslutande reflektioner

Jag har studerat hur de svenska reglerna om budplikt står sig i förhållande till Takeover-direktivet. Nedan följer mina slutsatser och avslutande reflektioner.

Den breda definitionen av *att handla i samförstånd* uppmärksammas som ett problem av Kommissionen. Än så länge är det inte klart vilka åtgärder som ska vidtas för att förtydliga begreppet men troligtvis kommer det ske genom riktlinjer från Kommissionen eller ESMA. Till följd av den breda definitionen är det upp till varje enskild medlemsstat att välja hur de vill definiera *att handla i samförstånd*.

Min slutsats är att den svenska definitionen, i dagsläget, uppfyller kraven i direktivet. Jag anser även att den svenska definitionen är en bra lösning på hur man skulle kunna definiera begreppet på EU-nivå. Kombinationen av 5 § 5 LUA samt 5 § 4 LUA begränsar inte begreppet till situationer då det sker *förvärv* och kravet på en *långsiktig gemensam hållning* i 5 § 4 LUA hindrar definitionen från att bli allt för bred.

Kringgåendet av budplikt i samband med frivilliga uppköpserbudanden har uppmärksammas som ett problem av såväl Kommissionen som AMN. Bristen på specifika krav i den svenska takeover-regleringen strider inte mot direktivet i direkt bemärkelse eftersom det inte uppställs några krav i direktivet. Som nämnts ovan har dock ett antal medlemsstater valt att införa specifika krav i samband med frivilliga uppköpserbudanden, exempelvis acceptnivåer.

Enligt min mening bör en lösning på problemet införas i det svenska systemet. I dagsläget är kringgåendet av budplikt inte förenligt med direktivets syfte om att skydda minoritetsägare i samband med kontrollägarskifte. Minoritetsägare går miste om möjligheten att sälja sina aktier och därmed lämna bolaget. En acceptnivå endast för de aktier som omfattas av budet skulle vara en lösning som inte hämmar aktiviteten i samma utsträckning som en acceptnivå på 50 procent.

Till sist uppmärksammar Kommissionen att det finns ett stort antal undantag från budplikt och att direktivet utöver detta inte reglerar *hur* medlemsstaterna ska se till att principen om att skydda minoritetsägare respekteras. På grund av detta är det oklart hur väl minoritetsägare skyddas vid ett kontrollägarskifte.

Min slutsats är att det svenska dispenssystemet inte utmärker sig på något särskilt sätt jämfört med övriga medlemsstater. De *särskilda skäl* som motiverar undantag i Sverige återfinns i den externa undersökningen och dess genomgång av dispensgrunder. Som nämnts ovan kan Sveriges dispensystem komma att granskas i samband med Kommissionens utredning. Det finns alltid en risk för att de svenska dispensreglerna anses begränsa minoritetsägares skydd vid ett kontrollägarskifte. Jag anser dock att denna risk är förhållandevis liten; Sverige står sig väl jämfört med andra medlemsstater.

För det första kan ett dispensbeslut överklagas till Finansinspektionen, domstol och ytterligare tre instanser. I Sverige används även whitewash förfaranden i ett antal situationer; exempelvis då dispens beviljas i samband med apportemissioner. Utöver detta finns det inte något specifikt undantag som är lagstadgat i Sverige. Sist men inte minst finns ett väl utvecklat minoritetsskydd i aktiebolagslagen.

Min slutsats är att de svenska reglerna står sig förhållandevis väl till direktivet. I dagsläget strider inte den svenska implementering mot direktivet i direkt bemärkelse. Med hänsyn till de framväxande problemen bör man dock arbeta fram en lösning på kringgåendet av budplikt i samband med frivilliga uppköpserbjudanden. Det är även mycket viktigt att minoritetsskyddet prioriteras i samband med att dispens beviljas från budplikt.

6 Källförteckning

Offentligt tryck

Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, SOU 2005:58.

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

Monografier

Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E., & Skog, R., *Takeover-reglerna - en kommentar*, Nordstedts Juridik, 2012.

Stattin, D., *Takeover: offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, upplaga 2, Thomson Reuters Professional AB, Stockholm, 2009.

Van Hooghten, P. "The European Takeover Directive: A Commentary," *The European Takeover Directive and Its Implementaiton*, Oxford University Press, 2009.

Artiklar

Blanaid, C., *Takeover Regulation- through the Regulatory Looking Glass*, German Law Journal, Vol.08 No.04 (HeinOnline -- 8 German L.J 381 2007).

Munck, J. *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, i *Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi*, 2011.

Nyström, G. & E. Sjöman, *Den svenska takeover-regleringen - ett samspel mellan regelnmakaren och Aktiemarknadsnämnden*, i *Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi*, 2011.

Skog, R., *Takeover-direktivet - en historia utan slut?*, Nordisk Tidsskrift for selskabsret, 2001:4.

Skog, R., *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden - bolag på reglerade marknader*, Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2009:3.

Aktiemarknadsnämndsuttalanden

AMN 2004:1

AMN 2004:25

AMN 2004:34

AMN 2006:4

AMN 2006:13

AMN 2006:44

AMN 2007:1

AMN 2007:2

AMN 2009:05
AMN 2009:20
AMN 2009:27
AMN 2010:3
AMN 2011:9

Övrigt

Feedback Statement - Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework, Bryssel den 15.11.2011. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

Framställning om ändring av reglerna om budplikt, 2012-02-09, Ju2009/8381/L1.

Grönbok - En EU-ram för bolagsstyrning, av den 4.4.2011, KOM(2011) 164 slutlig. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_sv.pdf#.

Marccus Partners i samarbete med Centre for European Policy Studies, *Study on the application of the Directive 2004/25/EC on takeover bids*, Juni 2012. http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

Rapport från kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Ekonomiska och Sociala Kommittén samt Regionkommittén - Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden. Bryssel den 28.6.2012 KOM(2012) 347 slutlig.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 2002. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.