

Juridiska Institutionen

Juristprogrammet

Examensarbete, 30 hp, HT -17

Handledare: Rolf Dotevall

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen

Likvärdig behandling gällande innehavare av aktier i måbolag vid offentliga uppköpserbjudanden på en reglerad marknad

Robin Sundin



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Sammanfattning

Handeln på aktiemarknaden grundar sig till stor del på allmänhetens tro på dess funktion. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen har som syfte att just främja detta förtroende. Principen utgör ett minoritetsskydd för främst aktieägarna med mindre aktieposter i det målbolag som är riktpunkten för ett offentligt uppköpserbjudande. Även minoriteten i det budgivande bolaget kan lida skada genom att majoriteten utnyttjar sin position och exempelvis som vederlag för aktierna i målbolaget utger en apportemission. I detta sammanhang är sambandet mellan den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen och den associationsrättsliga likhetsprincipen tydligt. Den stora skillnaden emellan är skyddssubjekten och också vem dessa ska skyddas från. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen tar främst minoritetsaktieägarna i målbolaget i försvar gentemot budgivaren, medan den associationsrättsliga diton istället verkar för de aktieägare med mindre innehav gentemot storägarna eller bolagsorganen inom samma bolag. Således kan den ena principen sägas verka på externa förhållanden och den andra på interna.

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen kommer till uttryck såväl i takeover-direktivet, som LUA och takeover-reglerna.¹ En budgivare måste för att få erlagga ett offentligt uppköpserbjudande godkänna dessa takeover-regler och de blir således avtalsrättsligt bindande och sanktioner kan utdömas i enlighet med bestämmelserna. Det faktum att likabehandlingsprincipen i sig inte är rättsligt bindande torde således kunna ses som en nullitet.

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen kommer främst till uttryck genom reglerna kring vederlagsbestämmandet i punkterna II.10 och II.11 i takeover-reglerna, samt i punkterna II.13-15 om för-, sido- och efteraffärer. Utöver detta finns ett starkt minoritetsskydd i reglerna kring budplikt i 3 kap. LUA. Från dessa regler är undantagsgivningen från Aktiemarknadsnämndens sida omfattande för att på detta sätt kunna behandla aktiemarknaden som den levande organism som den faktiskt är.

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen ska tolkas ändamålsinriktat och ska således tolkas med fokus på upprätthållandet av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Denna inverkan på aktiemarknaden medföljer naturligtvis vissa effekter på den övriga ekonomin vilka kommer att diskuteras nedan.

¹ Direktiv 2004/25/EG, Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden samt genom självreglering i form av börsernas takeover-regler.

Innehållsförteckning

<u>Sammanfattning</u>	2
<u>Innehållsförteckning</u>	3
<u>Förkortningar</u>	5
<u>1. Inledning</u>	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	7
1.3 Avgränsningar	7
1.4 Material och metod	8
1.5 Disposition	9
1.6 Begrepp	9
<u>2. Förvärv av börsnoterade bolagsandelar</u>	10
2.1 Historisk tillbakablick	12
<u>3. Takeover-reglerna</u>	14
3.1 Övriga bestämmelser	15
3.1.1 Förutsättningar för att få lämna ett erbjudande	15
3.1.2 Fullföljandevillkor och budgivarens bundenhet vid budet	15
3.1.3 Sanktioner	16
<u>4. Aktiemarknadsnämnden</u>	16
4.1 Upprätthållare av god sed på aktiemarknaden	16
<u>5. Likabehandlingsprinciperna</u>	18
5.1 Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingen i regleringen	18
5.2 Den bolagsrättsliga likhetsprincipen	19
5.2.1 Generalklausulerna	20
5.2.2 Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen i aktiemarknadsmiljö	21
<u>6. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen</u>	22
6.1 Undantag från likabehandlingsprincipen vid takeover	23
6.1.1 Undantag rörande aktier med identiska villkor	23
6.1.2 Undantag rörande aktier med icke-identiska villkor	25
6.1.3 Undantag rörande räckvidden hos ett takeover-erbjudande	27
<u>7. Affärer vid sidan om ett takeover-erbjudande</u>	29
7.1 För-, sido- och efteraffärer	29
7.2 Regelverket kring för-, sido- och efteraffärer	30
7.2.1 Föraffärer II.13	30
7.2.1.1 Undantag	31
7.2.1.2 Tidigare lydelse	32

7.2.2 Sidoaffärer II.14	34
7.2.2.1 Tioprocentsregeln	34
7.2.3 Efteraffärer II.15	35
7.2.4 Närståendebegreppet vid för-, sido- och efteraffärer	36
7.2.5 Partiella erbjudanden II.16	38
<u>8. Något om likabehandling vid budplikt</u>	<u>39</u>
8.1 Likabehandling vid kontrollskifte	41
8.2 Likadelning av kontrollpremium	41
8.3 Möjlighet till exit	43
<u>9. Utrönande av likabehandlingsprincipens effekter</u>	<u>45</u>
9.1 Likabudsreglerna	45
9.1.1 Avsteg från likabudsregeln	46
9.1.2 Aktier med icke-identiska villkor	49
9.2 Likabehandlingen i för-, sido- och efteraffärer	50
9.3 Likabehandlingsprincipen vid fråga om budplikt	51
<u>10. Avslutande reflektioner kring likabehandlingsprincipen</u>	<u>54</u>
<u>Källförteckning</u>	<u>56</u>

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
FI	Finansinspektionen
FFFS	Finansinspektionens Författningssamling
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK:OE	Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden
Prop.	Proposition
RF	Regeringsformen (1974:152)
ROE/Takeover-reglerna	Marknadsplatsens regler om offentliga uppköpserbjudanden
SFS	Svensk Författningssamling
SOU	Statens Offentliga Utredningar
Takeover-erbjudande	Offentligt uppköpserbjudande på en reglerad marknad
Takeover-direktivet	Direktiv 2004/25/EG
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Likabehandling har under lång tid varit en essentiell del av det svenska rättssamhället och en grundsten i den svenska statsrätten.² Den tar sig olika uttryck på olika rättsområden men principen har alltid som norm att alla ska behandlas lika. Utgångspunkten inom den svenska rätten och också många andra demokratier kan sägas tas från grundlagen, och för svensk del i regeringsformen.³

Likabehandlingen tar som ovan nämnt olika uttryck i olika rättsområden och denna uppsats syftar till att främst behandla den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen, men kommer även att beröra den associationsrättsliga diton då dessa är tätt förbundna. Likabehandlingsprinciperna inom såväl bolagsrätt som aktiemarknadsrätt syftar båda till att göra det mer attraktivt att investera i bolag. Den ena genom att balansera rättigheterna mellan majoriteten och minoriteten av aktieägare inom ett bolag samt dess bolagsorgan, och den andra genom att verka för att behålla ett fortsatt stort förtroende för aktiemarknaden. Den associationsrättsliga likhetsprincipen förhindrar ett majoritetsmissbruk inom bolaget såväl som att förhindra bolagsorganen från att vidta åtgärder som ger en aktieägare en otillbörlig fördel på bekostnad av bolaget eller en annan aktieägare. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen tar istället i beaktade de minoritetsaktieägare som finns i målbolaget vid ett offentligt uppköpserbjudande. På detta område har således den associationsrättsliga likhetsprincipen ingen legitimitet, även om dessa båda principer står i relation till varandra.⁴

Offentliga uppköpserbjudande, eller så kallade takeover, växer till antalet i Sverige vars marknad är mer transaktionsdriven än många andra europeiska marknader.⁵ Under de senaste decennierna har takeover-erbjudanden förekommit 10-20 gånger per år och även förekomsten av konkurrerande bud har ökat i frekvens.⁶ Detta har gjort att kraven på lagstiftningen blivit högre, och genom detta har också likabehandlingsprincipens betydelse blivit allt viktigare. Detta för att säkerställa att den budpremie som läggs utöver marknadspriset på aktierna vid ett uppköp ska komma samtliga aktieägare till gagn och inte endast

² Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 168.

³ 1 kap. 1 och 9 §§ RF

⁴ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 144 samt 162.

⁵ Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 269 samt Tson Söderström, H., *Ågarmakt och omvandling*.

⁶ Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 339.

kontrollaktieägaren.⁷ Denna budpremie kan också sägas utgöra en så kallad sammanslagningsvinst som endera kan gynna budgivaren och kontrollaktieägaren i det fallet då en prisdifferentiering varit möjlig, eller minoritetsaktieägarna i det fallet då likabehandling gäller på området.⁸ Ingen aktieägare ska gynnas eller missgynnas på annan aktieägars bekostnad eller för att ge annan aktieägare otillbörlig vinst. Utan det minoritetsskydd som likabehandlingsprincipen innebär torde allmänhetens företroende för aktiemarknaden snart urholkas.

1.2 Syfte och frågeställningar

Denna uppsats syftar till att belysa rättsläget gällande likabehandlingen av målbolagets aktieägare vid ett offentligt uppköpserbjudande. Uppsatsen diskuterar även skillnaden mellan den associationsrättsliga likhetsprincipen och den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen, både gällande deras olika skyddsobjekt och deras förhållande till varandra. Vidare ska i uppsatsen analyseras och diskuteras huruvida likabehandlingen inom aktiemarknadsrätten är tillräcklig, eller kanske för omfattande, samt om de önskade effekterna uppnås och om "kostnaden" för detta står i paritet med de uppnådda effekterna.

Huvudfrågan för uppsatsen är således hur regleringen ser ut på det aktiemarknadsrättsliga området rörande likabehandling. I anknytning till huvudfrågan kommer också en diskussion att föras gällande vilka faktiska effekter den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen har på marknaden samt om dessa är att anse som positiva eller negativa.

1.3 Avgränsningar

Regleringen som verkar för att skydda aktieägarna vid ett offentligt uppköpserbjudande är omfattande. Skyddet består bland annat av regler kring offentliggörande av bud, utarbetande av prospekt, informationsplikt, diverse undersökningar förestående ett takeover-bud etc. Detta kommer inte att beröras utan istället kommer fokus att läggas på likabehandlingen vid offentliga uppköpserbjudanden mestadels i form av fastställandet av vederlagsform och värde i såväl frivilliga som budpliktsbud. Inte heller reglerna rörande tvångsinlösen av minoritetsaktier i ABL kommer att behandlas mer än vid ett kortare omnämnande. Vidare

⁷ Med kontrollaktieägare avses en innehavare av en så stor andel av bolagets röstantal vid bolagsstämma att denna kan anses inneha viss kontroll. Vanligtvis talas om ett innehav av minst 30 procent. Jfr. reglerna kring budplikt nedan i avsnitt 8. Budpremien utgörs av det värde som vid ett takeover-erbjudande överstiger företagets börsvärde.

⁸ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 145 samt 151 f.

kommer endast svensk rätt att behandlas, och endast vid ett fåtal tillfällen kommer utländsk rätt att nämnas för att beskriva en alternativ rättsutveckling. Endast de regler som är gällande för aktier på en reglerad marknad (NASDAQ OMX Stockholm och NGM) har blivit föremål för undersökning även om reglerna gällande handelsplattformar (NASDAQ First North, Nordic MTF, Aktietorget och Burgundy) i huvudsak är liknande.

Ett kortare avsnitt behandlar den associationsrättsliga likhetsprincipen i form av 4 kap. 1§ ABL och generalklausulerna. Dessa används endast för att förklara grunden till den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen samt förhållandet mellan de olika principerna. Den associationsrättsliga likhetsprincipen är således inte föremål för analys.

Försvarsåtgärder från målbolagets sida kommer inte att beröras i uppsatsen. Detta då möjligheten att utföra sådana åtgärder i Sverige är tämligen begränsade och en diskussion rörande försvarsåtgärdernas varande torde kräva utrymme nog för en egen uppsats. Arbetet fokuserar istället på budgivarens skyldigheter. Även sanktioner har lämnats utanför arbetets omfattning, och således endast nämnts i förbigående.

1.4 Material och metod

Grunden för metoden i denna uppsats kan sägas tas inom den traditionella rättsvetenskapliga metodläran. I min mening ska denna metod inte endast utreda vad som uppfattas som gällande rätt enbart genom att tolka de traditionella rättskällorna och på så sätt skapa ett normativt system, utan också innefatta värderingar för att föra en de lege ferenda-diskussion om hur lagstiftningen snarare borde vara.⁹ Detta är ett tillvägagångssätt för att kritiskt kunna granska vad som faktiskt framkommit av den rättsdogmatiska undersökningen och på så sätt också kunna påvisa eventuella brister i det gällande rättsläget.¹⁰

En ingående studie av lagstiftning men kanske främst självreglering på området kommer att ske. Då en stor del av likabehandlingen på aktiemarknaden bygger på självreglering blir tillgången till diverse förarbeten begränsad. Av hänsyn till detta kommer fokus i huvudsak att läggas på doktrinen på området även om förarbeten till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden samt takeover-direktivet kommer att ha viss betydelse, framförallt för att påvisa någon slags ram och utgångspunkt för likabehandlingen på aktiemarknaden. En genomgång av diverse uttalanden från Aktiemarknadsnämnden kommer att göras för att lägga fokus på de många undantag från likabehandlingsprincipen som

⁹ Se vidare Sandgren, C., *Är rättsdogmatiken dogmatisk?*, s. 649-652.

¹⁰ Jfr. Kleineman, J., *Juridisk metodlära*, 2 kap.

godkänts under de gångna åren. Detta för att göra en djupare analys och på så sätt påvisa hur rättsläget faktiskt ser ut.

1.5 Disposition

Utgångspunkten för arbetet tas i en kortfattad förklaring om hur ett förvärv av börsnoterade bolagsandelar sker samt en historisk tillbakablick rörande hur regleringen på takeover-området utvecklats under åren samt hur de ser ut idag. Vidare förklaras Aktiemarknadsnämndens tillkomst och roll vid offentliga uppköpserbjudanden. Uppsatsen behandlar vidare den associationsrättsliga likhetsprincipen för att sedan övergå till de mer centrala delarna i form av den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen. Den förklaras ingående i tre delar rörande: (i) aktier med identiska- och icke-identiska villkor, (ii) Affärer vid sidan om ett takeover-erbjudande samt (iii) likabehandling vid budpliktsbud. Här belyses också närståendebegreppet vid offentliga uppköpserbjudanden.

Därefter följer en längre analys av likabehandlingsprincipens effekter, om principens ändamål och om den i ljuset av detta fyller sin funktion samt en diskussion om eventuella förändringar i regleringen på området. Arbetet avslutas med en kort sammanfattning och presentation av analysresultatet.

1.6 Begrepp

I arbetet har jag för pedagogisk underlättning valt att stringent använda mig av uttrycken den bolags-/associationsrättsliga *likhetsprincipen* samt den aktiemarknadsrättsliga *likabehandlingsprincipen*. Jag har uteslutit användandet av *börsrättslig* likabehandlingsprincip av anledningen att "börsen" hos gemene man hänför endast till NASDAQ OMX Stockholm. Detta trots att det är ett vedertaget uttryck.

Jag har också valt att vid sidan om uttrycket *offentliga uppköp* använda det engelska ordet *takeover* av den anledning att detta är ett vedertaget uttryck på området som är frekvent förekommande i doktrinen. Dock har jag valt att inte anglifiera texten ytterligare genom att använda mig av "s" i pluralformen av ordet.

2. Förvärv av börsnoterade bolagsandelar

Förvärv av bolagsandelar som är upptagna för handel på en reglerad marknad kan i regel ske på tre olika sätt.¹¹ Det vanligast förekommande är det förfarande att man handlar aktier på börsen via en aktiemäklare vars uppgift är att matcha säljarens- och köparens bud.¹² I övrigt kan man förvärva aktier genom privata överenskommelser mellan två eller flera parter alternativt göra ett offentligt uppköpserbjudande på hela eller delar av det börsnoterade bolaget.

Ett offentligt uppköpserbjudande, eller så kallat takeover-erbjudande, lämnas av en budgivare som önskar förvärva hela eller delar av ett aktiemarknadsbolag från dess aktieägare genom vissa generellt uppställda villkor. Detta framgår av några av de viktigaste rättskällorna gällande takeover; Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) samt det europarättsliga takeover-direktivet.¹³ Förutom dessa lagområden regleras spörsmål gällande takeover också till stor del genom självreglering. Takeover-direktivet har implementerats i svensk rätt genom LUA och lagstiftningen ska således tolkas fördragskonformt.¹⁴ Direktivet tar i sin tur grund i den brittiska *Takeover Code*¹⁵ som utges av *Panel on Takeovers and Mergers*.¹⁶ Direktivet kan sägas utgöra en slags minsta gemensam nivå för EU-medlemmarna gällande takeover-regler. Det är således tillåtet för medlemsländerna att ha mer långtgående lagstiftning än vad direktivet utpekar.¹⁷

Takeover är vanligt förekommande på den svenska aktiemarknaden. Mellan åren 1990-2004 genomfördes 358 offentliga uppköpserbjudanden varav cirka 82 procent var framgångsrika i den mening att de faktiskt kom till stånd.¹⁸ Inget tyder heller på att detta är ett förfarande som minskat markant sedan dess.¹⁹ Vanliga orsaker till att dessa fåtal erbjudanden inte blev till en uttrycklig affär torde vara att det lades bättre bud på målbolaget

¹¹ Afrell, L. mfl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 231.

¹² Detta kan exempelvis göras av sådana nätmäklare som Avanza eller Aktieinvest.

¹³ Se 1 kap. 2§ 1 st LUA samt art. 2(1) Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

¹⁴ Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s 377.

¹⁵ The City Code on Takeovers and Mergers.

¹⁶ Se www.thetakeoverpanel.co.uk

¹⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 98. Se också takeover-direktivet art. 3.2.

¹⁸ Prop 2005/06:140 s. 36 f.

¹⁹ Melin Jakobsson & Sevenius fastställer att cirka 10-20 takeover-erbjudanden skett i snitt per år de senaste decennierna. Se Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 339.

från konkurrerande budgivare eller att problem uppstått med budgivarens finansiering av uppköpet.²⁰ Antalet konkurrerande bud och även förekomsten av andra spekulanter som ”dammsuger marknaden” på aktier när ett takeover-bud har offentliggjorts har ökat de senaste åren.²¹ Detta torde ha lett till en något lägre procentsats av framgångsrika offentliga uppköpserbudanden än den som anfördes i propositionen. Den dock relativt höga frekvensen av lyckade uppköpserbudanden har sin grund i det faktum att aktieägarna i målbolaget oftast erbjuds en budpremie på sina aktier.²² Denna premie utgörs av den del av vederlaget som överstiger bolagets börsvärde. Vanligtvis torde denna premie ligga mellan 15-30 procent efter en viss ökning under det senaste decenniet.²³ Offentliggörande av takeover-bud leder således ofta till en stigande kurs för målbolagets aktier. I vissa fall överstiger kursen även takeover-erbjudandet med sammanhängande budpremie då en stark tro kan finnas att konkurrerande bud ska komma till stånd och på så sätt höja vederlaget ytterligare.²⁴

Takeover-bud kan komma till stånd endera genom ett frivilligt bud eller ett påtvingat, så kallat budpliktsbud. Ett frivilligt bud görs på eget initiativ av budgivaren, medan ett budpliktsbud initieras då budgivaren överskridit budpliktsgränsen på 30 procent av det totala röstetalet i målbolaget, antingen på egen hand eller i samförstånd med en närstående.²⁵ Många regler är liknande för de båda tillvägagångssätten men undantag finns. Dessa kommer till viss del att belysas nedan i uppsatsen. Ett frivilligt bud är ett offentligt erbjudande till samtliga aktieägare i ett aktiemarknadsbolag gällande ett köp av vanligtvis samtliga aktier i målbolaget med ett generellt vederlag samt generella villkor.²⁶ Vanligtvis föregås frivilliga uppköpserbudanden av en förhandling budgivaren och målbolagets styrelse emellan. Om det framkommer ett uppköpserbudande som styrelsen i målbolaget anser gott nog är detta ett så kallat rekommenderat bud och förespråkas således för aktieägarna.²⁷ Om styrelsen i målbolaget istället inte vitsordar takeover-budet är det fråga om ett så kallat *hostile takeover* eller fientligt bud. Terminologin kring fientliga bud kan anses något olyckligt formulerad, då ett erbjudande enligt Lindskog knappast kan vara fientligt då det

²⁰ Prop. 2005/06:140 s. 36.

²¹ Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 339.

²² Afrell, L. mfl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 232.

²³ Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 344. Jfr. Jonsson, T., *Value Creation in mergers and Acquisitions*.

²⁴ Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 344.

²⁵ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 153.

²⁶ Bud där samtliga aktier inte avses kallas partiella bud och berörs nedan i avsnitt 7.2.5. Partiella bud torde numera vara ovanliga då det i de flesta fall är mer ekonomiskt försvarbart att förvärva aktierna på en marknadsplats.

²⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 153.

endast rör sig om ett erbjudande.²⁸ Han menar vidare att valet att använda sig av fientligt bud som terminologi endast leder till legitimitet för en eventuell motreaktion från styrelsens sida. Förklaringen till detta torde dock ligga i ordvalets ursprung från den brittiska och amerikanska självregleringen där flera så kallade försvarsåtgärder från bolagsstyrelsens sida är tillåtna gällande fientliga bud. I Sverige förbjuds de flesta sådana försvarsåtgärder enligt 5 kap. LUA förutom så kallad *White Knight* som innebär att styrelsen har mandat att söka efter andra eventuella budgivare.²⁹ Lindskog framför att en mer välanpassad terminologi troligtvis vore förankrade och oförankrade bud.³⁰

2.1 Historisk tillbakablick

Lagregleringen kring offentliga uppköpserbjudanden var under lång tid obefintlig i Sverige. Näringslivets Börskommitté (NBK) gav ut sina första rekommendationer³¹ på området år 1971 och satte på detta sätt ramarna för självregleringen rörande takeover-erbjudanden.³² Dessa rekommendationer har sin grund i den brittiska självregleringen på området. Takeover-regleringen är *per se* inte bindande för parterna men har gjorts förpliktande avtalsrättsligt genom att det i reglerna föreskrivs att budgivaren ska införa i avtalet om offentligt uppköp att takeover-reglerna ska gälla vid sidan om Aktiemarknadsnämndens (AMN) uttalanden.³³ Regelverket ger uttryck för vad näringslivet anser utgöra god sed vid ett takeover-förfarande och torde användas undantagslöst sedan dess tillkomst.³⁴

Den 1 juli 2006 fick den svenska självregleringen till viss del lämna plats för lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.³⁵ Detta var slutresultatet av de förhandlingar som förts inom EU där medlemsstaterna enats om att anta det så kallade takeover-direktivet.³⁶ Precis som till den svenska självregleringen, och även flera andra länders

²⁸ Lindskog, S., *Börsrätt*, s. 64.

²⁹ Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 348. Samarbetsvägran kan i sällan förekommande fall vara godtagbart, se AMN 2006:55 (Scania). Visst utrymme lämnas också till styrelsen att marknadsföra sig själv och sin affärsplan i ett försök till försvar mot takeover, likt Old Mutuals uppköp av Skandia år 2005 där företagsledningen presenterade den så kallade Turboplanen.

³⁰ Lindskog, S., *Börsrätt*, s. 64.

³¹ ”Rekommendationer” ersattes år 2003 istället med ”regler”.

³² Näringslivets Börskommittés rekommendationer rörande offentliga erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag.

³³ SOU 2005:58 s. 54.

³⁴ Se SOU 2005:58 s. 54. Ingen litteratur har givit intrycket av att detta har förändrats sedan 2005.

³⁵ SFS 2006:451

³⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

reglering på området, stod den brittiska *Takeover Code* modell även för direktivet.³⁷ Då såväl den äldre självregleringen och direktivet tagit avstamp i den brittiska rätten blev förändringen vid implementeringen av takeover-direktivet sparsam, även om ett antal nya regler infördes. Man såg exempelvis till att med dessa nya regler undanröja vissa hinder mot genomförandet av offentliga uppköpserbjudanden. Bland annat kan här nämnas regelverket kring försvarsåtgärder samt genombrottsregeln.³⁸ Av de regler och principer som inte förändrades på ett omfattande vis kan nämnas likabehandlingsprincipen, informationsplikten och budpliktsreglerna.⁴⁰ Medlemsstaterna fick själva besluta huruvida de ville genomföra direktivet genom lagstiftning eller självreglering.⁴¹ Detta efter påtryckningar från framför allt Storbritannien som värnade om sin självreglering. I Sverige valde man att göra en kombination av de båda tillvägagångssätten. Man ålade genom lag börser och auktoriserade marknadsplatser att ha egna takeover-regler och man ålade också budgivare att följa dessa regler. Detta på grund av att de väl genomarbetade takeover-reglerna från NBK fortfarande ansågs tillfredsställande.⁴² Man såg till att de mer centrala delarna av civilrättslig karaktär författades i lag, medan till exempel likabehandlingsprincipen fortsatt fick uttryck genom självreglering.⁴³

Innan LUA stiftades var ett stort problem med självregleringen som rådde att den endast var bindande för de som skrivit på ett noteringsavtal med börser. Detta ledde till att exempelvis privata riskkapitalistföretag och utländska bolag inte var skyldiga att följa reglerna.⁴⁴ Enligt 2 kap. 1§ LUA är det numera inte tillåtet för en potentiell budgivare att avlägga ett bud förrän dess att denne godkännt att följa marknadsplatsens takeover-regler. Genom att signera detta förbinder sig budgivaren att både följa reglerna, men även underkasta sig eventuella sanktioner.⁴⁵ På detta sätt kommer man således runt den ovan anförda problematiken kring att självregleringen i sig inte är bindande.

³⁷ Prop. 2005/06:140 s. 34.

³⁸ Prop. 2005/06:140 s. 35.

³⁹ Genombrottsregeln innebär att eventuella avtal som begränsar en akties överlåtbarhet ska vara utan verkan under tiden som erbjudandet löper. Denna kommer till uttryck i 6 kap. 1-6§§ LUA.

⁴⁰ Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 280.

⁴¹ Dock måste enligt art. 4 regleringskompetensen delegeras till en privaträttsligt organ genom lag eller förordning. Således var det inte möjligt att helt förlita sig på självreglering. Se vidare Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 101.

⁴² Prop. 2005/06:140 s. 43.

⁴³ Prop. 2005/06:140 s. 44.

⁴⁴ Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 344. Exempel på sådan problematik kan ses i AMN 2000:20 där Industri Kapital drog tillbaka sitt bud på Perstorp trots att detta ansågs strida mot god sed på aktiemarknaden.

⁴⁵ Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 275.

LUA har i princip tre huvudregler. Dessa är (i) det skriftliga åtagandet som budgivaren gör gällande att denne ska följa takeover-reglerna, (ii) att en aktieägare, om denne överstiger ett visst aktieinnehav, förpliktas lägga ett bud även på resterande aktier i bolaget (budplikt) och (iii) reglerna kring målbolagets möjligheter att utföra försvarsåtgärder.⁴⁶ Utöver dessa huvudregler finns bestämmelser rörande informationsplikt gentemot anställda samt regler rörande tillsyn och sanktioner.

3. Takeover-reglerna

LUA stipulerar som ovan nämnt ett krav på den budgivare som har avsikt att lämna ett offentligt uppköpserbudande att förplikta sig till att följa marknadsplatsernas regelverk om takeover. På samma sätt ålägger lagstiftaren marknadsplatserna att ha sådana regelverk om offentliga uppköp av aktiemarknadsbolag och den förpliktar dem även att övervaka att dessa regler följs på respektive marknadsplats.⁴⁷ Självregleringen rörande takeover är i sig inte bindande för någon som inte åtagit sig att följa reglerna. Det rör sig således om en så kallad avtalsreglerad självreglering.⁴⁸ Om någon väljer att göra ett offentligt uppköpserbudande utan att åta sig att följa reglerna, kan denne bli föremål för sanktioner i enlighet med 7 kap. 2§ LUA. Budet ska då också ogiltigförklaras av Finansinspektionen.⁴⁹

Takeover-reglerna är i huvudsak baserade på Näringslivets Börskommittés gamla regelverk då det var av allmän uppfattning att dessa regler var väl fungerande och en stomme i den svenska takeover-regleringen.⁵⁰ Aktiemarknadsnämnden har fått mandat delegerat av Finansinspektionen att besluta om eventuella undantag från dessa regler.⁵¹

Som ovan nämnt tar takeover-reglerna avstamp i den brittiska *Takeover Code*. De båda regelverken inleds med allmänt formulerade principer gällande bland annat styrelsens agerande vid en takeover-situation, budgivarens skyndsamhet, budgivarens plikt att säkerställa att denne kan erlagga vederlaget innan denne faktiskt presenterar ett bud samt principen om likabehandling av målbolagets aktieägare.⁵² Syftet med principerna är att ge tolkningsvägledning i de fall de övriga reglerna inte ger något givet svar. Såväl likabehand-

⁴⁶ Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 275.

⁴⁷ 13 kap 8§ VPML.

⁴⁸ Se vidare Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 105.

⁴⁹ 7 kap. 3§ LUA.

⁵⁰ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 102.

⁵¹ 7 kap. 10§ LUA.

⁵² Takeover-reglernas inledande kapitel.

lingsprincipen som de övriga inledande bestämmelserna i takeover-reglerna bygger på en respekt för aktiemarknaden och genom detta verkar de också för att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden bland allmänheten.⁵³

3.1 Övriga bestämmelser

3.1.1 Förutsättningar för att få lämna ett erbjudande

Kortfattat ska också nämnas några övriga bestämmelser i takeover-reglerna. I II.1 fastställs att ett offentligt uppköpserbjudande endast får lämnas efter förberedelser som visar att budgivaren har faktisk förmåga att genomföra budet i fråga. Detta kan förklaras på så sätt att budet ska vara allvarligt menat och budgivaren har klargjort att han har en faktisk finansiell potential att genomföra uppköpet. Dock måste inte budgivaren kunna garantera vissa myndighets- eller bolagsstämmbeslut för att få göra ett offentligt uppköpserbjudande. Ett offentligt erbjudande påverkar ofta aktiekursen och ibland även den av bolaget bedrivna verksamheten. Därför är det viktigt att de erbjudanden som kommer till stånd faktiskt är seriöst menade och att det gjorts relevanta förberedelser.⁵⁴ Exempelvis krävs att budgivaren använt sig av för området kompetenta rådgivare.⁵⁵ Indikativa bud, eller så kallade testballonger är heller inte tillåtna med hänvisning till den kurspåverkande effekt ett takeover-erbjudande har.

3.1.2 Fullföljandevillkor och budgivarens bundenhet vid budet

Enligt II.4 takeover-reglerna får en budgivare uppställa vissa villkor för erbjudandets fullföljande. Dessa villkor måste vara utformade på så sätt att det objektivt kan fastställas om de uppfyllts eller inte och det får heller inte vara utformat på så sätt att budgivaren själv har ett väsentligt inflytande över huruvida villkoret uppfylls eller ej. Budgivaren får således inte uppställa villkor som ger denne direkt eller indirekt frihet att välja om takeover-erbjudandet ska genomföras eller inte.⁵⁶ Grunden i ett erbjudande ska vara enkelhet och tydlighet.⁵⁷ Exempel på godkända fullföljandevillkor är att vissa nödvändiga myndighetstillstånd

⁵³ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 104.

⁵⁴ Kommentaren till II.1 1 st.

⁵⁵ Aktiemarknadsnämnden riktade kritik i AMN 2011:02 (ICM Kungsholms) mot att en budgivare som saknade kunskap om förfarandet inte hade anlitat ett kompetent ombud.

⁵⁶ Kommentaren till II.4 2 st.

⁵⁷ AMN 1998:07

erhålls, att finansieringen realiseras eller att en viss anslutning uppnås i erbjudandet.⁵⁸⁵⁹ Huvudregeln är att lagt bud ligger och därför står i nära korrelation med regeln om fullföljandevillkor regeln II.5 gällande att en budgivare är bunden vid sitt bud om han inte gjort ett sådan villkorat förbehåll som är acceptabelt enligt II.4.

3.1.3 Sanktioner

I de fall då en budgivare lämnar ett bud utan att ha finansiell kapacitet att genomföra detta eller på något annat sätt bryter mot regelverket gällande takeover finns det vissa sanktioner. Dessa sanktioner får sin effekt genom avtalsrättsliga principer då reglerna endast är bindande för de som åtagit sig att följa regelverket och göra sig till föremål för dess sanktioner.⁶⁰ En särskild avgift uttas i dessa fall från budgivaren, vilken kan uppgå till mellan 50 000 kronor och 100 miljoner kronor.⁶¹ Enligt takeover-direktivet ska beloppen vara effektiva, proportionerliga samt avskräckande.⁶²

4. Aktiemarknadsnämnden

4.1 Upprätthållare av god sed på aktiemarknaden

Aktiemarknadsnämnden (AMN) har sedan starten 1986 växt och uppfyller nu en av de viktigaste rollerna på aktiemarknaden. Detta grundar sig i Aktiemarknadsnämndens stora förtroende hos branschens diverse aktörer.⁶³ Den utlösande faktorn för Aktiemarknadsnämndens tillkomst var den så kallade LEO-affären.⁶⁴ Kort förklarar innebar LEO-affären att bolagsstämman i AB Leo tog beslut om att genomföra en riktad nyemission som riktade sig till vissa utvalda personer inom moderbolaget Sonesson AB samt AB Leo. Kursen som

⁵⁸ Kommentaren till II.4 1 st.

⁵⁹ Vanligtvis uppställs ett krav från budgivarens sida på minimum 90% anslutning för att således aktivera Aktiebolagslagens regler kring tvångsinlösen.

⁶⁰ 2 kap. 1§ LUA. I de fall då en budgivare inte har åtagit sig att följa reglerna kan Finansinspektionen påföra budgivaren en avgift enligt 7 kap. 2-3§§ LUA.

⁶¹ Avd. VI takeover-reglerna.

⁶² Prop. 2005/06:140 s. 77 samt 115.

⁶³ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 87, samt Finansinspektionens PM *Uppföljande utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden*, FI Dnr 08-8404, s. 7.

⁶⁴ Se Rolf Skogs anförande http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/160919_Aktiemarknadsnamnden_-_igar_i_dag_och_i_morgon.pdf samt Munck, J., *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, s. 10.

dessa personer fick förvärva aktierna till ansågs för låg och på så sätt avsedd att åsamka skada för de övriga aktieägarna i såväl moderbolaget som AB Leo. Detta gav senare upphov till minoritetsskyddsreglerna i 16 kap. ABL som fastställer att det krävs stämmobeslut för riktade emissioner till den så kallade förbjudna kretsen. Även om LEO-affären var avgörande för Aktiemarknadsnämndens upprinnelse hade en börsetisk diskussion förts långt innan dess uppkomst vilket rättfärdigade ett sådant rådgivande organs varande.⁶⁵ Vid skapandet av Aktiemarknadsnämnden stod den brittiska motsvarigheten, *Takeover Panel*, modell.⁶⁶

I enlighet med 7 kap. 10§ LUA har Finansinspektionen (FI) delegerat rätten till AMN att tolka och uttala sig om frågor rörande takeover på så sätt som avsågs i takeoverdirektivet.⁶⁷ Detta har gjort att frågor rörande dispens från budplikt är den i särklass mest behandlade frågan hos nämnden.⁶⁸ Aktiemarknadsnämnden har som huvuduppgift att genom uttalanden och rådgivning verka för att god sed upprätthålls på aktiemarknaden. Vidare har också de svenska reglerade marknaderna⁶⁹ lämnat över tolkning och undantagsgivning till Aktiemarknadsnämnden gällande deras takeover-regler. Aktiemarknadsnämnden kan också göra generella uttalanden enligt 14 § i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.⁷⁰

Endast de uttalanden som sker på delegation av FI får överklagas.⁷¹ Således finns det ingen överordnad instans till vilken man kan överklaga ett uttalande från AMN som skett på delegation från någon av börserna. Detta betyder dock inte att det saknas möjlighet till rättslig prövning för den som är missnöjd med ett av nämndens beslut. Dock blir börserna i fråga motpart till den klagande, och inte AMN eller Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden då det avtalsrättsliga förhållandet endast föreligger gentemot börserna.⁷²

Aktiemarknadsnämndens uttalanden är inte bindande i den mening att de följs av sanktioner mer än i de fall då tolkningsproblematik delegerats från FI eller någon av de

⁶⁵ Se Rolf Skogs anförande http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/160919_Aktiemarknadsnamnden_-_igar_igardag_och_i_morgon.pdf

⁶⁶ SOU 2003:22, s. 64.

⁶⁷ 14 kap. 1§ FFFS 2007:17 Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser. Se vidare Munck, J., *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, s. 13.

⁶⁸ Munck, J., *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, s. 15.

⁶⁹ NASDAQ OMX Stockholm och NGM.

⁷⁰ Exempel på detta finns t.ex i AMN 2002:01 gällande incitamentsprogram.

⁷¹ 21a § Stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Finansinspektionen har i dessa fall rollen som första överklagandeinstans, Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 284.

⁷² Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 91.

reglerade marknaderna. Dock har AMN möjligheten att rikta kritik mot bolag som på något sätt motverkar god sed på aktiemarknaden.⁷³ Även om detta inte *per se* är någon repressalie ska ändå nämnas att majoriteten av uttalanden åtlöds av de berörda aktörerna.⁷⁴ AMN är heller inte bunden av sin egen praxis även om de i stor utsträckning arbetar för en korrelerande linje av avgöranden.⁷⁵

5. Likabehandlingsprinciperna

5.1 Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingen i regleringen

En av tyngdpunkterna i direktivet, såväl som i *Takeover Code*, är likabehandling av samtliga aktieägare i målbolaget. Detta kommer till stånd i den första *general principle* i *Takeover Code* som lyder:

”All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected.”

Detsamma stipuleras i takeover-direktivets artikel tre:

”Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas.”

Ett av direktivens huvudsyften är således att tillförsäkra målbolagets minoritetsaktieägare en rättvis och rimlig behandling. Direktivet ska också gynna och underlätta för önskvärda omstruktureringar i näringslivet.⁷⁶ Likabehandlingsprincipen har inte till ord och uttryck överförs från takeover-direktivet till LUA, men enligt propositionen till lagen ska ändå lagstiftningen genomsyras av denna princip.⁷⁷ Målet med principerna är att uppnå en for-

⁷³ Prop. 2005/06:140 s. 40.

⁷⁴ Munck, J., *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, s. 12.

⁷⁵ SOU 2003:22 s. 64 f.

⁷⁶ Prop. 2005/06:140 s. 34 f.

⁷⁷ Prop. 2005/06:140 s. 35.

mell likabehandling bland målbolagets samtliga aktieägare och därför liknar de mer 4 kap. 1§ ABL än generalklausulerna vad det gäller den regeltekniska utformningen.⁷⁸

Rörande takeover-reglerna kommer likabehandlingsprincipen till uttryck i inledningen, där det fastställs att reglerna vilar på direktivets principer.⁷⁹ I och med detta kan det uttolkas att det finns en allmän likabehandlingsprincip som överskuggar hela aktiemarknadsrätten. Likabehandlingsprincipen grundar sig i den basala tanken att ingen aktieägare ska gynnas eller missgynnas på en annan aktieägars bekostnad eller till en annan aktieägars fördel. Detta är en viktig del av regleringen av den anledning att det är en förutsättning för upprätthållandet av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Förtroendet hade med sannolikhet minskat om risken för ett eventuellt utnyttjande av minoriteten ökat.⁸⁰

Likabehandlingsprincipen kommer som ovan anført till uttryck på många sätt. Som mest distinkt kan den dock sägas framträda i takeover-reglernas II:10 där det stipuleras att samtliga aktieägare som har aktier med lika villkor i målbolaget ska behandlas likvärdigt.⁸¹ Likheten ska visa sig i såväl värdet på vederlaget samt i den form som vederlagets utbetalning görs. Vederlaget utgörs vanligtvis av aktier i det budgivande bolaget, kontanter eller en kombination av dessa två betalsätt. Att en budgivare erbjuder aktieägarna i målbolaget en valmöjlighet gällande vederlagstyp anses inte utgöra exempel på olikbehandling.⁸²

5.2 Den bolagsrättsliga likhetsprincipen

Som tidigare anförts tar den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen avstamp i den bolagsrättsliga diton.⁸³ Därför ska en kortare genomgång av även denna göras för att på så sätt öka förståelsen hos läsaren. Den bolagsrättsliga likhetsprincipen skiljer sig från den aktiemarknadsrättsliga på så sätt att den verkar för lika behandling bland bolagets aktieägars andelar internt. Detta för att förhindra att en majoritet kan missbruka sin makt. Den sistnämnda principen reglerar istället likabehandlingskravet bland aktieägarna i ett målbolag och skyddar därigenom aktieägare från att missgynnas och på så sätt erhålla ett sämre vederlag än vissa andra aktieägare vid ett eventuellt offentligt uppköpserbjudande.

⁷⁸ Afrell, L. mfl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 258.

⁷⁹ Artikel 3 takeover-direktivet. Jfr. Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 81.

⁸⁰ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 104.

⁸¹ Med aktier med lika villkor menas främst den ekonomiska rätten till utdelning samt den inflytandemässiga rätten att rösta på en bolagsstämma. Se Kommentaren till II.10 1 st.

⁸² Kommentaren till II.10 3 st.

⁸³ Milberg, L. & Sevenius, R., *Börsrätt*, s. 336

Den eller de aktieägare som på bolagsstämman innehar huvuddelen av rösterna har makten i de flesta beslut rörande bolaget.⁸⁴ Detta kallas majoritetsprincipen och är en av grundstenarna i aktiebolagslagen (ABL).⁸⁵ Utan en beslutande majoritet torde förvaltningen av bolaget framstå som ineffektiv och det vore således inte ett funktionellt ekonomiskt instrument.⁸⁶ På samma sätt hade incitamentet minskat hos framför allt mindre investerare om det istället var så att majoriteten hade möjlighet att besluta i samtliga frågor utan några som helst inskränkningar.⁸⁷ Därför finns så kallade minoritetsskyddregler i ABL. I dessa skyddsregler ryms bland annat principen om likabehandling som är en gammal princip inom associationsrätten. Likhetsprincipen som kommer till uttryck i 4 kap. 1§ ABL syftar till att alla andelar ska behandlas lika, om det inte finns undantag i de efterföljande paragraferna rörande olika aktieslag och röstvärde.⁸⁸ Enligt Sandström ska likhetsprincipen ges en strikt och sträng tillämpning på grund av dess centrala funktion inom associationsrätten.⁸⁹ Av Europeiska unionens andra bolagsdirektiv framgår att aktieägare av ”samma ställning” ska behandlas lika.⁹⁰ Detta skapar således möjligheter till viss olikbehandling inom associationsrätten. Dock är vissa rättigheter orubbliga och får inte förbigås, så som rätten att rösta på bolagsstämman eller utöva minoritetsrätten.⁹¹

5.2.1 Generalklausulerna

Ett annat uttryck för principen om likabehandling kommer till stånd i de så kallade generalklausulerna.⁹² De förbjuder otillbörlig särbehandling av aktieägare genom beslut eller verkställighetsåtgärder från bolagsorganens sida. Enligt Eklund och Stattin har även generalklausulerna, precis som den allmänna likhetsprincipen ett vidare tillämpningsområde och kan således appliceras på andra beslutsfattare i aktiebolaget än de som faktiskt skrivs ut i lagregeln.⁹³ Vad som ska ses som otillbörligt ska avgöras genom en avvägning mellan å ena sidan minoritetsaktieägarens intresse av reell likabehandling och å andra sidan före-

⁸⁴ 7 kap. 40-41§§ ABL.

⁸⁵ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 117 f.

⁸⁶ Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s 186.

⁸⁷ Skog, R., *Rodhes Aktiebolagsrätt* s. 231.

⁸⁸ 4 kap. 2-5§§ ABL.

⁸⁹ Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 205.

⁹⁰ Direktiv 77/91/EEG, artikel 42.

⁹¹ Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 190.

⁹² 7 kap. 47§ och 8 kap. 41§ ABL.

⁹³ Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 190.

tagnytan ur en företagsekonomisk synvinkel.⁹⁴ Det måste också vara ett markant missförhållande mellan den fördel som någon erhåller gentemot den nackdel som missgynnar den andre, även om det räcker att handlingen är ägnad att orsaka ett sådant missförhållande.⁹⁵

Hur korrelationen mellan likhetsprincipen och generalklausulerna ser ut är omtvistad då de två principerna på vissa områden överlappar varandra. Vid eventuella avgränsningsproblem torde enligt Sandström i sådana fall huvudregeln i 4 kap. 1§ ABL prövas initialt då denna till sin räckvidd är mer begränsad.⁹⁶ Generalklausulerna blir här att se som ett komplement till likhetsprincipen. Å andra sidan menar Bergström, Högfeldt och Samuelsson att likhetsprincipens betydelse minskat i och med införandet av generalklausulerna.⁹⁷ De anser också att 4 kap. 1§ ABL som allmän rättsgrundsats ska tillämpas i andra hand när det finns reella lagregler. Likhetsprincipen är enligt Bergström, Högfeldt och Samuelsson överflödigt och endast ett alternativt, mer omfångsrikt tillvägagångssätt.⁹⁸ Dotevall anför att generalklausulerna ger likhetsprincipen dess flexibilitet genom att tillåta särbehandling av aktieägare så länge det inte innebär skada eller otillbörlig fördel för annan aktieägare eller tredje man.⁹⁹ Eklund och Stattin menar att likhetsprincipen åsyftar ekonomiska fördelar och allmänna frågor, medan generalklausulerna istället berör den ekonomiska nackdel som kan uppstå.¹⁰⁰ Undantag från likabehandlingen får dock ske om det är företagsekonomiskt riktigt och åtgärderna är proportionella.¹⁰¹ Således kan sägas att generalklausulerna ger uttryck för såväl likhetsprincipen såväl som vinstmaximeringsprincipen och den föregående torde vara något underordnad den senare.¹⁰²

5.2.2 Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen i aktiemarknadsmiljö

Som ovan nämnt har den associationsrättsliga likhetsprincipen endast ett internt tillämpningsområde. Denna princip är således endast gällande mellan de olika subjekten inom det egna aktiebolaget. I propositionen till en tidigare lydelse av Aktiebolagslagen uttrycks att

⁹⁴ Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 205.

⁹⁵ Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 170 f.

⁹⁶ Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, s. 205.

⁹⁷ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 125

⁹⁸ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 127 samt s. 133 f.

⁹⁹ Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 169.

¹⁰⁰ Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s. 192.

¹⁰¹ Prop. 1973:93 s. 137.

¹⁰² Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 134 och 162.

likhetsprincipen är ”grundläggande för hela aktiebolagsrätten”.¹⁰³ Detta betyder enligt Bergström, Högfeldt och Samuelsson dock inte att principen ska göras så vidsträckt att den gäller samtliga rättshandlingar som ett aktiebolag utför.¹⁰⁴ Däribland kan således nämnas att den inte är tillämpbar i sådana externa förhållanden som ett offentligt uppköpserbudande innebär.¹⁰⁵ Detta skapar således ett behov av en sådan mer specificerad likabehandlingsprincip som kommer till uttryck i LUA, takeover-direktivet samt självregleringen på området.¹⁰⁶

6. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen

Det finns inom aktiemarknadsrätten ett flertal principer som verkar för att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Förutom principen om likabehandling som bland annat kommer till uttryck i inledningen till takeover-reglerna bör reglerna om informationsgivning och rättssäkerhet nämnas. Likabehandlingsprincipen bygger som ovan nämnt på tanken att ingen aktieinnehavare ska premieras till nackdel för någon annan, då detta hade varit skadligt för det allmänna förtroendet för aktiemarknaden. Detta är också en av grunderna till varför takeover-reglerna skapats.¹⁰⁷

Tydligast kommer likabehandlingsprincipen till uttryck när vederlaget för målbolagets aktier i ett uppköpserbudande ska fastställas. Aktier med ”lika villkor” i målbolaget ska behandlas lika.¹⁰⁸ Dessa lika villkor hänför sig till de ekonomiska rättigheterna såväl som den bestämmanderätt som en aktie medför enligt lag.¹⁰⁹ Med detta menas att aktier med lika rätt till utdelning och också lika rätt till deltagande och röstvärde på en bolagsstämma är aktier av lika villkor. Precis som den associationsrättsliga likhetsprincipen med de båda generalklausulerna, ställer den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen krav på såväl materiell samt formell likabehandling. Detta innebär att exempelvis vederlagets storlek såväl som tillvägagångssättet ska vara identiskt.¹¹⁰

¹⁰³ Prop. 1973:93 s. 84.

¹⁰⁴ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 162.

¹⁰⁵ Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, s. 170.

¹⁰⁶ Se ovan avsnitt 5.1.

¹⁰⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 104.

¹⁰⁸ Takeover-reglerna II.10

¹⁰⁹ Kommentaren till II.10 1 st.

¹¹⁰ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 281.

6.1 Undantag från likabehandlingsprincipen vid takeover

Viss särbehandling är tillåten vid offentliga uppköpserbudanden och vissa undantag i särskilda fall är därför godtagbara. Detta kan exempelvis röra sig om en situation när en aktieägare av legala skäl inte kan ta emot vederlag i en viss form, eller ett förhållande där det från budgivarens sida kan vara befogat att erbjuda kontantvederlag för mindre aktieposter om detta uppgår till samma värde som vederlaget som erbjuds till övriga aktieägare.¹¹¹ Detta är just exempel och således inte en uttömmande lista då relativt omfattande undantag är tillåtna.¹¹² Om undantag från likabehandlingsprincipen planeras från budgivarens sida rekommenderas att konsultera Aktiemarknadsnämnden eller åtminstone undersöka tidigare uttalanden rörande liknande undantag.¹¹³

6.1.1 Undantag rörande aktier med identiska villkor

Som ovan nämnt finns i kommentaren till takeover-reglerna II.10 vissa potentiella möjligheter till avsteg från likabehandlingsprincipen. Ett tänkbart avsteg kan vara att erbjuda olika sorts vederlag till aktieinnehavarna. Det är således möjligt att erbjuda aktieägarna ett val gällande vederlagets utformning. Det kan utgöras av aktier i budgivarbolaget, av kontanter eller helt enkelt en kombination av dessa båda. Dessa olika vederlagsformer kan också ha olika värde.¹¹⁴ Om de olika vederlagsformerna ens är en avvikelse från principen om likabehandling är enligt Stattin tveksamt, så länge de inte utgörs av just ersättningar av olika värde eller om ett av alternativen endast finns tillgängligt i begränsad utsträckning eller tid.¹¹⁵ Att vissa vederlagsalternativ bortfaller efter en tid är godtagbart inom de ramar som följer av II.2 och II.7.¹¹⁶

Om det föreligger särskilda skäl kan en aktieägare erbjudas ersättning i annan form men till lika värde enligt II.10. Sådana särskilda skäl kan utgöras av att en aktieägare exempelvis inte kan mottaga erbjudet vederlag på grund av legala orsaker. En annan anledning till undantag kan vara om det finns sådana ”tungt vägande praktiska skäl” som det talar om i kommentaren till II.10. Ett sådant praktiskt skäl kan vara att det är rimligare att i

¹¹¹ Kommentaren till II.10 5 st.

¹¹² Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 281.

¹¹³ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 282.

¹¹⁴ Kommentaren till II.10 2 st. I sällan förekommande fall utgörs vederlaget av annan egendom.

¹¹⁵ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 282.

¹¹⁶ Kommentaren till II.10 3 st.

ett målbolag med ett mycket stort antal aktieägare erbjuda kontant ersättning till de innehavare som innehar mindre aktieposter.¹¹⁷ Detta är en möjlig utväg i de fall då det kan anses vara praktiskt godtagbart. Exempel på detta kan ses i AMN 2000:01 (Castellum) där Castellum AB fick tillåtelse från AMN att lämna kontant vederlag till de aktieägare som hade ett innehav rörande maximalt 100 poster (i detta fall till ett värde av 6 500 kr). Detta ansågs utgöra en sådan administrativ lättnad för Castellum AB då cirka 80 procent av aktieägarna kunde ersättas kontant, att det utgjorde ett sådant tungt vägande praktiskt skäl.¹¹⁸ Kravet kvarstår dock att det ska utgöra samma värde som övriga lämnade vederlag vid tidpunkten för budets lämnande.¹¹⁹

Två andra sammanhängande uppmärksammade fall rörande vad som utgör godtagbara praktiska skäl är AMN 2005:32 samt AMN 2005:38 (Old Mutual - Skandia). I det förstnämnda övervägde Old Mutual Plc vid sitt bud på Skandia att erbjuda aktieinnehavare med färre än 1000 poster förtur till en matchning för att på så sätt möjliggöra för aktieägarna i Skandia att sälja en större del av sina aktier mot kontantvederlag eller vederlagsaktier om det fanns möjlighet att matcha med andra aktieägars val. Detta innebar dock att de aktieinnehavare med ett större innehav än 1000 poster skulle matchas först efteråt. Detta motiverades framförallt från Old Mutuals sida med behovet att erbjuda mindre aktieägare en enklare vederlagsstruktur samt möjligheten att kunna välja endast kontantvederlag. AMN fastställde att detta upplägg stred mot god sed på aktiemarknaden eftersom det skulle ge aktieägare med högst 1000 poster rätt till matchning och vissa garantier i första hand då Old Mutual utlovat att bidra med kontanta medel eller emittera de vederlagsaktier som krävdes för att samtliga val skulle kunna tillgodoses.

I AMN 2005:38 justerade Old Mutual erbjudandet på så sätt att de aktieägare med ett innehav av mindre än 1000 poster fick möjlighet att erhålla sitt vederlag i kontanter. Dock togs alternativet bort gällande förtur till vederlagsaktierna. Aktiemarknadsnämnden konstaterade att detta var ett godtagbart förfarande och att de sedan tidigare godtagit fasta gränser för antalet aktier som ska ersättas kontant.

Ett visst utrymme för undantag har också givits från Aktiemarknadsnämndens sida i de fall då budgivaren önskar premiera en nyckelperson i målbolaget för att denne ska stan-

¹¹⁷ Kommentaren till II.10 5 st.

¹¹⁸ Se även AMN 2001:02 där det ansågs godtagbart med endast kontantalternativ till ägare av mindre poster på grund av praktiska skäl.

¹¹⁹ Se vidare AMN 2015:29 där innehavare av färre än 100 poster endast erbjöds kontant vederlag om 42 kronor per aktie. Aktieägare med större innehav erbjöds samma kontantvederlag men också ett alternativ om aktier i det budgivande bolaget till ett högre värde (45 kronor). Detta ansåg AMN inte vara i enlighet med god sed på aktiemarknaden.

na kvar en förutbestämd tid efter erbjudandets genomförande. I AMN 2007:15 (IBM - Telegic) och AMN 2007:25 har frågan tagits upp då några av nyckelpersonerna också var aktieägare i målbolaget och således krävdes dispens för att undgå likabehandlingsprincipen. Aktiemarknadsnämnden fann att bonusprogrammen inte var till för nyckelpersonerna i deras roll som aktieägare utan som anställda i bolaget, och var således inte en kränkning av likabehandlingsprincipen. Styrelsen i målbolaget måste också godkänna ett sådant arrangemang för att det ska anses godtagbart.¹²⁰

Takeover-reglernas kommentar är gällande denna regel inte uttömmande och en budgivare torde konsultera AMN i fall som avviker från likabehandlingsprincipen.¹²¹

6.1.2 Undantag rörande aktier med icke-identiska villkor

Enligt takeover-reglerna är huvudregeln att även aktier med olika villkor ska behandlas likvärdigt gällande vederlagsform.¹²² Ett visst aktieslag får således inte ersättas med kontantvederlag medan ett annat slag ersätts av vederlagsaktier. Sedan tio år tillbaka är det heller inte tillåtet att erbjuda aktieägare med röststarka aktier ett högre vederlag än aktieägare med röstsvaga aktier.¹²³

Tidigare var det dock tillåtet att göra viss åtskillnad på röststarka A-aktier och mer röstsvaga B-aktier. Under 1990- och 2000-talet levererade AMN diverse uttalanden rörande hur stor premien möjligen skulle kunna vara för en röststark aktie framför en röstsvag dito. I AMN 1991:03 (Industrivärlden - Bahco) ansågs tio procent högre vederlag stämma överens med god sed på aktiemarknaden. I AMN 2001:03 (E.ON) godtogs en premie på 20 procent vid en föraffär, något som talades emot i AMN 2004:17 där det inte ansågs finnas tillräckligt god motivering för en sådan omfattande skillnad i premie. I AMN 2004:18 (Proventus - Brio), AMN 2004:19 (VLT) och AMN 2005:13 (Intentia) nåddes en slags konsensus om att tolv procents premie är godtagbart för en mer röststark aktie, och även 15 procent kan godtas om en tillräckligt god motivering kan lämnas. Sammanfattningsvis kan sägas att en premie om tolv procent ansågs rimlig, även om några helt generella slutsatser var svåra att dra då avväganden var tvungna att göras i varje specifikt fall.

¹²⁰ Kommentaren till II.17 4 st.

¹²¹ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 284.

¹²² Takeover-reglerna II.11

¹²³ Olika röstvärde är tillåtet för olika aktieslag enligt 4 kap. 2 och 5§§ ABL. En maximal skillnad på tio till ett är föreskriven.

Även i AMN 2007:24 (Milestone - Invik) ansåg Aktiemarknadsnämnden en premie vara förenlig med god sed på aktiemarknaden. Detta ifrågasattes dock senare av främst institutionella placerare som ansåg det vara orimligt att erbjuda olika premier för A- och B-aktier.¹²⁴ Argument för detta var främst att det blev en indirekt värdeöverföring för B-aktieinnehavarna till A-aktieinnehavarna.¹²⁵ Eftersom ett bolags värde är en fast summa som ska delas ut på samtliga av dess aktieägare blir en premiering av en aktieägare till nackdel för en annan.¹²⁶ Ifrågasättandet ledde fram till en förändring av regelverket till det som är gällande idag, just det att ingen premiering får ske på grund av röstvärdesskillnader.

Gällande rätt är alltså att aktier av olika klass ska behandlas lika. Undantag från detta sker i takeover-reglerna vid tre olika situationer: (i) De fall där erbjudandet omfattar aktier av olika slag gällande deras ekonomiska rätt, (ii) de fall där erbjudandet omfattar aktier som skiljer sig endast i form av röstvärde och endast de röstsvaga aktierna är noterade, samt (iii) de fall där röstvärdet är olika men alla aktieklasser är noterade. Som ovan nämnt ska likabehandlingen ske såväl formellt som materiellt.¹²⁷

(i) Om skillnaderna mellan aktieslagen är av ekonomisk art får vederlaget skilja sig från varandra så länge som det inte är oskäligt. Vederlaget ska således vara sakligt grundat och på så sätt endast spegla de faktiska skillnaderna som finns mellan de olika aktieslagen. Det torde således strida mot likabehandlingsprincipen att erbjuda lika vederlag för olika aktieslag.¹²⁸ Exempel på detta kan ses på vederlagsskillnader mellan stam- respektive preferensaktier.¹²⁹

(ii) Om den enda skillnaden mellan aktieslagen är röstvärdet och de röststarka aktierna inte är noterade ska vederlaget vara lika högt för samtliga aktier. Dock finns det möjligheter att lämna vederlag i olika form.¹³⁰ Likabehandlingen omöjliggör heller inte en ersättning bestående av röststarka aktier i budgivarbolaget som vederlag för röststarka aktier i målbolaget.¹³¹

¹²⁴ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 285.

¹²⁵ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 285.

¹²⁶ Om exempelvis ett bolags värde är 10 miljoner kronor fördelat på 1 miljon aktier. Detta ger ett värde på 10 kronor per aktie. Om några aktieägare premieras minskar således vederlaget för de andra.

¹²⁷ Se ovan avsnitt 6.

¹²⁸ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 164.

¹²⁹ Kommentaren till II.11 3 st.

¹³⁰ Kommentaren II.11 5 st då endast värde nämns. Jfr Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 287.

¹³¹ Kommentaren till II.11 2 st.

(iii) Om istället de olika aktieslagen är noterade på börsen är utgångspunkten även här att lika vederlag ska erbjudas. Dock får skillnad göras om det är så att A- och B-aktierna värderats olika på börsen. Att erbjuda aktieägarna vederlag motsvarande börskursen för de olika aktieslagen med ett procentuellt påslag av budpremien är då möjligt. Budgivare måste dock söka tillstånd hos Aktiemarknadsnämnden som får godkänna ansökan endast i de fall då det finns en tillräcklig likviditet och fungerande handel i de berörda aktieslagen, samt kurskillnaden inte endast är temporär och att den heller inte uppkommit på grund av endast ett fåtal köpare.¹³²

6.1.3 Undantag rörande räckvidden hos ett takeover-erbjudande

Ytterligare undantag från likabehandlingsprincipen får ske rörande räckvidden på ett offentligt uppköpserbjudande. Enligt kommentaren till takeover-reglerna I.1 kan en budgivare i de fall det finns utländska aktieägare i målbolaget ansöka om dispens hos AMN för att undgå att inkludera dessa aktieinnehavare i budet.¹³³ Detta har ansetts relevant av den anledning att budgivaren utan denna bestämmelse skulle vara tvungen att utforma ett erbjudande som uppfyller samtliga länders regler för offentliga uppköpserbjudanden. Ett sådant krav har setts som tidsödande och kostnadskrävande.¹³⁴ Samtliga utländska aktieägare ska dock inte uteslutas av budgivaren. Det krävs att denne har hemvist i ett land som anses ha lagstiftning som är onödigt tidskrävande och medför höga omkostnader. Är så inte fallet rör det sig om en sådan annan omständighet som avses i kommentarens fjärde stycke och ett erbjudande ska således göras.¹³⁵ Exempelvis kan den amerikanska marknaden nämnas då man som budgivare lämpligen vill undvika en kostsam anpassning till det amerikanska rättssystemet samt även undvika skadestandsprocesser i amerikanska domstolar.¹³⁶

Dispens behöver alltid sökas hos AMN om det rör sig om ett land som ingår i det Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES). Om landet faller utanför detta område behöver dispens endast sökas i de fall då innehavet hos aktieägarna i landet överstiger en

¹³² Takeover-reglerna II.11 samt Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 287.

¹³³ Dispens lämnas av AMN enligt I.2 takeover-reglerna.

¹³⁴ Kommentaren till I.1 4 st.

¹³⁵ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 89.

¹³⁶ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 293.

”obetydlig andel” av aktierna i bolaget, vilket fastställts som tre procent, och i de fall då aktierna är noterade på en marknadsplats i landet i fråga.¹³⁷

Regleringen på området ändrades år 2009 och många av Aktiemarknadsnämndens tidigare uttalanden rörande begränsning av erbjudanden blev obsolet. Som exempel på detta bör dock nämnas AMN 2005:38 (Skandia) där det fastställdes att det var förenligt med god sed på aktiemarknaden att utesluta vissa utländska aktieinnehavare. Det skulle dock röra sig om en klar minoritet, som i detta fall uppgick till hela 17,7 procent av aktierna. En omfattande skärpning torde ha skett sedan införandet av den nya regleringen. Denna reglering fastställde att ansökan om dispens är obligatorisk om inte antalet berörda aktier endast ”kan antas representera en obetydlig andel av totalantalet aktier i bolaget” (tre procent).¹³⁸ Formuleringen tyder på att budgivarens plikt att utreda den exakta omfattningen av andelen aktier är relativt begränsad.¹³⁹

Aktiemarknadsnämnden uttalar sig i den aktuella frågan några gånger per år och ny praxis har således skapats sedan regeländringen. I AMN 2017:19 (EQT - DGC) ansågs aktieägarna i målbolaget som kom ifrån diverse länder utanför EES-området inneha en sådan obetydlig andel av det totala antalet aktier i målbolaget. Budgivaren gavs därför dispens gällande att lämna dessa utan hänsyn.¹⁴⁰

Det förekommer också att dispens meddelas trots att innehavet i berörda jurisdiktioner inte anses vara av obetydlig omfattning. Av exempelvis AMN 2017:17 (Midsona - Bringwell) och AMN 2016:44 (Altor - Transcom) framgår att trots att man överstigit treprocentsgränsen har AMN givit dispens med hänvisning till att de i dessa fall amerikanska ägarna ändå haft möjlighet att själva hantera erbjudandet.¹⁴¹ Även i fall där den utländska ägaren är ensam i sitt aktieinnehav och också proklamerat sig som ointresserad av erbjudandet har det beviljats dispens från Aktiemarknadsnämndens sida. Exempel på detta finns i AMN 2013:32 (Beagle - paradox) där en ensam aktieägare med innehav på åtta procent

¹³⁷ Kommentaren I.1 st 4. Riktmärket på tre procent har sitt ursprung i Takeover Code, se vidare Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 86.

¹³⁸ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 293.

¹³⁹ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 86.

¹⁴⁰ Aktieägarna hade sin hemvist i Schweiz, Förenta staterna, Australien, Hong Kong, Japan, Kanada, Nya Zeeland och Sydafrika. Det fanns således en obetydlig andel i var och en av dessa länder (Under tre procent) och aktieägarna kunde därför lämnas utan hänsynstagande. Liknande dispens har givits i bland annat AMN 2016:31, AMN 2015:45, AMN 2012:15, AMN 2010:42 och AMN 2010:22.

¹⁴¹ I dessa fall rörde det sig om innehav på drygt 5 procent respektive 4,6 procent. I det förstnämnda fallet rörde det sig om en icke-identifierbar aktieägare som sannolikt var en kvalificerad investerare. I det sistnämnda fallet rörde det sig istället om mestadels institutionella ägare. Fler exempel där treprocentsgränsen har överskridits med hänvisning till hanterbarheten av erbjudandet är AMN 2016:27, AMN 2015:36, AMN 2013:13, AMN 2012:31 samt AMN 2012:06.

uttalat att han inte var villig att acceptera erbjudandet. Vid läsning av Aktiemarknadsnämndens uttalanden ska uppmärksammas att bedömningar rörande dispens på området görs i huvudsak identiskt vid frivilliga bud som vid budpliktsbud. Dock måste en budgivare i samtliga fall ansöka om dispens vid ett budpliktsbud.¹⁴²

7. Affärer vid sidan om ett takeover-erbjudande

7.1 För-, sido- och efteraffärer

Så kallade för-, sido- och efteraffärer riskerar att bli olikabehandlande gentemot aktieägarna i målbolaget för ett offentligt uppköpserbjudande. De är också aktuella för reglering på grund av dess praktiska möjlighet att tvinga minoritetsaktieägarna fram till ett accepterade av ett offentligt uppköpserbjudande.¹⁴³ Syftet med regleringen är således att ge uttryck för likabehandlingsprincipen och verka för att ingen aktieägare ska bli missgynnad till fördel för en annan aktieägare.

Reglerna kring för-, sido- och efteraffärer sätter upp gränser för hur utformningen av vederlaget vid ett offentligt uppköpserbjudande får se ut. Vid ett uppköpserbjudande är det troligt att en budgivare skulle vilja erbjuda den eller de aktieägare med ett större innehav, en så kallad kontrollpost¹⁴⁴, ett högre vederlag än minoritetsaktieägarna. Denna kontrollpremie utgörs i dessa fall av det pris som betalas utöver den marknadsmässiga ersättningen i de fall då ett särskilt inflytande i bolaget medföljer aktieposten.¹⁴⁵ Genom reglerna om för-, sido- och efteraffärer delas denna kontrollpremie istället ut även på minoritetsaktierna för att uppnå likabehandling.¹⁴⁶ Detta förfarande leder till att takeover ofta sker till ett högre pris än om sådana prisutjämningsregler inte funnits.¹⁴⁷

Prisutjämningsregler som dessa innebär ett minoritetsskydd och är allt som oftast positivt för minoritetsaktieägarna i målbolaget. Genom dessa regler får de ta del av den kontrollpremie som mest troligt endast kommer majoriteten till gagn i andra fall. Enligt Stattin kan prisutjämningsreglerna också ses som positiva för minoritetsaktieägarna i bud-

¹⁴² Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 89.

¹⁴³ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 321.

¹⁴⁴ En kontrollpost utgörs av ett innehav tillräckligt stort röstmässigt för att kunna utöva kontroll. Vanligtvis räknas en kontrollpost innehas vid ett innehav överstigande 30 procent. Jfr reglerna om budplikt.

¹⁴⁵ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 424.

¹⁴⁶ Koulouridas, A., *The Law and Economics of Takeovers. And Acquirer's Perspective*, s. 212, Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 321.

¹⁴⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 321.

givarbolaget. Detta då det är möjligt att majoritetsaktieägaren, i transaktioner under budpliktsgränsen, kan utnyttja värdet av sin kontroll när denne väljer att lämna bolaget genom att efter en genomförd takeover sälja sina aktier till någon som önskar en kontrollpost, medan minoritetsaktieägarnas möjlighet till exit inte är lika självklar. Dock är prisutjämningsregler oftast till nackdel för såväl minoritets- som majoritetsaktieägare i budgivarbolaget då dessa i regel innebär högre vederlag.¹⁴⁸ Att reglerna om för-, sido- och efteraffärer är till nackdel för majoritetsaktieägarna i målbolaget är en självklarhet då dessa blir tvungna att dela med sig av eventuell kontrollpremie.

7.2 Regelverket kring för-, sido- och efteraffärer

7.2.1 Föraffärer II.13

Enligt II.13 takeover-reglerna får en budgivare inte inom kortare tid än sex månader innan offentliggörandet av en offentligt uppköpserbjudande ha erlagt ett erbjudande till någon aktieägare som är att se som mer förmånligt än det faktiska offentliga uppköpserbjudandet. Detta utgör således minimivederlaget. Inget krav finns dock på att villkoren ska vara identiska med de som givits i föraffären och således behöver exakt samma vederlag inte utgå. Så länge vederlaget är åtminstone likvärdigt behöver det inte vara identiskt.¹⁴⁹ Problematik kan uppstå vid fastställande av vederlaget som erlagts i en föraffär. I AMN 2016:10 och AMN 2016:27 (HNA - Rezidor) uttalade Aktiemarknadsnämnden att i detta fall då ett indirekt kontrollägarskifte skett och budplikt således blivit aktuellt ska vederlaget fastställas till ”den volymvägda genomsnittliga betalkursen för aktien under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörandet av att Aktieöverlåtelseavtalet ingåtts.” Detta har mött kritik från bland annat AMF, Nordea Fonder, Fjärde AP-fonden och Provobisgruppen som istället menar att vederlaget borde ha fastställts med grund i hur stor del av den ersättning som betalades som faktiskt allokerades till föraffären, istället för det faktiska börsvärdet då detta leder till att minoritetsaktieägarna går miste om en eventuell del av kontrollpremien.¹⁵⁰ Kollegiet för svensk bolagsstyrning har sedan detta framlagt ett förslag om att dessa regler ska ses över till fördel för minoritetsaktieägarna i detta fall. Enligt det

¹⁴⁸ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 321.

¹⁴⁹ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 323.

¹⁵⁰ Se <https://www.di.se/nyheter/aktieveteranen-reglerna-satts-ur-spel/>, <https://www.di.se/opinion/aktiemarknadsnamnden-beslutet-om-rezidor-budet-en-direkt-foljd-av-reglerna/> samt <https://www.di.se/nyheter/jattar-laser-lusen-av-namndtopparna/>.

nya förslaget innebär det att om den del av ”köpeskillingen för holdingbolaget som budgivaren allokerat till målbolagsaktierna innebär ett högre pris per målbolagsaktie än tjugodagarssnittet ska förfären i stället anses vara gjord till ett pris per aktie motsvarande det åsatta priset.”¹⁵¹¹⁵²

7.2.1.1 Undantag

Budgivaren får dock ta hänsyn till en inte tillfällig och mycket väsentlig kursnedgång vilken har skett under tiden mellan förfären och offentliggörandet av uppköpserbjudandet. Detta kräver också dispens från Aktiemarknadsnämnden. Exempel på sådana fall där AMN uttalat sig om hur väsentlig kursnedgången bör vara är AMN 2008:20 (Deccan - IBS) där det fastställs att en kursnedgång om drygt 30 procent är att anse som väsentlig.¹⁵³ Detta ska ses i kontexten av tidigare lydelse av takeover-reglerna där en gräns på 20 procent ansågs väsentlig.¹⁵⁴ Aktiemarknadsnämnden bedömde även att det inte inom överskådlig framtid gick att förutspå en kursuppgång vilket gjorde att kursnedgången också var att anse som bestående. Den låga volatiliteten¹⁵⁵ gjorde således att budgivaren undgick reglerna kring förfärer. En hög volatilitet gjorde istället i AMN 2010:07 (VitaNova) att en kursnedgång på 38 procent inte ansågs uppfylla kraven i punkten II.13 i takeover-reglerna. Detta i samband med en tidigare företrädesemission som innebar negativa effekter gjorde att budgivaren ändå var bunden av prisutjämningsreglerna.

Det andra undantaget från regeln blir gällande i de fall då någon annan än budgivaren offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget till ett lägre vederlag och sämre villkor än det som den ursprungliga budgivaren erlagt i förfären. Då är således inte budgivaren längre bunden av förfären då detta skulle innebära att de båda budgivarna

¹⁵¹ Pressmeddelande från Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2017-09-18 http://www.bolagsstyrning.se/nyheter/2017/forslag-till-revidering-av-takeover-regl_643. Nytt förslag till takeover-reglering: http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/643/Takeoverregler_2017_andringsmarkerad.pdf.

¹⁵² Omformuleringen av regeltexten har sedan november 2017 blivit gällande rätt.

¹⁵³ AMN 2008:33 behandlar liknande förutsättningar, men dock med en kursnedgång på 57 procent. AMN vill inte uttala sig direkt om hur stor kursuppgång som skulle krävas för att undantagsreglerna inte längre skulle gälla, men påtalar dock att gränsen på 30 procent i AMN 2008:20 är att se som väsentlig kursnedgång.

¹⁵⁴ Se Recommendations Issued by the Näringslivets Börskommitté, NBK (The Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee) s. 54.

¹⁵⁵ Volatilitet är ett uttryck för hur mycket prisrörlighet en aktie och andra finansiella tillgångar har på marknaden. Hög volatilitet innebär stora svängningar och således också mer osäkerhet. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/volatilitet>

konkurrerar på olika villkor.¹⁵⁶ Punkten II.13 i takeover-reglerna och kommentaren till denna regel uppställer inga krav på hur detta nya takeover-bud ska se ut. Enligt Stattin torde det dock vara fallet att budet från den ursprunglige budgivaren borde omfatta åtminstone lika många aktier som det bud som frigjort denna från prisutjämningsreglerna.¹⁵⁷ Detta skulle i andra fall kunna utnyttjas och på så sätt leda till ett undvikande av likabehandlingsprincipen om någon utanför den ursprunglige budgivarens närstående krets lägger ett lågt takeover-bud för att på så sätt ”frigöra” budgivaren från prisutjämningsreglerna.¹⁵⁸ Detta skulle också kunna vara en möjlighet i de fall då en ny budgivare lägger ett bud som sedan inte är genomförbart.¹⁵⁹ Detta torde kunna leda till att den ursprunglige budgivaren kan lägga ett bud med valfria villkor utan någon bundenhet till sin tidigare förfär.¹⁶⁰ Ett mellankommande takeover-bud torde därför bryta sambandet mellan förfären och det efterkommande takeover-budet.¹⁶¹

Utav regeln följer att det är en strikt sexmånadersgräns som är gällande och något samband mellan förfären och det offentliga uppköpserbudandet är således irrelevant.¹⁶² I AMN 2010:20 (Barclays - Tricorona) fastställs detta då sambandsrekvisitet är utan verkan. Samtliga affärer som Barclays gjort inom sex månader innan det offentliga uppköpserbudandet, förutom de som skett för kunders räkning, ska anses som förfärer och således bli föremål för prisutjämningsregeln. Liknande bedömning har också gjorts i AMN 2006:29.

7.2.1.2 Tidigare lydelse

I tidigare lydelse av regelverket var dock ett korrelationsrekvisit upptaget och förfären och erbjudandet skulle således vara ”till tid och syfte sammanhängande”.¹⁶³ Detta krav på samband kvarstod fram tills revideringen av regelverket år 1999 då det istället ändrades till dagens lydelse. Dagens utformning torde göra tillämpningen av regleringen väsentligen enklare då det endast finns en strikt gräns att hålla sig till. En sambandsgrundad reglering

¹⁵⁶ Takeover-reglerna II.13 samt kommentaren till II.13 8 st.

¹⁵⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 325.

¹⁵⁸ Se nedan om närståendebegreppet i avsnitt 7.2.4.

¹⁵⁹ Detta skulle kunna ske exempelvis genom fullföljandevillkor som åsyftas i punkten II.4 och ovan i avsnitt 3.1.2.

¹⁶⁰ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 325.

¹⁶¹ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 325.

¹⁶² Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 172.

¹⁶³ Se II.4 Näringslivets börskommittés rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag (1971) samt II.7 Näringslivets börskommittés rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) Båda utgåvorna har uttryckt ett rekvisit gällande att affärerna till tid och syfte ska vara sammanhängande.

borde i min åsikt kräva mer resurser och vara betydligt mer tidskrävande. Exempel på detta kan ses i det numera obsoleta AMN 1988:04 (Holmen) där den tidigare lydelsen gällande samband tillämpades. I uttalandet sågs det inget samband mellan förfären och det efterkommande offentliga uppköpserbjudandet, trots att förfären varit aktuell endast fyra till fem månader innan det planerade takeover-erbjudandet. Därför ansåg Aktiemarknadsnämnden att ett bud skulle kunna erbjudas med villkor som inte var identiska med de som givits i förfären. Samuelsson anför dock att det inte skulle behövas någon som helst syftesprövning i de fall som förfären skett mindre än sex månader innan det offentliga uppköpserbjudandet. Detta då ett samband alltid ansågs finnas inom sexmånadersgränsen.¹⁶⁴ Dock skulle inte regeln gällande samband kunna utsträckas i oändlighet, även om NBK avstod från att bestämma en maximal tidsgräns även i de fall då samband kunde påvisas.¹⁶⁵ Vidare uttrycker Samuelsson att regeln borde vara tillämplig inte bara när ett beslut tagits om offentligt uppköpserbjudande, utan även i de fall då ett erbjudande övervägs av styrelsen och dessa kommit fram till en handlingslinje.¹⁶⁶ Sätillvida Samuelsson tolkar bestämmelsen korrekt bör ett sambandskrav vara positivt för minoritetsaktieägarna då det enligt min åsikt ger möjlighet till en vidare och mer långtgående likabehandling på aktiemarknaden. Likabehandlingen på området torde därför varit starkare i tidigare lydelser av självregleringen.

Även i Storbritannien fanns tidigare ett slags korrelationsrekvisit gällande förfärer.¹⁶⁷ Detta avskaffades något tidigare än i Sverige och ersattes år 1988 med en fast gräns på tre månader innan offentliggörandet av det offentliga uppköpserbjudandet. Tremånadersfristen kan dock utvidgas om *The Takeover Panel* anser det nödvändigt för att upprätthålla *General Principle 1* om likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden.¹⁶⁸ Kravet på samband togs bort med hänvisning till att det ”gav upphov till osäkerhet och orsakade svårigheter för bolaget och dess rådgivare” samtidigt som detta samband sällan återfanns mer än tre månader innan offentliggörandet.¹⁶⁹

¹⁶⁴ Afrell, L. mfl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 259f. Tilläggas bör att Aktiemarknadsnämnden uttalade sig gällande den tidigare lydelsen av NBK/OE, medan Samuelsson diskuterar utifrån den efterkommande. En viss skillnad i Aktiemarknadsnämndens uttalande torde enligt min åsikt ha förekommit om den senare lydelsen istället tillämpats.

¹⁶⁵ Se Recommendations Issued by the Näringslivets Börskommitté, NBK (The Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee) 2 uppl. 1995. s. 53.

¹⁶⁶ Afrell, L. mfl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 258.

¹⁶⁷ Kershaw, D., *Principles of Takeover Regulations*, s. 197 samt Takeover Code 6.1(a).

¹⁶⁸ Kershaw, D., *Principles of Takeover Regulations*, s. 197.

¹⁶⁹ Fritt översatt från: Takeover Panel 'Purchases Before an Offer Period', (1987/30). <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/1987-30.pdf>

7.2.2 Sidoaffärer II.14

Enligt punkten II.14 i takeover-reglerna får en budgivare i ett offentligt uppköpserbjudande inte förvärva aktier i målbolaget genom en så kallad sidoaffär med för aktieägarna i målbolaget förmånligare villkor under den tid mellan att budet offentliggjorts tills det att vederlaget börjat att betalas ut. Om budgivaren gör detta ska takeover-erbjudandet justeras efter de mer förmånliga villkoren och budgivaren ska också omedelbart offentliggöra sidoaffären.¹⁷⁰ Vederlaget i det ursprungliga uppköpserbjudandet och i sidoaffären ska värderas enligt marknadsvärdet vid tidpunkten för sidoaffären vilket innebär att om vederlaget består helt eller delvis av aktier kan en sidoaffär göras till det nya värdet, oberoende av kursförändringar.¹⁷¹ Detta kan göras utan att kompensera de som tidigare godkänt erbjudandet och är därför ett likadant förfarande som vid förfärrer. I de fall det finns möjlighet att mottaga olika former av vederlag i ett uppköpserbjudande får budgivaren se till att jämförelsen mellan sidoaffären och det ursprungliga erbjudandet sker på grundlag av det vederlagsalternativ som är mest förmånligt för den aktieägare i målbolaget som accepterar budet.¹⁷²

7.2.2.1 Tioprocentsregeln

Ytterligare likabehandling för aktieägarna i målbolaget vid för- och sidoaffärer finns att tillgå genom den så kallade tioprocentsregeln. Regeln innebär att om någon förvärvat minst tio procent av aktierna i målbolaget i en för- eller sidoaffär till antingen kontantvederlag, med vederlagsaktier alternativt andra värdepapper, ska ett identiskt vederlagsalternativ finnas i det offentliga uppköpserbjudandet.¹⁷³ Hela förvärvet i för- eller sidoaffären behöver inte vara genomfört med samma vederlag för att tioprocentsregeln ska bli tillämplig. Även blandat vederlag utlöser regelverket i de fall då ett vederlagsalternativ kan anses ha överstigit tioprocentsgränsen. Om förvärvaren exempelvis förvärvat 15 procent av aktierna och åtminstone två tredjedelar av dessa kan anses utgöras av kontantvederlag, ska ett kontant alternativ finnas vid det offentliga uppköpserbjudandet.¹⁷⁴ I AMN 2006:23 (Logica - WM-data) uttrycker Aktiemarknadsnämnden att precis som den brittiska regeln, så ska även den

¹⁷⁰ Jfr exempelvis AMN 2005:01 där Aktiemarknadsnämnden ansåg att ett offentliggörande ska ske så snabbt det är tekniskt möjligt då budgivaren bär ett stort ansvar för kursbildningen i bolaget.

¹⁷¹ Kommentaren till II.14 1 st.

¹⁷² Kommentaren till II.14 5 st.

¹⁷³ II.13 4-5 st och II.12 3-4 st.

¹⁷⁴ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 178 samt 184 f.

svenska vara tillämplig på blandade vederlag.¹⁷⁵ Detta var tidigare inte ett alternativ och därför kunde det användas som ett sätt att kringgå reglerna. Om man då blandade vederlagsformer undgick man tioprocentsregeln.¹⁷⁶ Enda sättet att undvika tioprocentsregeln torde enligt Skog mfl. vara att genomföra flera för- eller sidosaffärer med olika vederlagsformer som alla för sig understiger tio procent av de totala antalet aktier i målbolaget.¹⁷⁷ Detta påvisas tydligt i AMN 2010:22 (Ratos - HL Display) där Ratos i en föraffär förvärvat cirka 28 procent av HL Display till ett vederlag bestående av 90 procent kontanter och tio procent vederlagsaktier. Aktiemarknadsnämnden uttalade att de tio procent i föraffären som utgjorts av vederlagsaktier knappast kunde vara att anse som tio procent av det totala antalet aktier. Endast 2,8 procent av aktierna i målbolaget hade således erlagts med vederlagsaktier i föraffären. Därför fann Aktiemarknadsnämnden att Ratos inte skulle vara bundna av tioprocentsregeln gällande utgivande av vederlagsaktier i det senare erbjudandet utan endast kontantvederlag var obligatoriskt. Dispens för att undkomma tioprocentsregeln kan sökas hos AMN i de fall man inte kan fullgöra sina skyldigheter.¹⁷⁸

7.2.3 Efteraffärer II.15

Enligt punkten II.15 i takeover-reglerna ska en budgivare som gör en så kallad efteraffär med villkor som är förmånligare än de som lämnats i det tidigare offentliga uppköpserbudandet, ersätta de som redan accepterat budet med ett kontantvederlag bestående av mellanskillnaden. Med en sådan efteraffär avses ett förvärv av målbolagets aktier inom en sexmånadersperiod från det att vederlaget i det ursprungliga takeover-erbjudandet börjat utbetalas.

Enligt kommentaren till punkten II.15 ska likviden som förekommer i det offentliga uppköpserbudandet och likviden som förekommer i efteraffären i de flesta fall värderas efter marknadspriset vid offentliggörandet av att erbjudandet fullföljs. På samma sätt som vid föraffärer ska därför inte en eventuell kursuppgång beaktas i de fall då vederlagsaktier, till fullo eller delvis, förekommit som ersättning i erbjudandet. Säljaren får således inte åtnjuta mer fördelaktiga villkor än de som förekommit i det ursprungliga erbjudandet.¹⁷⁹ Skog mfl. målar upp ett klagörande exempel:

¹⁷⁵ Takeover Code 11.1.

¹⁷⁶ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 328.

¹⁷⁷ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 178.

¹⁷⁸ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 328.

¹⁷⁹ Kommentaren till II.15 2 st.

”Om ett erbjudande där vederlaget utgjorts av aktier var värt exempelvis 100 kronor per målbolagsaktie vid tidpunkten för fullföljandet kan efteraffärer göras till ett högsta pris om 100 kronor, kontant eller i annan form, utan att kompenserande vederlag behöver utges till dem som accepterat erbjudandet. [...] Detta innebär exempelvis att om erbjudandet i exemplet ovan varit utformat så att budgivaren erbjudit 1 aktie i budgivarbolaget för 1 aktie i målbolaget och vederlagsaktien vid tidpunkten för efteraffären stigit till 200 kronor, kan efteraffärer med samma vederlagsaktie göras till högst 0,5 aktie i budgivarbolaget för en målbolagsaktie utan att kompenserande vederlag behöver utges till dem som accepterat erbjudandet.”

Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 188.

Regeln gällande efteraffärer tar enligt kommentaren till II.15 sikte på affärer som görs efter det att erbjudandet genomförts. Det är således inget hinder att budgivaren förlänger acceptfristen för uppköpserbjudandet. Enligt AMN 2004:22 ska regeln tolkas som så att tidsfristen börjar löpa när budgivaren börjar erlagga vederlag till de som accepterat budet, oavsett om erbjudandets acceptfrist förlängts eller inte. Således är det möjligt att acceptfristen förlängs och på så sätt också överskrider sexmånadersfristen gällande efteraffärer.¹⁸⁰

Vederlaget behöver enligt AMN 2013:18 (Arctic Paper) inte vara identiskt i fråga om form som det ursprungliga erbjudandet. Fördelning mellan vederlagsaktier och kontantvederlag kan därför vara olika så länge värdet på vederlaget är identiskt. I AMN 2013:18 ersatte man då aktievederlaget i det ursprungliga erbjudandet med motsvarande värde i kontanter. Värdet fastställdes som ovan nämnt till det marknadsmässiga värdet som aktierna hade vid tidpunkten för offentliggörandet av att erbjudandet skulle fullföljas.

Närståendebegreppet existerar i regeln om efteraffärer på identiskt vis som i för-, och sidoaffärer. Detta behandlas närmare nedan. Slutligen bör också nämnas att regleringen inte blir tillämplig i fall som rör tvångsinlösen i de fall då frågan prövats av en skiljenämnd. Detta är en direkt återspeglning av AMN 2008:10 (XponCard).

7.2.4 Närståendebegreppet vid för-, sido- och efteraffärer

Vid offentliga uppköpserbjudanden är det ibland aktuellt att utreda vilka som ingår under närståendebegreppet till den ursprungliga budgivaren och på detta sätt ska jämföras med

¹⁸⁰ I AMN 2004:22 talas det om den tidigare gällande niomånadersfristen. Uttalandet torde dock vara tillämpligt även på sexmånadersfristen.

denne. Detta blir framförallt relevant i fall rörande budplikt eller för-, sido- och efteraffärer. De subjekt som kan bli aktuella för ett närståendeförhållande är företag i samma koncern som budgivaren, make, sambo, barn eller någon som står under dennes vårdnad, samt den som träffat en överenskommelse med budgivaren gällande att uppnå ett bestämmande inflytande över målbolagets förvaltning eller endast samarbetar med budgivaren i syfte att underlätta budgivningen.¹⁸¹ Dessa är samtliga att jämställa med budgivaren i dessa situationer och en affär genomförd av något av närståendesubjekten får samma effekt som om den genomförts av budgivaren själv.¹⁸²

Närståendebegreppet gällande för-, sido- och efteraffärer som finns i takeover-reglerna skiljer sig något från de regler som uppställs i LUA och takeover-direktivet.¹⁸³ Gällande de familjerättsliga närståendeförhållandena ser reglerna näst intill identiska ut. Make eller sambo till budgivaren omfattas såväl som barn till denne som står under hans eller hennes vårdnad. En olycklig formulering i min mening som visserligen inkluderar adopterade barn, men skulle kunna tolkas som att den exkluderar andra barn som står under budgivarens vårdnad. Rättsläget är enligt Stattin oklart, men även icke-biologiska (icke-genetiska) barn torde innefattas om man tolkar 5§ 1st. 2p. AnmL analogivis.¹⁸⁴ Barn under dennes vårdnad är således närstående till budgivaren, men budgivaren är inte närstående till barnet enligt reglerna.¹⁸⁵

Närståendebegreppet täcker även det förhållande då budgivaren ingår i en koncern, vilket är identiskt i såväl LUA som takeover-reglerna. Således ska samtliga bolag som ingår i koncernen jämställas. Definitionen av koncern är den samma som i 1 kap 11§ ABL med den skillnaden att det som gäller för moderbolag enligt lagen ska också gälla fysiska personer och andra juridiska personer utöver aktiebolag.¹⁸⁶

Närståendebegreppet innefattar även då någon ingått avtal eller samarbete med budgivaren. Till en början ska 3 kap. 5§ 4p. LUA och I.3 d) i takeover-reglerna behandlas. Dessa är till ord och uttryck identiska. Om budgivaren träffat en överenskommelse med någon att tillsammans genom ett utnyttjande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning för att uppnå ett bestämmande inflytande i målbolaget ska dessa jämställas med

¹⁸¹ Takeover-reglerna I.3 samt 3 kap. 5§ LUA.

¹⁸² Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 93.

¹⁸³ 3 kap. 5§ LUA och Takeover-reglerna I.3.

¹⁸⁴ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 171. AnmL 5§ har dock upphört att gälla sedan ett år tillbaka men torde fortfarande visa ett relevant resonemang i frågan.

¹⁸⁵ Kommentaren till I.3 5 st.

¹⁸⁶ Kommentaren till I.3 3 st.

varandra. Överenskommelsen är utan formkrav men en förutsättning är att en viss långsiktighet finns. Således träffas inte tillfällig samverkan inför stämmobeslut etc. av bestämmelsen.¹⁸⁷

3 kap. 5§ 5p LUA och I.3 e) i takeover-reglerna syftar till i stora drag samma sak, men skiljer sig något åt i formulering. Bestämmelsen i LUA är en direkt avskrivning från takeover-direktivet och åsyftar ”någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.” Kontroll anses ha uppkommit när budgivaren tillsammans med sina närstående uppnått ett röstinnehav som överstiger 30 procent.¹⁸⁸ Lagregeln är utformad för att vara tillämplig i budpliktssituationer.¹⁸⁹ Bestämmelsen i takeover-reglerna syftar istället till ”någon som samarbetar med budgivaren i syfte att underlätta erbjudandets genomförande.” Denna regel åsyftar istället situationer som uppkommer i samband med för-, sido- och efteraffärer där närståendebegreppet inte sällan får betydelse vid ett bestämmande av vederlag.¹⁹⁰ Aktiemarknadsnämnden bör konsulteras vid osäkerhet om huruvida ett närståendeförhållande föreligger.¹⁹¹

7.2.5 Partiella erbjudanden II.16

Enligt punkten II.16 i takeover-reglerna får en budgivare lämna ett offentligt erbjudande som omfattar endast en del av samtliga aktier i målbolaget om denne (i) inte ensam eller tillsammans med närstående¹⁹² uppnår 30 procent eller mer av det totala röstetalet i målbolaget. Detta är för att reglerna gällande budplikt inte ska bli tillämpliga och ett krav på totalt uppköpserbjudande således ska bli aktuellt.¹⁹³ Budgivaren får också lämna ett partiellt erbjudande om (ii) fallet är sådant att denne vid offentliggörandet av erbjudandet, ensam eller med närstående, äger 30 procent av röstetalet i målbolaget men budplikt ändå inte är aktuellt. Detta kan exempelvis bli aktuellt i situationer där budgivaren hade sitt aktieinnehav redan innan reglerna om budplikt blev gällande eller där Aktiemarknadsnämnden valt att meddela dispens till budgivaren i fråga.¹⁹⁴ Viktigt att anmärka att det således är antalet röster och inte antalet aktier som är det avgörande i frågan. Dispens gällande budpliktsbud

¹⁸⁷ Kommentaren till I.3 6 st.

¹⁸⁸ Prop. 2005/06:140 s. 106.

¹⁸⁹ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 99.

¹⁹⁰ Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, s. 99.

¹⁹¹ Kommentaren till I.3 8 st.

¹⁹² Närstående så som avses i 3 kap. 5§ LUA.

¹⁹³ Se 3 kap. 1§ LUA.

¹⁹⁴ Kommentaren till II.16 2 st. Mer om dispens från budplikt nedan i avsnitt 8.

är som ovan nämnt ett av de vanligast förekommande ärendena för Aktiemarknadsnämnden sedan lagregelns införande år 1999.¹⁹⁵

Budgivaren måste initialt ange hur många aktier denne önskar att förvärva samt om det kan vara aktuellt att förvärva fler om möjligheten ges, och budet ändå stannar under budpliktsnivån.¹⁹⁶ Om antalet accepter överstiger det antal som budgivaren från början godkänt ska varje accept reduceras procentuellt till lika del för att nå önskad nivå.¹⁹⁷ Även i partiella erbjudanden är likabehandling av yttersta vikt och därför får ett erbjudande om partiellt uppköp endast lämnas till samtliga aktieägare. Detta uttrycktes först i AMN 2001:17 (Traction - Matteus) där Traction lämnade erbjudande endast till de aktieägare med störst innehav men ledde sedan till ett tillägg i II.10 takeover-reglerna.¹⁹⁸

Budgivaren kan också ange ett prisintervall inom vilket denne önskar att förvärva aktier. Aktieägarna svarar då med deras lägsta accepterade pris och sedan sorteras de accepter bort som har det högsta priset. Detta är legitimt så länge det sker förutsebart, rättvist och likformigt.¹⁹⁹

Partiella erbjudanden är relativt ovanliga på den svenska aktiemarknaden idag då det i normalfallet torde vara mer ekonomiskt försvarbart att köpa den andelen av aktier i målbolaget som man avser direkt på marknaden istället för genom ett partiellt erbjudande.²⁰⁰ Dock ska det nämnas att ett partiellt erbjudande kan vara effektivt i de fall då omsättningen av aktien på börsen är låg och en marknadstransaktion således kan vara svår att få till stånd.²⁰¹

8. Något om likabehandling vid budplikt

3 kap. LUA fastställer gällande rätt vid så kallade budpliktsbud. Den som uppnår ett aktieinnehav, via oneröst eller benefikt fång, som överstiger 30 procent av det totala röstetalet i börsnoterade bolaget ska dels offentliggöra storleken på dennes aktieinnehav samt inom en

¹⁹⁵ Dispens kan lämnas av många olika anledningar. Exempelvis kan det röra sig om indirekt kontrollägarskifte som avses i bland annat AMN 2016:10, vid erhållande av aktier genom arv (AMN 2016:11), eller i de fall då en aktieägare endast tillfälligt hamnar under budpliktsgränsen pga. utlån av aktier etc. (AMN 2017:21 och AMN 2016:39).

¹⁹⁶ Kommentaren till II.16 3 st.

¹⁹⁷ Takeover-reglerna II.16 3 st.

¹⁹⁸ Se ovan avsnitt 6.1.1.

¹⁹⁹ Kommentaren till II.16 4 st samt Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 163.

²⁰⁰ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 161 f.

²⁰¹ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 162.

period av fyra veckor erlægga ett (påtvingat) offentligt erbjudande om köp av de resterande aktierna i bolaget.²⁰² Den som är närstående till budgivaren ska anses handla i dennes ställe på liknande sätt som reglerna rörande för-, sido- och efteraffärer.²⁰³ Enligt 7 kap. 5 och 10§§ LUA får Aktiemarknadsnämnden besluta om dispens ifrån budplikt i vissa fall.²⁰⁴ Detta har efter införandet av reglerna kring budplikt blivit ett av de mest frekvent behandlade ärendena av Aktiemarknadsnämnden.²⁰⁵ Enligt Stattin sker dispensgivning så frekvent att det istället är att anse som huvudregel och inte undantag.²⁰⁶ Han menar vidare att den generösa praxis som finns på området inte på något sätt är olämplig utan istället kan ses som ändamålsenlig, då budpliktsregleringens inverkan på aktiemarknaden i många fall inte ansetts vara gynnande.²⁰⁷

Dispens beviljas ofta i fall rörande emissioner som ett led i företagsrekonstruktion eller företrädesrättsemissioner som man exempelvis kan se i AMN 2017:14 (Bertil Holdings - Auriant Mining) där Bertil Holdings beviljas dispens från budplikt på grund av företrädesemission trots ett aktieinnehav på 52 procent och en tidigare beviljad dispens rörande budplikt.²⁰⁸ Andra situationer då dispens ofta beviljas är i fall då aktier lånas ut så att gränsen för budplikt understigs tillfälligt för att sedan överstigas igen eller då ett överskridande av budpliktsgränsen inte utgör ett egentligt kontrollägarskifte, då det finns en ägare i bolaget med större innehav eller att ett egentligt skifte inte sker.²⁰⁹

Tiden innan budpliktsreglerna existerade fördes en intensiv diskussion huruvida dessa faktiskt skulle införas eller inte. Takeover-erbjudanden har ansetts vara till nackdel för minoritetsaktieägarna i vissa fall och således gett upphov till det minoritetsskydd och den likabehandling som budpliktsreglerna innebär. De syftar således till att skydda minoritetsaktieägarna och verkar därigenom också för att upprätthålla allmänhetens förtroende för

²⁰² SOU 2005/06:140 s. 101.

²⁰³ Se avsnitt 7.2.4 ovan, samt 3 kap. 5§ LUA om närståendebegreppet.

²⁰⁴ Delegation har skett enligt 14 kap. 1§ FFFS 2007:17.

²⁰⁵ Se Rolf Skogs anförande http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/160919_Aktiemarknadsnamnden_-_i-gar_idag_och_i_morgon.pdf s. 14.

²⁰⁶ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 456.

²⁰⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 454 ff. Jfr. Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*.

²⁰⁸ Liknande överväganden har gjorts i exempelvis AMN 2017:25, AMN 2017:03 samt AMN 2016:14. Exempel rörande emission vid företagsrekonstruktion i målbolaget återfinns i AMN 2016:09, AMN 2014:07 samt AMN 2012:21.

²⁰⁹ Exempel då aktielån givit upphov till dispensgivning finns i AMN 2017:21 och AMN 2016:29. Exempel på fall där ett direkt kontrollägarskifte inte kommit till stånd återfinns i AMN 2016:05 och AMN 2013:43 (här överlät kontrollägaren sitt innehav till ett helägt dotterbolag och ett direkt kontrollägarskifte skedde därför inte).

aktiemarknaden som nämnts ovan.²¹⁰ Tre huvudsakliga anledningar har anförts för ett införande av regelverket: (i) en allmän likabehandling vid kontrollägarskifte, (ii) samtliga aktieägars rätt till sin del av ett eventuellt kontrollpremium, och (iii) möjligheten för samtliga aktieägare att göra *exit* vid ett kontrollägarskifte.²¹¹ Dessa kommer nedan att behandlas var och en för sig.

8.1 Likabehandling vid kontrollskifte

Denna princip innebär att en budgivare som erhållit en kontrollpost - överstigande 30 procent av röstetalet i bolaget - måste erbjuda resterande aktieägare ett identiskt vederlag som i det ursprungliga förvärvet. Utan denna reglering skulle budgivaren kunna använda sig av ett så kallat *two tier offer* som innebär att budgivaren initialt erbjuder den eller de aktieägare i bolaget som innehar större aktieposter att köpa dessa. Efter detta vänder sig budgivaren till aktieägarna med mindre innehav med ett erbjudande med information som på något sätt var avsedd att få aktieägarna att vilja göra en snabb *exit* från bolaget, vanligtvis till ett sämre vederlag än aktieägarna med större innehav erhållit.²¹²²¹³ Detta beror till stor del på grund av en stor skillnad i så kallad *bargaining power* mellan budgivaren och minoritetsaktieägarna. Utan budpliktsreglering finns risken för en värdeöverföring från aktieägarna med obetydliga aktieposter till budgivare med ”rymligt samvete” och på så sätt också en risk för negativ påverkan på värdeallokeringen på börsen.²¹⁴ Detta skulle kunna leda till ett sådant urvattnande av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden som Skog syftar till i sin artikel *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*.²¹⁵

8.2 Likadelning av kontrollpremium

Kontrollpremium utgörs som ovan nämnt av den prisskillnad mellan det marknadsmässiga priset för aktier som inte innebär någon särskild kontroll över bolaget och priset som för-

²¹⁰ Skog, R., *Erbjudandeplikt?*, s. 110.

²¹¹ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 416 samt Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 6.1-3. Detta behandlas även i SOU 1997:22 s. 296 f.

²¹² Sådan information kan innebära exempelvis ett beslut om att avnotera bolaget.

²¹³ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 421 f.

²¹⁴ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 423.

²¹⁵ Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 6.1.

värvararen betalar för en aktiepost med större inflytande.²¹⁶ Hur stort ett sådant kontrollpremium ska vara är svårt att fastställa, men det bör enligt Stattin överstiga det värde som kontrollen har enligt överlåtaren.²¹⁷ Budpliktsreglerna innebär att detta kontrollpremium ska delas lika mellan samtliga aktieägare, och inte endast bland de aktieägare som tidigare hade en kontrollposition. Förvärvararen ska således erbjuda samma vederlag till samtliga aktieägare i målbolaget. Detta tar sin grund i en numera förlegad amerikansk teori som hävdar att kontrollen är en tillgång som innehas av bolaget självt och således ska värdet av denna komma samtliga av bolagets aktieägare till gagn, och inte endast de med ett större aktieinnehav.²¹⁸ Denna teori har dock inte ansetts vara ett speciellt starkt argument till förför budpliktsreglerna ska finnas, varken i Sverige i eller övriga Europa.²¹⁹ Den teori som verkar ha fått mest stöd i doktrinen torde vara Karl Hofstetters sådan som hävdar att kontrollpremien ska tillfalla kontrollöverlåtaren.²²⁰ En anledning till att kontrollpremien borde vara ett vederlag som erbjuds endast de som innehar den faktiska kontrollen är enligt Stattin att likadelningen innebär en slags *freerider*-problematik.²²¹ Detta då överlåtaren av kontrollpositionen ofta haft höga kostnader och spenderat mycket tid på kontrollåtgärder. Därför borde kontrollpremien tillfalla endast kontrollöverlåtaren så länge kontrollkostnaderna inte också delas lika bland samtliga i aktieägarkollektivet.²²²

Såväl som att budpliktsreglerna verkar skyddande för de minoritetsaktieägare som riskerar att utnyttjas vid ett kontrollägarskifte kan de också anses påverka såväl budgivaren som samtliga aktieägare i målbolaget. Detta då dessa regler tenderar att leda till att färre offentliga uppköpserbjudanden sker som tar sin grund i det högre vederlag som behöver erläggas då samtliga aktieägare ska få del av kontrollpremien.²²³ Stattin menar att enligt undersökningar ska de uppköp som inte sker ha en större negativ inverkan på samhällseko-

²¹⁶ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 424.

²¹⁷ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 425.

²¹⁸ Denna teori kallas The Corporate Asset Theory. Se Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 6.2 samt SOU 1997:22 s 297. En liknande teori kommer till stånd i den så kallade *Equal Opportunity Rule*. Se Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 426.

²¹⁹ SOU 1997:22 s. 298 samt Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 6.2.

²²⁰ Se Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 426 samt Karl Hofstetters *One Size Does not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies*.

²²¹ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 426 f.

²²² Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 427.

²²³ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 417f samt Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 7.

nomin än den inverkan på det allmänna förtroendet för aktiemarknaden som det skulle innebära om budpliktsreglerna inte existerade.²²⁴

8.3 Möjlighet till exit

Ytterligare ett argument till budpliktreglernas existens är den att samtliga aktieägare ska ha samma möjlighet att göra *exit* när ett kontrollägarskifte skett i bolaget. Ett kontrollägarskifte innebär inte att en aktieägare inte har möjlighet att sälja sina aktier på marknaden, men om ett flertal minoritetsaktieägare gör detta kan det leda till en kraftig nedgång av bolagets aktiekurs.²²⁵

Den huvudsakliga grunden till argumenten tas i ett antagande om att kontrollägarskifte i huvudsak är negativt för bolaget. Detta påstående saknar dock grund enligt många och det anses således mer rimligt att budpliktsreglerna aktiveras först när det kan påvisas att kontrollskiftet inneburit skada för bolaget.²²⁶ Kommittén kritiserar även det faktum att en chans till *exit* ges i de fall då ett kontrollägarskifte sker, men inte i de fall då andra röstandelsnivåer uppnås, som ur beslutshänseende är mer allvarliga.²²⁷

I många fall, i både Sverige och utomlands, kan det påvisas att kontrollägarskifte inte alls synes negativt för bolaget utan istället leder till stigande aktiekurser. Det är inte särskilt vanligt i Sverige att en kontrollaktieägare missbrukar sin position på så sätt att det rättfärdigar budpliktsregler.²²⁸ I ett fåtal fall kan man dock se tecken på en sjunkande aktiekurs, men inte i sådan omfattning att det kan anses finnas stöd för att regelmässigt missgynna övriga aktieägare.²²⁹ Dock ska det nämnas att budpliktsreglerna fyller sitt syfte i de fall då budgivaren avser att avnotera bolaget efter uppköpet. Om bolaget avnoteras och inga budpliktsregler finns minskar chanserna för de minoritetsaktieägare som fortfarande är kvar i bolaget att få sålt sina aktier till ett rimligt vederlag.²³⁰ I detta fall torde det vara mer rimligt med en budplikt som utlöses av ett framtida mål om avnotering.

²²⁴ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 417. Se även Bechuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, Disc Paper NO. 136, 06/94.

²²⁵ Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 6.3.

²²⁶ SOU 1997:22 s. 298 samt Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, avsnitt 6.3.

²²⁷ Skog, R., *Erbjudandeplikt?*, s. 115.

²²⁸ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 428 samt SOU 1997:22 s. 298.

²²⁹ Skog, R., *Erbjudandeplikt?*, s. 116.

²³⁰ Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 429.

Sammanfattningsvis kan sägas att budpliktsreglerna visserligen uppfyller sin lika-behandlande funktion som krävs enligt direktivet.²³¹ Dock kan dess effekter diskuteras utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv och då är nog utfallet något mer negativt. Den extensiva dispensgivningen på området torde vara ett tecken på att regleringen i sig inte riktigt uppfyller sitt ändamål.

²³¹ Art. 5 takeover-direktivet.

9. Utrönande av likabehandlingsprincipens effekter

Under åren med ett ökat antal offentliga uppköpserbjudanden har en omfattande reglering växt fram för att säkerställa att förtroendet för, och tryggheten på aktiemarknaden ska bestå. Man har arbetat hårt för att minimera otydlighet och oärlighet och på så sätt också den negativa inverkan detta medför. Denna kraftansträngning har lett fram till den relativt transparenta och effektiva aktiemarknaden vi har möjlighet att handla på idag.

Allmänhetens förtroende för aktiemarknaden är av yttersta vikt för dess upprätthållande och kräver således ett särskilt omnämnande i debatten kring den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipens utformning. Utan allmänhetens förtroende skulle aktiemarknadens ställning kraftigt försvagas och endast ett obetydligt antal individer skulle vilja handla på de reglerade marknaderna. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipens syfte uppnås genom budgivarens skyldighet att behandla målbolagets samtliga aktieägare skäligen, med respekt och naturligtvis rättvist.

9.1 Likabudsreglerna

Vid ett takeover-erbjudande ska samtliga aktier erbjudas samma vederlag med vissa undantag som exemplifieras ovan i avsnitt 6.1. Effekten av denna reglering blir onekligen att se som negativ från budgivarens perspektiv. Detta då budgivaren i annat fall mest troligt hade förhandlat med den eller de aktieägare som innehar en kontrollpost av aktierna i målbolaget. Dessa kontrollaktieägare hade i detta fall fått del av det högre pris som kallas kontrollpremie, eller också den sammanslagningsvinst som avses ovan i avsnitt 1.1 samt Bergström, Högfeldt och Samuelssons artikel. Med detta som utgångspunkt hade budgivaren sedan kunnat förhandla fram ett lägre vederlag för de övriga aktieägarna i målbolaget som inte innehar någon kontrollpost. Detta vederlag skulle snarare kunna liknas med den kurs som aktien i målbolaget har på börsen, utan någon slags kontrollpremie.

Ett förfarande liknande detta hade mest troligt resulterat i ett lägre totalt vederlag för budgivaren trots de eventuellt höjda kostnaderna för att faktiskt förhandla med de olika parterna. Dock kräver regelverket på området idag att det högre priset - inklusive kontrollpremie - ska betalas ut till samtliga aktieägare i målbolaget vilket med största sannolikhet leder till ett högre totalt vederlag för budgivaren. Dessa förhöjda kostnader får också anses medföra att ett färre antal offentliga uppköpserbjudanden erläggs än om fallet varit sådant att likabehandlingsprincipen på området inte varit fullt lika omfattande. Detta ska dock inte förväxlas med antalet faktiskt genomförda takeover.

För målbolagets aktieägare (med ett mindre aktieinnehav) är situationen dock motsatt. Genom likabudsregeln erhåller dessa ett lika högt vederlag som de faktiska kontrollaktieägarna och får således del av den så kallade kontrollpremien. Likabudsregeln leder också till ett effektiviserat förfarande då ingen direkt förhandling behöver komma till stånd mer än ett traditionellt anbud och accept. Inte heller behöver var och en av aktieägarna bevaka att deras rättigheter i frågan bejakas. Förhandlingskostnaderna hålls på detta sätt till ett minimum. Dock leder ett förfarande likt detta till sådan *freerider*-problematik som jag anför ovan i avsnitt 8.2. Den allmänna åsikt som vunnit mest stöd torde vara den uppfattning att kontrollpremien bör fördelas på de som faktiskt uppburit kostnaderna för kontrollen i fråga.²³² Även om åsikterna skiljt sig något åt torde det råda mest konsensus om att en huvuddel av aktieägarna i målbolaget på ett otillbörligt vis får del av kontrollpremien och det högre vederlag som denna medför.

Det ska dock anföras att utan denna kollektiva kontrollpremie hade troligtvis ett stort antal färre takeover faktiskt genomförts. Som ovan nämnt leder kontrollpremfördelningen till ett stort antal lyckade takeover.²³³ Likabudsregeln torde således leda till ett färre antal erbjudanden, men också till en högre andel framgångsrika bud och bud som faktiskt genomförs. Utan likabudsregeln hade troligtvis färre potentiella budgivare vågat göra ett takeover-erbjudande på grund av risken för att bli utmanövrerad av den stora massan av aktieägare med mindre innehav.

En möjlighet för att optimera aktiemarknaden skulle kunna vara att lämna till de börsnoterade bolagen att införa i bolagsordningen antingen ett starkt eller ett svagt minoritetsskydd. På så sätt skulle aktieägare som är beredda att ta en högre risk också kunna ha möjligheten till högre avkastning och de som hellre har ett högre ställt minoritetsskydd har således inte lika stor chans till lika stor avkastning. Detta skulle dock uppställa relativt höga krav på allmänheten gällande kunskapsnivå. Troligtvis hade detta ökade krav på kunskap också lett till ett minskat antal småaktieägare som faktiskt vågat investera på aktiemarknaden även om förtroendet för densamma upprätthållits.

9.1.1 Avsteg från likabudsregeln

Huvudregeln enligt likabudsregeln är som ovan nämnt att samtliga aktieägare i målbolaget ska få identiskt vederlag per aktie. Undantagen är dock flera och detta har sin grund i att

²³² Jfr. Ovan avsnitt 8.2.

²³³ 82% kommer till stånd. Se vidare avsnitt 2 ovan.

aktiemarknaden på många sätt är en levande och föränderlig organism. En viss flexibilitet krävs för att kunna uppfylla ändamålet med den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen - att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.

Utländska aktieägare utesluts oftast från offentliga uppköpserbjudanden.²³⁴ Detta på grund av den ökade komplexitet och även de ökade transaktionskostnader som det innebär att omformulera ett bud för att passa in i andra länders lagar och regler rörande takeover. Intresset av att ett takeover-erbjudande kommer till stånd för utländska aktieägare står oftast inte i paritet med de kostnader och extra arbete detta innebär. Aktiemarknadsnämnden har motiverat sina beviljade undantag från likabehandlingsprincipen väl. Det har i samtliga fall rört sig om exempelvis mindre aktieinnehav spridda över världen eller så har den utländska aktieägaren inte motsatt sig att bli utesluten från erbjudandet. Här har således likabehandlingsprincipen fått ta en mindre framträdande roll till fördel för den samhällsekonomiska nyttan. Trots den generösa dispensgivning som i vissa fall skett från Aktiemarknadsnämndens sida ska undantaget dock inte under några omständigheter utgöra ett verktyg för diskriminering av aktieägare med annat domicil än inom Sveriges gränser.

En optimering av bestämmelsen skulle kunna genomföras genom att göra att den utländska aktieägaren också omfattas av den svenska lagstiftningen, oavsett vilket land denne har sin hemvist i. Det skulle leda till minskade transaktionskostnader då budgivaren inte skulle behöva undersöka vilket domicil samtliga aktieägare har eller heller söka dispens hos Aktiemarknadsnämnden. Det torde vara rimligt att förvänta sig ett större ansvar av en utländsk investerare som kliver in på en annan nationell aktiemarknad. Problematiken i det hela torde finnas i det krav på internationella överenskommelser som detta medför.

Rörande skillnad av vederlagsformer för aktier med identiska villkor har Aktiemarknadsnämnden lagt stor vikt vid de argument som budgivarna lagt fram i det enskilda fallet. Det måste i samtliga fall anses underlätta så mycket att det anses stå i proportion till alla aktieägares intresse att bli likabehandlade. Stor vikt har också lagts vid det faktum att det endast får röra sig om ett ytterst litet antal aktier och till ett begränsat värde. Det måste således röra sig om en klar minoritet. De skäl som ska ses som legala ska tolkas restriktivt och således är det troligtvis inte rimligt att en aktieägare exempelvis ska få ett vederlag bestående av endast kontanter av den anledningen att denna ideologiskt befinner sig på en motpol gentemot budgivarbolaget som denne annars skulle erhållit vederlagsaktier i. Pone-

²³⁴ Samtliga fall av dispens rörande skyldighet att rikta erbjudande även till aktieägare med utländskt domicil som inkommit till Aktiemarknadsnämnden har lett till medgiven dispens. Samtliga fall analyserade fram till och med AMN 2017:19 (EQT - DGC).

ra (att svensk lagstiftning är tillämplig och) att Shell (Royal Dutch Shell) bestämmer sig för att lämna ett offentligt uppköpserbjudande på Tesla Inc. där hela vederlaget ska utgöras av aktier i Shell. Anledningen att Shell vill göra en takeover på Tesla är för att kunna kontrollera alla Teslas patent på elmotorer för att se till att dessa aldrig når marknaden och på så sätt fortsätta att sälja oljerelaterade produkter. En aktieägare kan då inte kräva att få ett kontantvederlag för att denne är en miljökämpe och inte är intresserad av aktier i ett oljebolag. En allt för extensiv tolkning skulle kunna leda till ett för stort antal möjligheter till kringgående då grundtanken är att huvudregeln gällande likabehandling i detta fall ska upprätthållas.

Undantag ges oftast i de fall då identiskt vederlag anses medföra orimligt höga transaktionskostnader för budgivarbolaget. Om en mer generös dispensgivning tillämpades från Aktiemarknadsnämndens sida skulle detta i många fall kunna leda till lägre transaktionskostnader och möjligen ett ökat antal takeover-erbjudanden. Detta grundar jag dock på ett antagande om att en aktieägare i målbolaget i huvuddelen av fallen hellre mottager kontantvederlag än vederlagsaktier. Vederlagsaktier kan anses medföra omständigheter som gör en eventuell realisation av dessa mer komplicerad, dyrare och mer osäker. Värdet på en vederlagsaktie är inte konstant på samma sätt som ett kontantvederlag. Bolagets likviditet och även aktiens volatilitet spelar stor roll i hur stort risktagande gällande värdeminskning ett vederlagsalternativ bestående av aktier faktiskt innebär. Försäljning av aktier på börsen är också i de flesta fall förknippat med courtage-avgifter.²³⁵

Möjligen borde aktievederlag fastställas något högre än kontantvederlag då detta innebär ett risktagande såväl som att det medför vissa extra avgifter och en risk för fastlåsnings om aktien handlas sällan på marknaden. Chansen till kursuppgång skulle kunna anses vara ett substitut för detta högre vederlag och en ersättning för de högre kostnader och den ökade risken som blir aktuell. Ett kontantvederlag öppnar dock upp för möjligheten av fri placering på aktiemarknaden och då naturligtvis även för placering i budgivarbolaget.

I min mening kan en kompensation för den högre risk och kostnad som en mottagare av aktievederlag anses utgöras av den skatterättsligt förbättrade position som denna person åtnjuter. Ett kontantvederlag beskattas direkt på samma sätt som om försäljning skett på vanligt sätt på aktiemarknaden, medan om istället andelsbyte sker (en aktie i målbolaget byts mot en aktie i budgivarbolaget) får beskattningen skjutas upp tills dess att realiseringen av aktierna faktiskt sker och ersätts med pengar.²³⁶ Detta gör att en aktieägare som mot-

²³⁵ Courtage är en avgift som fondkommissionärer debiterar den som handlar aktier eller andra värdepapper hos denne.

²³⁶ Se 48a samt 49 kap. IL om vissa villkor som måste uppfyllas för att sådan uppskjuten beskattning ska vara möjlig.

tager vederlagsaktier åtnjuter avkastning av bruttobeloppet av försäljningen av aktierna i målbolaget medan en aktieägare som istället mottager kontantvederlag endast åtnjuter avkastning av nettobeloppet vid en eventuell återinvestering.

9.1.2 Aktier med icke-identiska villkor

Huvudregeln är att även aktier med icke-identiska villkor ska behandlas lika avseende storlek och form på vederlag. Det finns dock även här undantag som tillåter att ett aktieslag åtnjuter ett högre vederlag än ett annat. Detta kan exempelvis bli aktuellt då de olika aktieslagen har olika röstvärde. För att detta ska vara tillåtet krävs att det finns tillräcklig likviditet i de båda aktieslagen samt att det är en icke oväsentligt kurskillnad aktieslagen emellan.²³⁷ Det är sällan förekommande att en betydande kurskillnad föreligger mellan A-aktier och B-aktier och det är således ovanligt att undantaget används.

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen förbjuder att ett större röstvärde ska ge upphov till ett högre vederlag i form av kontrollpremie. Borde dock inte inflytandet över bolaget vara värt något? En aktie innebär inte endast en ekonomisk rättighet utan även en bestämmanderätt vilken kan vara större eller mindre och borde således enligt min mening innebära en skillnad i värde. Ett större inflytande torde också ha medfört en större kostnad för A-aktieägaren i dess kontroll över bolaget vilket innebär en sådan *freerider*-problematik som diskuterats ovan i avsnitt 8.2 förekommer även i detta fall. En aktieägare med A-aktier torde kräva ett högre vederlag för att ge upp sitt kontrollinnehav i ett bolag. Detta högre vederlag måste enligt likabehandlingsprincipen delas även med B-aktieägarna vilket leder till en ökad kostnad för budgivaren i det offentliga uppköpserbjudandet, samt lägre vederlag för den egentliga kontrollinnehavaren. Denna förhöjda kostnad torde leda till att ett färre antal takeover kommer till stånd.

Likabehandlingsprincipen och således allmänhetens förtroende för aktiemarknaden har även här fått företräde framför den ekonomiska nyttan av ökad handel och mer frekvent förekommande offentliga uppköpserbjudanden. Här anser jag dock att argumentet gällande allmänhetens förtroende vara relativt svagt då om det varit känt från början att en A-aktie innebär en eventuell kontrollpremie och således även en kontrollkostnad skulle riskbedömningen ske utifrån detta. Om en potentiell aktieägare vill ha del i en eventuell kontrollpremie får denne av kommersiella och marknadsmässiga skäl investera i A-aktier som troligt-

²³⁷ Likviditet i aktiesammanhang innebär hur stor handeln är. Hög likviditet innebär således att det finns många säljare och köpare vilka gör affärer med varandra. Detta är något som torde vara mindre frekvent förekommande bland A-aktier än B-aktier.

vis då skulle handlas till ett högre pris, likt stam- samt preferensaktier. Dock kan det argumenteras utefter ovan anförda problematik rörande att ett bolags värde är konstant och en fördelning av premien till A-aktieägarna innebär en minskning av vederlaget för B-aktieägarna.

9.2 Likabehandlingen i för-, sido- och efteraffärer

Förvärv utanför det offentliga uppköpserbudandet i så kallade för-, sido- och efteraffärer innebär ett förbud för budgivaren eller närstående till denne att förvärva aktier i målbolaget till ett mer fördelaktigt vederlag för målbolagets aktieägare än det som förekommer i take-over-erbjudandet. Detta förbud gäller för en period från sex månader innan offentliggörandet av dennes offentliga uppköpserbudande till sex månader efter att vederlaget börjat att betalas ut. Om detta sker ska erbjudandet justeras efter det högre vederlag som erlagts för att likabehandling ska ske.

Regleringens fasta tidsgränser är essentiella av den anledning att de skapar ett väsentligen förenklat förfarande som i stort sett saknar krav på bevisning. Det leder också till en viss tydlighet och enkelhet för budgivaren. Dock kan det diskuteras om den tidigare lydelsen av NBKs takeover-rekommendationer från 1971 och 1988, där det även fanns ett sambandsrekvisit som kunde fälla för- och efteraffärer även utanför tidsbegränsningarna, på ett bättre sätt säkerställde likabehandlingsprincipens ändamål. I och med de fasta tidsgränserna utan sambandskrav är det enkelt för de som önskar kringgå regleringen att veta precis när en eventuell förfär eller efteraffär ska göras för att undgå kravet på justering av det offentliga uppköpserbudandets vederlag. Detta öppnar exempelvis upp för problematik med aktivistfonder²³⁸ som är en mer och mer frekvent förekommande företeelse på den svenska aktiemarknaden. En aktivistfond tar i detta fall en så kallad *corner*, ett innehav överstigande tio procent, i ett bolag som är föremål för ett offentligt uppköpserbudande.²³⁹ Detta för att undvika att bli föremål för tvångsinlösenreglerna i 22 kap. ABL. Då målet med en takeover ofta är att avnotera målbolaget efter uppköpet, förhindrar aktivistfonden genom sitt *corner*-tagande detta. Aktivistfonden väntar sedan ut tidsgränsen för efteraffärer

²³⁸ En aktivistfond utgörs vanligtvis av en hedgefond som genom att köpa en tillräckligt stor del av ett underpresterande börsnoterat bolag (vanligen minst 10%) försöker att påverka bolagets framtida inriktning gällande exempelvis investeringar, utan att för den delen försöka ta den direkta kontrollen över bolaget. Aktivistfonden kan också exempelvis verka för att sälja av verksamhetsdelar i bolaget med förhoppning om att göra en snabb vinst innan denne säljer sitt innehav till en högre kurs. Se vidare Paccès, A., *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Fund Activism in Corporate Governance*, ESGI, 320/2016

²³⁹ Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, s. 150.

för att sedan kräva budgivarbolaget på ett betydligt högre vederlag än de övriga aktieägarna i takeover-erbjudandet erhållit.²⁴⁰ Under tiden kan också aktivistfonden nyttja vissa påtryckningsmedel genom de olika minoritetsskyddsreglerna i ABL. Detta är sannolikt ett förfarande och en problematik som man hade kunnat övervinna med ett sådan sambandsrekvisit som fanns i tidigare versioner av takeover-reglerna.

Sådan aktivism som diskuterats ovan anser jag inte vara önskvärd på den svenska aktiemarknaden och det vore troligtvis bättre både med hänsyn till allmänhetens förtroende för aktiemarknaden såväl som ur samhällsekonomisk synvinkel att försöka få bukt med denna typ av aktivism. Det ska också nämnas att det finns andra typer av aktivism på aktiemarknaden som utgörs mer av ifrågasättande och agerande som motpol och katalysator till ofta väldigt passiva institutionella storägare. Detta är i min mening en positiv och önskvärd aktivism som ofta ger positiv kursutveckling för samtliga aktieägare i bolaget genom att blåsa liv i ett i övrigt bakåttävande bolag.²⁴¹ Den enligt min mening negativa aktivismen torde leda till ett minskat antal takeover då rädslan finns för att fastna i den björnsax som aktivistfonden i detta fall utgör. En sambandsreglering liknande den som fanns i tidigare regelverk borde enligt min åsikt vara önskvärd. Den skulle kunna innebära en fast sexmånadersgräns, men även ett sambandsrekvisit som ska uppfyllas i de fall då mer än sex månader passerat för att undvika situationer med sådan negativ aktivism på aktiemarknaden som åsyftats ovan.

Sammanfattningsvis skulle kunna sägas att reglerna kring för-, sido- och efteraffärer är essentiella för ett upprätthållande av allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Utan dessa regler hade förfarandet för framförallt aktieägare med mindre innehav varit för osäkert och krävt att skaran av småsparare på aktiemarknaden varit mer initierade i tillvägagångssättet. Detta hade troligtvis lett till en minskad handel och således också varit negativt för samhällsekonomin i sin helhet.

9.3 Likabehandlingsprincipen vid fråga om budplikt

Som ovan nämnt finns det såväl frivilliga som påtvingade offentliga uppköpserbjudanden. Den senare formen, även kallat budpliktsbud, kommer till stånd då en fysisk eller juridisk

²⁴⁰ Se exempelvis aktivistfonden Elliot Capitals *corner*-tagande i IFS under tiden detta var under offentligt uppköpserbjudande från EQT. Detta ledde till en slutlig premie på cirka tio procent för Elliot Capital. Se vidare <http://www.realtid.se/eqt-koper-elliotts-aktier-i-ifs>

²⁴¹ För exempel kan nämnas Cevian Capitals försök att separera Power Grids från ABB. Se vidare <https://www.svd.se/cevia-vidhaller-abb-bor-knoppa-av-power-grids>

person genom endera benefikt eller oneröst fång erhåller ett aktieinnehav i ett aktiebolag som är registrerat för handel på reglerad marknad överstigande 30 procent av röstetalet. Överstigande av denna 30-procentsgräns utlöser en plikt att göra ett offentligt uppköpserbjudande gällande resterande av aktierna i målbolaget då detta i de flesta fall innebär ett kontrollägarskifte. Lagstiftaren har som utgångspunkt för reglerna presumerat att ett sådant kontrollägarskifte i de flesta fall skulle vara negativt för en minoritetsaktieägare. Detta är dock omtvistat och snarare finns indikationer på att ett kontrollägarskifte i sig inte är av ondo för minoriteten ur ett ekonomiskt perspektiv gällande kursen på dennes aktier i målbolaget. Mycket pekar på att ett sådant skifte istället verkar värdeökande.

Förekomsten av offentliga uppköpserbjudanden hävdar jag vara gynnande för samhällsekonomin. Dock tror jag att förfarandet kring påtvingade bud verkar på ett negativt vis på grund av att det hämmar handeln med större aktieposter på marknaden. Det är inte möjligt för en potentiell aktieägare att förvärva mer än 30 procent av ett bolags totala röstantal utan att vara beredd att faktiskt kunna köpa 100 procent av nämnda bolag. Detta torde leda till att många större potentiella investeringar inte kommer till stånd.

Budpliktsreglerna leder till ett lägre antal värdeskapande- såväl som värdeförstörande offentliga uppköpserbjudanden, medan en frånvaro av reglerna gällande budplikt leder till en kraftig ökning av värdeskapande takeover, samt en liten ökning av de värdeförstörande.²⁴² Ur en samhällsekonomisk synvinkel torde det således vara bättre med avsaknad av budpliktsregler så länge antalet värdeskapande transaktioner matchar och överstiger effekten av de värdeförstörande. Detta då ett icke genomfört offentligt uppköpserbjudande innebär en effekt på samhällsekonomin som är lika med noll.²⁴³

Budpliktsreglerna är för minoritetsaktieägarna i bolaget ett positivt förfarande. Reglerna leder till att dessa får ta del av en eventuell kontrollpremie, samt att de får en möjlighet till *exit* om de själva önskar. Det är även önskvärt från minoritetsaktieägarnas sida att budpliktsregler finns då en väsentligt lägre halt av förhandlingsstyrka måste sägas tillmätas denna grupp. Budpliktsreglerna uppfyller således den likabehandlande funktion som efterfrågas i takeover-direktivet. Dock kan diskuteras huruvida denna reglerings minoritetskyddande utformning faktiskt står i paritet med den negativa inverkan som sker på samhällsekonomin i och med den minskade förekomsten av takeover på aktiemarknaden. Frågan är om minoritetsaktieägarnas intresse av ekonomiskt skydd till viss del endast är en chimär, och att en möjlighet till *exit* i de fall då kontrollägarskiftet inte innebär något nega-

²⁴² Se Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 417.

²⁴³ Se vidare Bebchuk, *Efficient and inefficient sales of corporate control*, Disc. paper No. 136, 06/94.

tivt för dessa endast är att se som en onödigt hård begränsning som hämmar handeln på aktiemarknaden. Då en välmående aktiemarknad kännetecknas av hög likviditet torde allmänhetens förtroende dock vara mer centralt än intresset av att fler kontrollägarskiften sker bland bolagen på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden har varit synnerligen generös med sin dispensgivning på området vilket skulle kunna tolkas som att den faktiska regleringen på området istället kanske skulle anses vara undantaget. En omarbetning och omvärdering av lagstiftningen torde således vara önskvärd.

10. Avslutande reflektioner kring likabehandlingsprincipen

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen ska vara föremål för en så kallad ändamålsinriktad tolkning och ska således tolkas med dess huvudsyfte i fokus - att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Det allmänna förtroendet har ett högt skyddsvärde då aktiemarknaden är tämligen tandlös utan tilltro. Detta rättfärdigar ett relativt stort antal inskränkningar som har mer eller mindre negativa effekter på samhällsekonomin. Som påvisat ovan i analysen anser jag att skyddsvärdet av minoriteten som sker genom likabehandlingen i vissa fall är något snäv och borde utvidgas något, men också i andra fall borde begränsas till viss del då jag anser att skyddsvärdet och den negativa ekonomiska inverkan inte står i paritet till varandra.

Framförallt har ett utvidgande av reglerna kring för- och efteraffärer diskuterats. Här anser jag det önskvärt med en omformulering av lagtexten tillbaka till en lydelse liknande den som fanns i NBKs regler från 1971. Detta för att få bukt med de situationer där ett klart samband finns mellan affärerna men att den strikta sexmånadersgränsen har överstigits. Det ska enligt min mening finnas en fast gräns då samtliga affärer utanför det offentliga uppköpserbjudandet ska ge upphov till ett lägsta vederlag på samma sätt som idag, men också ett sambandsrekvisit för att kunna förlänga gränsen för för- och efteraffärer då ett klart samband föreligger. Detta är önskvärt för att minimera risken för exempelvis sådan negativ aktivism på aktiemarknaden som diskuterats ovan.

Situationer där likabehandlingen i min mening har fått något för stort utrymme är i regleringen gällande budplikt. Här anser jag att den negativa inverkan är något för stor i jämförelse med det skyddsvärde som det innebär. Mestadels grundar jag detta på det faktum att lagstiftningen till stor del ska skydda mot den negativa inverkan som ett kontrollägarskifte sägs innebära. Detta är ett faktum som motbevisats i flertalet undersökningar och ska enligt min mening inte verka rättfärdigande för lagstiftningen. Även om reglerna kring budplikt i någon utsträckning är önskvärda för att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden anser jag att den strikta lagstiftning med relativt låg budpliktsgräns som finns idag har något för stor inverkan på samhällsekonomin för att vara försvarbar. Detta då reglerna i första hand kan sägas påverka överlåtbarheten av ägande negativt och endast sekundärt verkar minoritetsskyddande. Dock ska det nämnas att reglerna kring budplikt grundas i ett direktiv och den svenska lagstiftaren har således liten möjlighet till nationella avvikelser.

Slutligen har också diskuterats huruvida kontrollpremien vid ett offentligt uppköps-erbjudande ska fördelas på endast den eller de aktieägare som innehar en faktiskt kontroll över bolaget eller om den ska delas lika över hela aktieägarkollektivet. Här anser jag att likabehandling är eftersträvansvärd även om detta ger upphov till en viss *freerider*-problematik samt ett högre vederlag för aktierna i målbolaget. Detta då likadelningen av kontrollpremien i målbolaget i de flesta fall leder till ett ökat antal genomförda takeover. Utan likabudsregeln hade troligtvis färre potentiella budgivare vågat göra ett takeover-erbjudande då risken varit större för att bli utmanövrerad av den stora massan av aktieägare med mindre innehav.

Avslutningsvis ska således anföras att likabehandling vid takeover på aktiemarknaden i de allra flesta fall är ett välkommet inslag. En viss direkt negativ inverkan på samhällsekonomin är godtagbart för den längre gående positiva inverkan som allmänhetens förtroende för aktiemarknaden innebär. Utan förtroende, ingen fungerande aktiemarknad.

Källförteckning

Författningar

Regeringsformen (1974:152)

Inkomstskattelag (1999:1229)

Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa finansiella instrument

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

FFFS 2007:17 - Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser

Offentligt tryck

Rådets andra direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i fördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredje mans intressen när det gäller att bilda ett aktiebolag samt att bevara och ändra dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdiga

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden

Prop. 1973:93 om förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m.

Prop. 2005/06:140 om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

SOU 1997:22 - Om aktiebolagets kapital

SOU 2003:22 - Om finansinspektionens roll och resurser

SOU 2005:58 - Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden

FI Dnr 08-8404 - Uppföljande utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden

Övriga regelverk

Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden

Näringslivets Börskommittés rekommendationer rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag

Marknadsplatsernas regler för om uppköpserbudanden

Takeover Panels: The City Code on Takeovers and Mergers
Stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden

Litteratur

Afrell, L., Klahr, H. & Samuelsson, P., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2 uppl., Uppsala, Norstedts Juridik, 1998

Bebchuk, L., *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, Disc Paper NO. 136, 06/94

Canter, D. (övers.), *Recommendations Issued by the Näringslivets Börskommitté, NBK. (The Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committé)*, 2 uppl., Stockholm, Företagsjuridik Nord & Co, 1995

Dotevall, R., *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 2 uppl., Stockholm, Norstedts Juridik, 2008

Eklund, K. & Stattin, D., *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2 uppl., Uppsala, Iustus, 2016

Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2016

Kleineman, J. (2013) *Rättsdogmatisk metod*. I: Korling, F. & Zamboni, M. (red.) *Juridisk metodlära*, 1 uppl, Lund, Studentlitteratur

Kouloridas, A., *The Law and Economics of Takeovers. An Acquirer's Perspective*, Oxford, 2008

Lindskog, S. (2017) *I gränlandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.) *Börsrätt*, 4 uppl., Lund, Studentlitteratur

Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R. (2017) *Publika företagsförvärv*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.) *Börsrätt*, 4 uppl., Lund, Studentlitteratur

Milberg, L. & Sevenius, R. (2012) *Minoritetsskydd på aktiemarknaden*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.) *Börsrätt*, 3 uppl., Lund, Studentlitteratur

Munck, J. (2011) *Aktiemarknadsnämnden 25 år*. I: Munck, J. & Skog, R. (red.) *Aktiemarknadsnämnden 25 år*, Stockholm, Aktiemarknadsnämnden

Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna: en kommentar till lagen om offentlig uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, 3 uppl., Stockholm, Norstedts Juridik, 2013

Paces, A., *Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Fund Activism in Corporate Governance*, ESGI, 320/2016

Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, 4 uppl., Stockholm, Norstedts Juridik, 2012

Sevenius, R., (2012) *Publika företagsförvärv - om reglerna för hajar och pirater i börsens farvatten*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.) *Börsrätt*, 3 uppl., Lund, Studentlitteratur

Skog, R., *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 4 uppl., Stockholm, Norstedts Juridik, 2014

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

Tson Söderström, H., *Ägarmakt och omvandling*, SNS Förlag, 2003

Artiklar

Bergström, C., Högfeldt, P. & Samuelsson, P., *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm, Research Paper No. 6523, 1993 (Senare publicerad i Tidsskrift for rettsvitenskap, nr. 2 / 1994)

Jonsson, T., *Value Creation in Mergers and Acquisitions: a Study of Swedish Domestic and Foreign Takeovers*, Doctoral Thesis, Företagsekonomiska Institutionen, Uppsala Universitet, 1995

Sandgren, C., *Är rättsdogmatiken dogmatisk*, TFR, 2005

Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, Stockholm, 1997

Skog, R., *Erbjudandeplikt?*, Juridisk Tidskrift, årgång 5 / nr 1 , 1993/94

Elektroniska källor

Dagens Industris artikel: <https://www.di.se/nyheter/aktieveteranen-reglerna-satts-ur-spel/>
Senast hämtad 2017-10-04.

Dagens Industris artikel: <https://www.di.se/opinion/aktiemarknadsnamnden-beslutet-om-rezidor-budet-en-direkt-foljd-av-reglerna/> Senast hämtad 2017-10-04.

Dagens Industris artikel: <https://www.di.se/nyheter/jattar-laser-lusen-av-namndtopparna/>
Senast hämtad 2017-10-04.

Hofstetter, K., One Size Does not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705 Senast hämtad 2017-12-10

Nationalencyklopedin <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/volatilitet> Senast hämtad 2017-12-10

Nytt förslag till takeover-reglering: http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/643/Takeoverregler_2017_andringsmarkerad.pdf Senast hämtad 2017-11-10

Pressmeddelande från Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2017-09-18 http://www.bolagsstyrning.se/nyheter/2017/forslag-till-revidering-av-takeover-regl_643 Senast hämtad 2017-11-10

Realtids artikel: <http://www.realtid.se/eqt-koper-elliotts-aktier-i-ifs> Senast hämtad 2017-10-12

Rolf Skogs anförande - http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/160919_Aktiemarknadsnamnden_-_igar_idag_och_i_morgon.pdf Senast hämtad 2017-12-11

Svenska Dagbladets artikel: <https://www.svd.se/cevia-vidhaller-abb-bor-knoppa-av-power-grids> Senast hämtad 2017-10-12

Takeover Panel 'Purchases Before an Offer Period', (1987/30). <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/1987-30.pdf> Senast hämtad 2017-10-04

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1988:04	AMN 2006:23	AMN 2013:32
	AMN 2006:29	AMN 2013:43
AMN 1991:03	AMN 2006:55	
		AMN 2014:07
AMN 1998:07	AMN 2007:15	
	AMN 2007:24	AMN 2015:29
AMN 2000:01	AMN 2007:25	AMN 2015:36
AMN 2000:20		AMN 2015:45
	AMN 2008:10	
AMN 2001:02	AMN 2008:20	AMN 2016:05
AMN 2001:03	AMN 2008:33	AMN 2016:09
AMN 2001:17		AMN 2016:10
	AMN 2010:07	AMN 2016:11
AMN 2002:01	AMN 2010:20	AMN 2016:14
	AMN 2010:22	AMN 2016:27
AMN 2004:17	AMN 2010:42	AMN 2016:29
AMN 2004:18		AMN 2016:31
AMN 2004:19	AMN 2011:02	AMN 2016:39
AMN 2004:22		AMN 2016:44
	AMN 2012:06	
AMN 2005:01	AMN 2012:15	AMN 2017:03
AMN 2005:13	AMN 2012:21	AMN 2017:14
AMN 2005:32	AMN 2012:31	AMN 2017:17
AMN 2005:28		AMN 2017:19
	AMN 2013:13	AMN 2017:21
	AMN 2013:18	AMN 2017:25

Registrerades på kursen Examensarbetet HRO800 HT-17. Inga omregistreringar