



Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Juridiska Institutionen
Programmet för Juris kandidatexamen 180 poäng
Tillämpade studier 20 poäng
VT 2007

**DISPENS FRÅN ERBJUDANEDPLIKT
OCH ÅTERKALLELSE AV ERBJUDANDE**
- vid offentliga uppköpserbjudanden
på värdepappersmarknaden

Handledare: Professor Rolf Dotevall
Författad av: Annelie Andersson

Sammanfattning

Den 1 juli 2006 implementerades direktivet (2004/25/EG) om uppköpserbjudanden i svensk rätt genom lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Direktivet har bland annat medfört en lagstadgad obligatorisk erbjudandeplikt vid förvärv av en kontrollerande andel av röstetalet i ett aktiebolag. Kontrollen över erbjudandepliktens efterlevnad, tolkning av reglerna samt utvecklandet av praxis åligger dock fortfarande den svenska självregleringen på värdepappersmarknaden genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden.

Syftet med erbjudandeplikten är att skydda minoritetsaktieägarna i målbolaget. Minoriteten får en möjlighet att lämna bolaget genom att överlåta sina aktier till den aktieägare som förvärvat en kontrollerande röstandel, det vill säga uppnått gränsen för erbjudandeplikt. För en förvärvare i sin tur kan erbjudandeplikten i många fall kännas betungande då den medför ökade kostnader vad avser de formella kriterier som ett offentligt uppköpserbjudande måste uppfylla. Förvärvaren riskerar dessutom att behöva köpa upp de aktier vars ägare accepterar erbjudandet, vilket medför att denne tvingas att bli ägare till fler aktier än vad han eller hon eventuellt hade räknat med från början.

Rättsområdet är genom den relativt nya, och enligt min mening allmänt hållna, lagstiftningen och Aktiemarknadsnämndens uttalanden tämligen svåröverblickbart. Denna uppsats redogör dels för under vilka omständigheter en förvärvare kan erhålla dispens från erbjudandeplikten och dels vilka möjligheter en budgivare har att återkalla ett redan lämnat erbjudande. Vidare redogörs för några av de intressekonflikter som kan uppstå mellan en förvärvare av en kontrollerande röstandel och aktieägarminoriteten. Uppsatsen visar tydligt att Aktiemarknadsnämnden, vid beslut huruvida dispens skall medges, anser att bolagets bästa går före aktieägarminoritets bästa. Detta trots att syftet med erbjudandeplikten är att skydda aktieägarminoriteten. Vidare beviljas dispens från erbjudandeplikten i stort sett vid varje ansökan som inkommer till nämnden, vilket enligt min mening beror på nämndens allt för frikostiga tolkning av lagstiftning och förarbeten. Vad gäller återkallelse är tillämpningen av självregleringen dock mer restriktiv och mer i enlighet med gällande rätt och dess syften.

Uppsatsen ger en ökad förståelse för betydelsen av medgivande av dispens samt återkallelse av ett redan lämnat erbjudande för kontrollägare, minoritetsaktieägare och värdepappersmarknaden i sin helhet. Min sammanställning av lagstiftning, förarbeten, uttalanden och doktrin klargör rättsläget till och med april 2007.

Innehållsförteckning

Förkortningar	5
1 Inledning	6
1.1 Problemformulering	7
1.2 Syfte	7
1.4 Avgränsning	7
1.5 Metod	8
1.6 Disposition	8
2 Offentliga uppköpserbjudanden	9
2.1 Budgivare	10
2.2 Budplikt	11
2.2.1 Kontrollerande andel	12
2.2.1.1 Närstående	13
2.2.2 Budpliktens upphörande	14
2.2.3 Budpliktens motiv och konsekvenser	15
2.3 Erbjudandehandling	16
2.4 Vederlag och skäligt pris	16
2.5 Övervakning, sanktion och överklagan	17
2.6 Reflektion	18
2.6.1 Tre tiondelar som kontrollerande andel av bolaget	18
2.6.2 Budpliktens principer och konsekvenser	19
3 Dispens från budplikt	22
3.1 Särskilda skäl	22
3.1.1 Emission vid rekonstruktion	23
3.1.2 Emissionsgarantier	25
3.1.3 Apportemission vid förvärv	25
3.1.4 Övriga omständigheter	26
3.1.4.1 Uteblivet kontrollägarskifte	26
3.1.4.2 Åtgärd vidtagen av bolaget	27
3.1.4.3 Rekonstruktion utan emission	28
3.1.4.4 Företrädesemission som inte fulltecknas	28
3.1.4.5 Lån av aktie	28
3.1.4.6 Gåva	29
3.1.4.7 Skatteskal	29
3.1.4.8 Vissa bestämmelser i bolagsordningen	29
3.1.4.9 Inga egentliga skäl för dispens	29
3.2 Reflektion	30
3.2.1 Möjligheten att erhålla dispens	30
3.2.2 Dispens med villkor	32
3.2.3 Dispens vid emission på grund av rekonstruktion	33
3.2.4 Dispens vid rekonstruktion utan emission och vid emissionsgarantier	34
3.2.5 Dispens vid uteblivet kontrollägarskifte	35
3.2.6 Sammanfattning	35

4	Återkallelse av erbjudande.....	37
4.1	Villkorat av viss anslutning i erbjudandet.....	38
4.2	Villkorat av att bolagsstämman i budgivarbolaget fattar visst beslut	39
4.3	Villkorat av att målbolaget fattar ett visst beslut.....	39
4.4	Annat villkor för erbjudandets fullföljande.....	40
4.4.1	Villkor om bristande finansiering	41
4.4.2	Villkor som gör ett erbjudande beroende av ett annat.....	42
4.5	Reflektion	43
4.5.1	Villkor om bristande finansiering	45
4.5.2	Sammanfattning	45
5	Sammanfattande slutsatser och reflektioner	46
5.1	Offentliga uppköpserbjudanden och budplikt	46
5.2	Dispens från budplikt	47
5.2.1	Aktiemarknadsnämndens frikostighet	48
5.3	Återkallelse av erbjudande	49
5.4	Lagstiftning kontra självreglering	50
	Käll- och litteraturförteckning.....	52

Förkortningar

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

1 Inledning

Inom näringslivet har under senare år skett en ökning av antalet företagsöverlåtelser.¹ När det gäller aktiebolag sker en företagsöverlåtelse genom att köparen förvärvar aktier i bolaget från en eller flera säljare. Det finns i princip tre olika sätt att förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag, det vill säga ett publikt aktiebolag som är noterad på en börs eller auktoriserad marknadsplats.² För det första kan köp ske över börsen eller över den auktoriserade marknadsplatsen. För det andra kan aktier anskaffas genom privata förhandlingar mellan köpare och säljare. Den tredje formen av förvärv är offentliga uppköp. Ett offentligt uppköp föregås av ett offentligt uppköpserbjudande från förvärvaren³ till aktieägarna i målbolaget, det vill säga det bolag som denne vill förvärva.⁴ Förvärvaren annonserar då att han eller hon vill förvärva ett visst antal aktier till ett visst pris. Aktieägarna kan sen enskilt välja att överlåta sina aktier till förvärvaren, sälja till någon annan förvärvare eller fortsätta att vara kvar i bolaget som aktieägare. För det fall en förvärvare genom någon av de två förstnämnda förvärvssätten, ensamt eller tillsammans med närstående, uppnår ett aktieinnehav av 30 procent eller mer av det totala antalet aktier i målbolaget inträder så kallad erbjudandeplikt/budplikt. Budplikt innebär att förvärvaren inom fyra veckor måste lämna ett offentligt uppköpserbjudande till övriga aktieägare avseende resterande aktier i bolaget till ett skäligt pris. Sedan den 1 juli 2006 finns budplikten lagreglerad i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). Lagen började gälla efter implementeringen av direktivet om uppköpserbjudanden (2004/25/EG), det så kallade takeoverdirektivet, som antogs den 21 april 2004 av Europaparlamentet och Europeiska unionens råd.

Syftet med budplikt är att skydda minoritetsaktieägarna i ett målbolag genom att erbjuda dem en möjlighet att lämna bolaget genom att överlåta sina aktier till den förvärvare som erhållit en kontrollerande röstandel.⁵ För den förvärvare som passerar budpliktsgränsen på grund av sitt köp av aktier kan budplikten i många fall kännas betungande då den medför ökade kostnader vad avser de formella kriterier som ett offentligt uppköpserbjudande måste uppfylla. Förvärvaren riskerar dessutom att behöva köpa upp de aktier vars ägare accepterar erbjudandet, vilket medför att förvärvaren tvingas att bli ägare till fler aktier än vad han eller hon kanske hade räknat med från början. Lagstiftningen rörande möjligheten att undkomma

¹ Prop. 2005/06:140, s 34.

² Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 57.

³ Begreppen förvärvare, budgivare och kontrollägare kommer att hanteras synonymt i uppsatsen och avser den aktieägare som kan komma att omfattas av budplikt.

⁴ Afrell, m.fl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s 231.

⁵ Ferrarini, m.fl., *Reforming company and takeover law in Europe*, s 35.

budplikt, men samtidigt behålla sitt innehav, är dock väldigt allmänt hållen och det har varit upp till den nationella självregleringen att avgöra vilka omständigheter som kan medföra ett undantag från budplikten, så kallad dispens. Detsamma gäller under vilka omständigheter ett redan lämnat bud får återkallas. Reglerna är, som ovan framkommit, relativt nya i lagstiftningen och uttalandena från Aktiemarknadsnämnden (AMN), som beslutar om dispens och återkallelse, är många, vilket medför att rättsområdet blir svåröverblickbart.

1.1 Problemformulering

I den här uppsatsen skall jag redogöra för vilka möjligheter en förvärvare, som uppnått budpliktsgränsen, har att undvika skyldigheten att lämna ett offentligt uppköpserbjudande. Vidare skall redogöras för i vilken mån en budgivare kan återkalla ett redan lämnat erbjudande. *Vilka omständigheter kan således medföra att AMN lämnar dispens från budplikt eller godtar ett återkallande av ett redan lämnat bud?*

1.2 Syfte

Syftet med denna uppsats är att klargöra de svenska reglerna kring dispens från budplikt och återkallelse av erbjudanden vid offentliga uppköpserbjudanden på värdepappersmarknaden. Jag skall även jämföra den svenska lagstiftningen med den svenska självregleringen genom AMN:s uttalanden och diskutera kring de effekter dispens och återkallelse har för de olika inblandade parterna. Målet med uppsatsen är därutöver att komma fram till huruvida budplikten i den svenska lagstiftningen är tillräckligt preciserad eller om den är allt för generell och kanske bör revideras. Förhoppningsvis kommer uppsatsen att bidra till en ökad förståelse för både kontrollägare och minoritetsaktieägare vad gäller budpliktens betydelse, möjligheten att erhålla dispens och möjligheten att återkalla ett redan lämnat erbjudande.

1.4 Avgränsning

Uppsatsen berör rättsområdena bolagsrätt och börsrätt och faller inom det som i praktiken kallas affärsjuridik. Jag kommer att inrikta min framställning i enlighet med ovan presenterat syfte och har därmed valt att avgränsa min uppsats till att endast behandla i vilka fall dispens kan beviljas och återkallelse av redan lämnat erbjudande kan ske. Vad gäller offentliga uppköpserbjudanden och budplikt i allmänhet kommer jag endast kortfattat att ta upp de

grundläggande reglerna och bakgrunden därtill för att sedan fokusera på kärnfrågorna i min problematisering. Jag kommer således inte beröra de övriga problem som aktualiseras för en förvärvare, tidigare aktieägare, bolagsstyrelse, övrig ledning eller andra parter inblandade i budgivningen eller förvärvet. Vidare kommer jag inte, på grund av utrymmesskäl, att beröra vad som gäller i övriga internationella rättsordningar eller för gränsöverskridande uppköp.

1.5 Metod

För att utreda svensk lagstiftning kring budplikt vid offentligt uppköpserbjudande har jag använt en traditionell juridisk metod, vilken innebär granskning av lagtext, förarbeten, självreglering, doktrin samt praxis inom området. För att redogöra för vad som är gällande rätt idag inom Sverige och EG har jag till större delen använt mig av EG:s direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden och proposition 2005/2006:140 om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Information om i vilka fall dispens från budplikt och återkallelse kan komma att medges har jag funnit i främst proposition 2005/2006:140 om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden samt i uttalanden från AMN.

Jag har läst och behandlat för uppsatsen relevant material och jag har varit noga med att använda mig av flertalet källor för att nyansera och berika framställningen. Valet av litteratur och uttalanden har varit styrt av framställningens problemformulering och syfte. Samtidigt har det funnits en begränsning i tillgången på material. Den svenska litteraturen kring budplikt är i stort sett obefintlig vilket jag ställer mig frågande till då budplikt funnits reglerad i självreglering långt innan implementeringen av takeoverdirektivet. Detta har i sin tur medfört en begränsning i möjligheten att vara källkritisk till det material som finns att tillgå.

1.6 Disposition

Uppsatsen består av totalt fem kapitel. Jag kommer löpande kommentera och analysera de olika kapitlen under en särskild rubrik i slutet av varje kapitel; *Reflektion*. Inledningsvis behandlar jag reglerna kring offentliga uppköpserbjudanden med tyngdpunkt på erbjudandeplikt. Syftet med denna del är att ge läsaren en kunskapsgrund inför uppsatsens nästa del. De därpå följande två kapitlen berör dispens från budplikt respektive återkallelse av ett redan lämnat erbjudande. Uppsatsens sista kapitel utgör en sammanfattning av reflektioner och slutsatser samt innehåller till viss del även avslutande reflektioner.

2 Offentliga uppköpserbjudanden

Med ett offentligt uppköpserbjudande, så kallat *takeover bid*, menas ett erbjudande som görs offentligt på värdepappersmarknaden till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt noterat aktiebolag, målbolaget, att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier, partiellt erbjudande, till budgivaren.⁶

I Sverige regleras offentliga uppköpserbjudanden i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). Lagen började gälla 1 juli 2006 efter implementering av direktivet om uppköpserbjudanden (2004/25/EG), det så kallade takeoverdirektivet, som antogs den 21 april 2004 av Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. Direktivet syftar till att utgöra en minimiharmonisering, vilket innebär att det således står medlemsstaterna fritt att ha mer långtgående regler än de som följer av direktivet. Delar av reglerna fullföljs därmed av den nationella självregleringen inom näringslivet.⁷

Innan införandet av takeoverdirektivet fanns det klara skillnader i de olika nationella lagstiftningarna och det tog många år av förhandlingar innan Europaparlamentet och medlemsstaterna inom Europeiska Unionen (EU) år 2004 kunde enas om ett direktiv.⁸ Den brittiska självregleringen av uppköpserbjudanden, The City Code on Takeovers and Mergers⁹, har utgjort materiell förebild för direktivet.

Syftet med takeoverdirektivet är i första hand att garantera aktieägarna i ett bolag, som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande, en rättvis och rimlig behandling genom likabehandlingsprincipen och likabudsprincipen.¹⁰ Samtidigt skall direktivet möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet. Sverige är ett av de länder i Europa i vilket regler om offentliga uppköp tidigast växte fram.¹¹ Innan takeoverdirektivet implementerades var offentliga uppköp inte reglerade i lag utan genom självreglering, det vill säga Näringslivets Börskommittés (NBK) regler om offentliga uppköpserbjudanden från år 1971. Reglerna hade, liksom direktivet, sin förebild i den brittiska självregleringen.¹² NBK:s regler är numera upphävda på grund av implementeringen av direktivet, men uppfyllde tillsammans med vissa lagregler i stor utsträckning de krav som numera fastställs i LUA.¹³

⁶ Kågerman, *Värdepappersmarknadens regelsystem - Lagreglering, självreglering och etik*, s 223.

⁷ Prop. 2005/06:140, s 1.

⁸ Prop. 2005/06:140, s 34.

⁹ Utfärdad av The Panel on Takeovers and Mergers första gången 1968 med fortlöpande revidering.

¹⁰ Kågerman, *Värdepappersmarknadens regelsystem - Lagreglering, självreglering och etik*, s 224.

¹¹ Sammanfattningen i betänkandet SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*.

¹² Se NBK:s upphävda regler om offentligt uppköpserbjudande punkt II.16. www.naringslivetsborskommitte.se.

¹³ SOU 2005:58, s 93.

Vid ett offentligt uppköpserbjudande av ett svenskt aktiebolag finns det regler utöver LUA som skall tas hänsyn till. Viktiga bestämmelser är lag (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) 2a kap., Stockholmsbörsens, Nordic Growth Markets (NGM) och AktieTorgets regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden¹⁴, noteringsavtal¹⁵ och AMN:s uttalanden.

I Sverige lämnades mellan år 1990–2004 totalt 358 offentliga uppköpserbjudanden avseende bolag med aktier noterade på Stockholmsbörsen, NGM eller AktieTorget. Av dessa erbjudanden resulterade 293 i överlåtelse av de aktuella bolagen, vilket i genomsnitt blir närmare 20 aktiemarknadsbolag per år.¹⁶ Sammanlagt 65 offentliga uppköpserbjudanden under perioden 1990-2004 genomfördes aldrig. Skälen till varför de misslyckades varierar, men en vanlig orsak var att ett mer förmånligt erbjudande lämnades av en konkurrerande budgivare. Andra orsaker var att starka minoritetsaktieägare i målbolaget inte accepterade det erbjudna priset, att kursen på budgivarens aktier vid ett så kallat utbyteserbjudande utvecklades på ett oförmånligt sätt under erbjudandeperioden, att budgivaren fick problem med finansieringen av erbjudandet och att konkurrensmyndigheters beslut ändrade förutsättningarna för affären. De offentliga uppköpserbjudandena under denna period har i stort sett samtliga varit frivilligt framlagda förutom 10 stycken som varit uttryckligen föranledda av reglerna kring så kallad budplikt.¹⁷

2.1 Budgivare

En budgivare kan enligt takeoverdirektivets artikel 2 vara varje fysisk eller juridisk person enligt offentligrättslig eller privaträttslig lagstiftning som lämnar ett erbjudande. LUA 2 kap. 1 § stadgar att budgivaren, för att få lämna ett offentligt uppköpserbjudande, måste åta sig att följa de regler och underkasta sig de sanktioner som gäller för offentliga uppköpserbjudanden på den marknadsplats där aktierna är noterade. Budgivaren är med andra ord skyldig att ingå

¹⁴ Marknadsplatsernas regler, de så kallade takeoverreglerna, är de tidigare före införandet av direktivet tillämpliga reglerna från NBK som reviderats och antagits gemensamt av marknadsplatserna. Krav på sådana regler finns i lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet 4 kap. 2a § som stadgar att reglerna skall uppfylla kraven i direktivet, men att ställa högre krav är tillåtet, se direktivets artikel 3.2b.

¹⁵ Avtalet innehåller regler rörande information om uppköpet till börsen, se Stockholmsbörsens noteringsavtal punkt 1a som hänvisar till bilaga 1 punkt 33 och NGM:s noteringsavtal punkt 3 som hänvisar till bilaga 2 punkt 32 och AktieTorgets villkor för anslutning punkt 7 som hänvisar till ett informationskontrakt (punkt 1) som i sin tur hänvisar till bilaga 1.

¹⁶ SOU 2005:58, s 51.

¹⁷ SOU 2005:58, s 51.

ett kontrakt med marknadsplatsen innan erbjudandet lämnas. Denna bestämmelse medför att lagstiftaren lämnar mycket av regelbildningen till värdepappersmarknadens självreglering.

2.2 Budplikt

För cirka 37 år sedan introducerades regler om budplikt, *the mandatory bid rule*, för första gången och då på den brittiska värdepappersmarknaden. Med den brittiska regleringen som modell blev senare liknande regler införlivade i andra europeiska länder.¹⁸ Takeoverdirektivet har numera, med den brittiska regleringen som förebild, medfört att det i EU:s medlemsstater måste finnas regler om budplikt, se artikel 5.1. De allra flesta offentliga uppköpserbjudanden läggs fram frivilligt, det vill säga utan att budgivaren är tvingad att lämna ett erbjudande.¹⁹ Dock åläggs budplikt den som till följd av eget förvärv, eller genom personer som handlar i samförstånd med den personen, innehar värdepapper i ett aktiemarknadsbolag och dessa värdepapper, tillsammans med befintligt innehav och innehav hos personer som handlar i samförstånd med den personen, direkt eller indirekt ger den personen en bestämd andel av röstetalet varigenom den personen får kontroll över bolaget. Om personen redan innan förvärvet hade ett innehav som uppgick till den nämnda nivån inträder inte budplikt.

Budplikt innebär således i kortfattad form att den som har förvärvat en viss andel aktier i ett bolag så att han eller hon får kontroll över bolaget skall lämna ett uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget till övriga aktieägare. Det uppstår således ett obligatoriskt offentligt uppköpserbjudande när en förvärvare kommit upp i en större andel av röstetalet i ett aktiemarknadsbolag.²⁰ Erbjudandet skall så snart som möjligt riktas till alla innehavare av dessa värdepapper och omfatta hela deras innehav till ett skäligt pris.

Regler om budplikt finns i LUA 3 kap. och gäller om målbolaget är ett svenskt aktiebolag vars aktier är noterade vid en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad. Budplikt är ingen nyhet för den svenska värdepappersmarknaden då regler kring budplikt, redan innan direktivets implementering, återfanns i NBK:s regelverk. Vid implementeringen av takeoverdirektivet har NBK:s regler ersatts med lag och annan självreglering.

¹⁸ Skog, *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A critical analysis*, s 10.

¹⁹ Prop. 2005/06:140, s 57.

²⁰ Ferrarini, m.fl., *Reforming company and takeover law in Europe*, s 34.

2.2.1 Kontrollerande andel

Hur stor röstandel som skall anses medföra kontroll och således utlösa budplikt skall enligt takeoverdirektivets artikel 5.3 bestämmas enligt reglerna i den medlemsstat där bolaget har sitt säte och medför således att gränserna härför varierar från ett medlemsland till ett annat. Sverige har konkretiserat takeoverdirektivets bestämmelse om att budplikt inträder då förvärvaren direkt eller indirekt *innehar en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget* och angett i LUA 3 kap. 1 § att budplikt inträder då förvärvaren direkt eller indirekt *uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget*. Gränsen för budplikt om 30 procent av röstandelarna i ett bolag har främst baserats på det genomsnittliga deltagandet på bolagsstämmorna i svenska aktiemarknadsbolag.²¹

Budplikt inträder först när förvärvet är definitivt. Detta medför att om förvärvet skett genom ett köp som är förenat med vissa villkor, exempelvis konkurrensmyndighets tillstånd, måste dessa villkor vara uppfyllda och förvärvaren kunna utöva rösträtt för aktierna i fråga för att budplikt skall utlösas.²² Ett förvärv som sker genom teckning av aktier innebär således att budplikt inträder först när emissionen i fråga är registrerad. Formen för förvärvet saknar betydelse, det kan exempelvis röra sig om köp, teckning, konvertering eller familjerättsligt fång. Vid beräkning av om ett visst innehav utlöser budplikt skall endast innehav av aktier beaktas, vilket medför att optionsrätter eller konvertibler som bolaget har gett ut skall bortses ifrån. Dock kan utnyttjandet av en optionsrätt eller en konvertibel medföra att innehavaren uppnår en röstandel på 30 procent eller mer och därmed utlöser budplikt. Vid beräkning av det totala antalet röster i ett bolag inräknas aktier som innehas av bolaget självt. Bolagets förvärv av egna aktier har således inte någon påverkan på hur många aktier som en förvärvare kan köpa utan att utlösa budplikt.²³

I uttalandet AMN 2006:58 fann nämnden att budplikt inte uppkommer om en aktieägare till följd av åtgärder från bolagets sida, till exempel inlösen av aktier, passerar budpliktsgränsen. Enligt LUA 3 kap. 2 § punkt 1 inträder dock budplikt i vissa situationer där aktieinnehavet ökar till följd av åtgärder från bolagets eller någon annan aktieägares sida. Som exempel kan nämnas den situation då en aktieägares aktier omvandlas till aktier med

²¹ AMN 2006:44.

²² Prop. 2005/06:140, s 101, AMN 1999:7 och AMN 1999:19.

²³ Prop. 2005/06:140, s 101.

lägre röstvärde.²⁴ Medför omvandlingen att någon aktieägare överskrider budpliktsgränsen på 30 procent uppkommer dock budplikt först då denne förvärvar ytterligare aktier.²⁵

I takeoverdirektivets artikel 5.2 och LUA 3 kap. 3 § slås fast att budplikt inte inträder om kontroll, det vill säga 30 procent enligt svensk rätt, har uppnåtts efter ett frivilligt erbjudande, det vill säga genom ett vanligt offentligt uppköpserbjudande, som riktats till alla värdepappersinnehavare och som avsett hela deras innehav. Minoritetsaktieägarna anses i sådana fall redan givits en möjlighet att ta ställning till huruvida de vill sälja sina aktier eller inte och således redan erhållit ett tillfredsställande skydd.

2.2.1.1 Närstående

Som framgått ovan är det inte endast förvärvarens personliga innehav som skall tas hänsyn till vid avgörandet huruvida en kontrollerande andel av röstetalet, det vill säga 30 procent, har uppnåtts. Med hänsyn till reglernas syfte är det nödvändigt att även räkna med aktier som förvärvas av juridiska eller fysiska personer som är att betrakta som närstående till aktieägaren i fråga. Närståendekretsen definieras i LUA 3 kap. 5 § och avser:

1. företag inom samma koncern som förvärvaren,
2. make eller sambo till förvärvaren,
3. barn till förvärvaren som står under förvärvarens vårdnad,
4. den person (fysisk eller juridisk) som med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, samt
5. någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget.

Vad gäller anhöriga har reglerna begränsats och avser därmed inte sådana förhållanden som etablerats utan att det har skett något nytt aktieförvärv. Detta innebär således att ett gift par, där båda innan giftermålet ägde aktier i ett aktiebolag, inte vid giftermålet blir budpliktsskyldiga om de tillsammans uppnår ett kontrollerande aktieinnehav. Budplikt uppstår likaså inte vid adoption om den adopterade sedan tidigare ägde aktier i samma aktiebolag som adoptivföräldrarna. Enligt förarbetena till LUA ansågs det främmande att koppla budplikt till uppkomsten av nya familjeband. Det bedömdes inte finnas några *starka praktiska eller principiella skäl för en sådan ordning* utan det framstod från allmänna

²⁴ AMN 2000:14 och 2006:15.

²⁵ Prop. 2005/06:140, s 102.

utgångspunkter som *tveksamt att på detta sätt knyta aktiemarknadsrättsliga följder till handlingar som får anses tillhöra den privata sfären.*²⁶

Som framgår av punkt 5 skall vid avgörandet huruvida en aktieägare uppnått kontroll över ett bolag även beaktas förvärv av personer som samarbetar med denne i syfte att uppnå sådan kontroll. Direktivet kräver inte, i likhet med ovan nämnda etablering av nya familjerättsliga förhållanden, att budplikt skall utlösas när ett sådant närståendeförhållande etableras utan samband med förvärv av aktier. Detta krav ställer inte heller LUA, vilket framgår av 3 kap. 2 § punkt 2 e contrario. I övriga fall av etablering av närståendeförhållanden utlöses dock budplikt oavsett om etableringen sker i samband med ett aktieförvärv eller inte.²⁷

2.2.2 Budpliktens upphörande

Enligt LUA 3 kap. 6 § har den som uppnått budpliktsgränsen en möjlighet att inom fyra veckor från förvärvet avyttra den del av sina aktier som överstiger 30 procent av röstetalet i bolaget för att undkomma budplikt. Innehavet når därmed inte heller upp till budpliktsgränsen om någon närstående till aktieägaren avyttrat sina aktier. Enligt förarbetena anses även det fall att ett närståendeförhållande upplöses, exempelvis genom att ett moderbolag säljer sina aktier i dotterföretaget så att ett koncernförhållande inte längre föreligger, omfattas av reglerna.²⁸

Vidare kan den budpliktsskyldige påkalla tvångsinlösen av resterande aktier inom denna tid, enligt ABL 22 kap. eller försäkringsrörelselagen (1982:713) 14 a kap, vilket även medför att budplikten bortfaller. Om begäran om inlösen av någon anledning skulle återkallas, avvisas eller ogillas blir budplikten ändock gällande. Regeln avser att förhindra kringgåenden av budpliktsreglerna.²⁹ Vidare gäller inte budplikt om kontrollaktieägaren, någon annan eller bolaget inom samma tid, det vill säga fyra veckor, vidtar någon annan åtgärd som medför att aktieinnehavet inte längre representerar 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Om kontrollägaren på något av ovanstående sätt undkommer budplikten skall detta offentliggöras omedelbart enligt LUA 3 kap. 6 § 3 stycket. Förhandsbesked om huruvida budplikt föreligger eller inte kan lämnas av AMN, enligt LUA 7 kap. 4 §, efter ansökan från den som har berättigat intresse i saken.

²⁶ Prop. 2005/06:140, s 58.

²⁷ Prop. 2005/06:140, s 59.

²⁸ Prop. 2005/06:140, s 106.

²⁹ Prop. 2005/06:140, s 106.

2.2.3 Budpliktens motiv och konsekvenser

Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) bygger på majoritetsprincipen vilket innebär att den eller de ägare som kontrollerar flest röster på ett bolags bolagsstämma bestämmer i de beslut som där tas. Denna princip motiveras av att ett bolag skall ges en beslutskraftig och effektiv förvaltning.³⁰ Den svenska aktiemarknaden kännetecknas av ett starkt koncentrerat ägande, och det är bara ett fåtal noterade bolag som saknar dominerande ägare. Förhållandet mellan majoritets- och minoritetsaktieägare är därmed en viktig fråga inom den svenska bolagsrätten.³¹ Det är även vanligt med så kallade majoritetskonstellationer, vilket innebär att stora aktieägare går ihop och kan fatta beslut som i vissa fall inte är i bolagets intresse och därmed kan skada övriga aktieägare, det vill säga minoriteten. Aktiebolagsrätten anses traditionellt innefatta såväl en kontrollrätt som en avkastningsrätt för aktieägare.³² Vid vinstutdelning kan emellertid bolagsstämman, i praktiken majoriteten, besluta att inte ge någon vinstutdelning med legitimt syfte eller helt enkelt i avsikt att svälta ut minoriteten. Förekommer det därutöver en hembudsklausul i bolagsordningen blir det ännu mer problematiskt. Minoriteten kan då hamna i en situation där de inte tjänar på sina aktier och där syftet med utsvältningsförsöken från majoritetens sida kan komma att uppfyllas, det vill säga att minoriteten mer eller mindre tvingas att sälja sina aktier till majoriteten och till ett för majoriteten passande pris.³³ För att förhindra detta finns det bestämmelser som fungerar som säkerhetsventiler för minoriteten, det vill säga regler som ger dem ett begränsat skydd mot förtryck från majoriteten. Exempel på sådana regler är likhetsprincipen/likabudsprincipen, generalklausuler, insynsregler och klandertalan.³⁴

Även motiven bakom införandet av budplikt är att skydda minoritetsaktieägarna i ett målbolag, se takeoverdirektivets art 5.1. Ett kontrollövertagande av ett bolag kan nämligen medföra förhållanden där bolagets inriktning ändras på ett sätt som inte övriga aktieägare önskar.³⁵ Minoriteten kan nämligen, i motsats till förvärvaren, inte påverka de beslut som tas i bolaget. Till följd av budplikten ges övriga aktieägare en möjlighet att lämna bolaget, *the exit strategy*, genom att överlåta sina aktier till förvärvaren för ett skäligt pris.³⁶

Utifrån en aktiesäljares synpunkt kan dock budplikt medföra att ett kontrollblock av aktier i ett bolag blir svårsålt. Ett uppköp torde dessutom endast genomföras om förvärvaren

³⁰ Bergström och Samuelsson, *Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner*, s 56.

³¹ Bergström och Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s 143.

³² Bergström och Samuelsson, *Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner*, s 56.

³³ Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s 249.

³⁴ Sandström, *Svensk aktiebolagsrätt*, s 194-195.

³⁵ Kågerman, *Värdepappersmarknadens regelsystem - Lagreglering, självreglering och etik*, s 237.

³⁶ Kraakman, m.fl., *The Anatomy of Corporate Law*, s 178.

tror att kontrollövertagandet är värt det för aktierna betalade priset. En försäljning av aktierna kommer dock endast ske om förvärvaren är villig att betala mer än vad säljaren anser att aktierna är värda. Följaktligen måste förvärvaren anta att dennes kontrollövertagande kan medföra mer värde än tidigare ägarförhållanden.³⁷ Om inte säljaren finner en köpare som är villig att lägga ett bud på samtliga aktier kan säljaren av kontrollblocket bli förhindrad att sälja. Detta faktum bidrar till att större innehav av aktier blir mindre likvida och kan behövas delas upp i ett antal mindre poster. I längden kan detta medföra att stora kontrollblock av aktier gradvis försvinner och med dem viktiga övervakningsfunktioner över bolagets styrelse och övrig ledning. Budplikten kan med andra ord leda till att makten över ett bolag överförs från aktieägarna till en bolagsledning utan eget aktieinnehav. En sådan förändring av maktbalansen i ett bolag riskerar i sin tur att minska skyddet för aktieägarnas intressen eftersom makten hamnar hos styrelsen och ledningen vilka inte bär någon direkt kostnad av att ägarintresset åsidosätts.³⁸

2.3 Erbjudandehandling

Ett offentligt uppköpserbjudande till målbolagets aktieägare skall lämnas i form av en erbjudandehandling som åläggs budgivaren att upprätta och vilken sedan skall godkännas av FI, se LUA 2 kap. 3 §. Bestämmelser om innehållet i en erbjudandehandling finns i LHF. Vidare innehåller lagen regler om FI:s handläggning och om budgivarens skyldighet att offentliggöra erbjudandehandlingen. Vad avser erbjudanden till följd av budplikt skall innehavaren, enligt LUA 2 kap. 2-3 §§, omedelbart offentliggöra hur stort hans eller hennes innehav i bolaget är när denne uppnått gränsen för budplikt. Inom fyra veckor därefter skall budgivaren lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i målbolaget.

2.4 Vederlag och skäligt pris

I artikel 5.5 stadgas att en budgivare får erbjuda vederlag i form av värdepapper, så kallat utbyteserbjudande, eller kontanter eller en kombination av dessa. Om vederlaget inte består av likvida värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad, skall vederlaget emellertid alltid innehålla ett kontantalternativ.³⁹

³⁷ Hansen, *The Mandatory Bid Rule - The Rise to Prominence of a Misconception*, s 175.

³⁸ Bergström och Rydqvist, *Marknaden för företagskontroll*, s 112.

³⁹ Prop. 2005/06:140, s 57.

Det pris som erbjuds aktieägarna i ett offentligt erbjudande till följd av budplikt skall, som ovan nämnt, vara *skäligt*. Ett skäligt pris innebär, enligt takeoverdirektivets artikel 5.4, det högsta pris som budgivaren eller personer i samförstånd med denne har betalat för samma värdepapper under en viss period. Denna period skall fastställas av medlemsstaterna. Enligt förarbetena till LUA skall frågan om skäligt pris vid en budpliktssituation, till skillnad från frågan om budpliktens uppkomst, inte regleras genom lagstiftning utan genom näringslivets självreglering.⁴⁰

2.5 Övervakning, sanktion och överklagan

I LUA 7 kap. finns bestämmelser om FI:s tillsyn. FI övervakar bland annat att bestämmelserna i 2-5 kap. följs. Enligt 7 kap. 10 § kan FI efter regeringens bemyndigande överlåta vissa förvaltningsuppgifter till ett privaträttsligt organ. FI har således delegerat de uppgifter som kan delegeras enligt 7 kap. 10 § till AMN, se Finansinspektionens föreskrift (FFFS) 2006:4.

Enligt LUA 7 kap. 6 § har FI befogenhet att besluta om förelägganden att göra rättelse i olika avseenden. Första stycket ger FI möjlighet att förelägga den som inte verkställer sin budplikt att genomföra budplikten enligt lagens bestämmelser, minska sitt aktieinnehav så att budplikten upphör eller lösa upp vissa typer av närstående förhållanden. Ett föreläggande enligt paragrafen får förenas med vite, enligt fjärde stycket. Vitet skall bestämmas så att innehavaren kan förväntas fullgöra sina åligganden. Om så inte sker, har FI möjlighet att utfärda ett nytt föreläggande med ett högre vite.⁴¹

FI har, enligt LUA 7 kap. 7 §, möjlighet att besluta att en budgivare som inte åtar sig att följa marknadsplatsens regelverk eller inte fullgör sin budplikt, skall mista sin rätt att vid en bolagsstämma företräda de aktier som han eller hon innehar eller senare förvärvar i målbolaget. Om det finns särskilda skäl, till exempel att maktförhållandena skulle förändras i sådan omfattning att andra aktieägares rätt blir lidande får FI begära att tingsrätten förordnar en lämplig person att företräda aktierna. Ett sådant särskilt skäl för ett förordnande kan vara att bolaget av rättsliga eller ekonomiska orsaker skyndsamt måste fatta ett för bolaget viktigt beslut. I ett sådant fall skulle det kunna leda till orimliga konsekvenser om beslutet skulle

⁴⁰ Prop. 2005/06:140, s 60.

⁴¹ Prop. 2005/06:140, s 119.

kunna fattas av en aktieägare eller en grupp av aktieägare som under normala förhållanden befinner sig i minoritet i bolaget.⁴²

I LUA 8 kap. 1 § finns regler om hur beslut av sådana organ som avses i 7 kap. 10 §, till exempel AMN, överklagas hos FI. Överklagan skall vara skriftlig och får göras av den som beslutet angår och om det har gått honom eller henne emot. I vilken utsträckning annan än sökanden kan överklaga organets beslut får bedömas från fall till fall. Överklaganderätt för annan än sökanden kan enligt förarbetena främst bli aktuellt när det gäller frågor om budplikt och försvarsåtgärder, men någon automatisk överklaganderätt för annan än sökanden föreligger dock inte. Normalt torde till exempel ett negativt förhandsbesked eller en avslagen dispensansökan inte kunna angripas av annan än sökanden.⁴³ Beslut av FI överklagas i sin tur hos allmän förvaltningsdomstol enligt LUA 8 kap. 3 §.

2.6 Reflektion

2.6.1 Tre tiondelar som kontrollerande andel av bolaget

Som framkommit ovan är det upp till varje medlemsstat att ange hur stor röstandel som skall anses medföra ett kontrollerande innehav och således utlösa budplikt för aktieägare i bolag med säte i det landet. Gränserna för när budplikten aktualiseras varierar således mellan olika medlemsstater. Att denna fråga är upp till medlemsstaterna själva att avgöra anser jag ökar rättsosäkerheten för de aktieägare som handlar med aktier utanför den egna medlemsstaten. Troligtvis är dessa aktieägare, i de flesta fall, så pass insatta i marknadens regler att det i praktiken inte skapar några större problem. Emellertid kan effektiviteten på den gemensamma marknaden inom EG komma att minska när reglerna inte är enhetliga.

Att Sverige har valt tre tiondelar av samtliga aktiers totala röstandel ansåg jag kunna ifrågasättas vid en första anblick. Min reaktion var att det hade varit mer logiskt att sätta gränsen för skyldigheten att lämna ett bud avseende resterande aktier i bolaget på över 50 procent av röstandelarna istället för dagens 30 procent. Detta kan motiveras av att det är först vid ett aktieinnehav på över 50 procent som en aktieägare får en faktisk kontroll och helt kan sätta sig över resterande aktieägare vid fattande av beslut med enkelt majoritet, vilket är det lägsta majoritetskrav som uppställs vid vissa enklare beslut på en bolagsstämma. Att sätta gränsen vid 30 procent har bland annat av AktieTorget ansetts vara alltför strängt mot den

⁴² Prop. 2005/06:140, s 119-120.

⁴³ Prop. 2005/06:140, s 125.

budpliktsskyldige, i vilket jag till viss del själv instämmer. Trots budpliktens betungande börda för budgivaren anser jag dock att gränsen skall förbli 30 procent då detta tidigare har gällt inom den svenska regleringen sedan år 2003, närmare bestämt i NBK:s upphävda regelverk om offentliga uppköpserbjudanden som innan ändringen år 2003 stadgade en gräns på 40 procent. Vidare har gränsen 30 procent ett brett stöd bland marknadens aktörer och den ligger i linje med vad som gäller i flera andra länder.⁴⁴

Något som utöver ovannämnda skäl talar för att budplikten inte skall aktualiseras lika tidigt är, enligt min uppfattning, att en begränsning av budplikten i det långa loppet kan ha negativ inverkan på aktiespararnas benägenhet att placera i riskkapital. Att begränsa budplikten så att de stora aktieägarna allt senare skulle bli budpliktsskyldiga skulle på den svenska aktiemarknaden troligtvis i slutändan bidra till en minskning av placering av kapital i aktier eftersom allt fler investerare då skulle riskera att bli inlåsta i det aktuella bolaget. Budpliktens syfte är att skydda minoritetsaktieägare och det syftet uppfylls inte genom en hög gräns för budpliktens inträde. För att syftet med budplikten skall uppnås anser jag sammanfattningsvis att gränsen bör förbli 30 procent och att den då dessutom är anpassad till vad som gäller i många andra länder bidrar till en något mer rättssäker värdepappersmarknad.

Att budplikt ur en kontrollägares perspektiv kan anses väldigt betungande förvånar knappast någon med tanke på de kostnader, arbete och tid som måste läggas ner bland annat på kontakt med myndigheter, offentliggörande av förvärv och upprättande av erbjudandehandling samt eventuellt köp av de aktier vars ägare accepterar erbjudandet. För en aktieägare blir bördan inte heller enklare eftersom det inte endast är det faktiska ägandet av aktier utan även det indirekta ägandet genom närstående som skall beaktas vid avgörandet huruvida budplikt uppkommer. Jag anser dock att det är positivt att även närstående, med vissa ovannämnda begränsningar, innefattas vid beräkningen av ett kontrollerande aktieinnehav. Detta medför att det blir svårare för aktieägarna att kringgå reglerna om budplikt, vilket i sin tur skyddar minoritetsaktieägare från att bli inlåsta i bolag de saknar möjlighet att ha inflytande över.

2.6.2 Budpliktens principer och konsekvenser

De flesta av de svenska aktiebolagen har, som ovan framkommit, en eller flera stora ägare med dominerande ställning i bolaget. Tillsammans med ABL öppnas en möjlighet för dessa

⁴⁴ Prop. 2005/06:140, s 58.

ägare, mer bestämt de som innehar över 50 procent av rösteandelarna i bolaget, att på egen hand utse bolagets styrelse. Styrelsen i sin tur utser den verkställande direktören. Detta medför i praktiken att det i många bolag finns en eller flera majoritetsaktieägare med ett dominerande och långtgående inflytande över bolagets ledning och därmed även dess förvaltning. Härigenom blir olika typer av minoritetskydd centrala, bland annat budplikten.

I svensk aktiebolagsrätt verkar det föreligga en presumtion för att de flesta kontrollövertaganden har en negativ effekt för minoritetsaktieägare och att de därigenom behöver lagstadgat skydd vid ett uppköp. Minoriteten anses genom budplikten vara skyddade från själva kontrollövertagandet eftersom de därigenom får en möjlighet att lämna bolaget, det vill säga att sälja sina aktier. Detta tyder enligt min mening på att en förändring i kontrollen över ett bolag ses av lagstiftaren som skadligt för minoriteten. Dock krävs det ingen form av konkret skada utan denna består i det rena övertagandet av kontrollen. Enligt min mening är risken för att minoriteten hamnar i en situation som varit svår att förutse, att de deras aktier blir svårsålda samt att de i vissa fall kanske har gjort sina investeringar baserade på förtroendet för den tidigare kontrollägaren som gör att ett kontrollövertagande kan anses vara skadligt. Trots att en minoritetsaktieägare inte har något inflytande över hur bolaget styrs kan dock ett uppköp vara det enda sättet att få en effektiv ledning att ta över. Ett uppköp kan därmed även gynna minoriteten och göra deras aktier mer värda och efterfrågade på värdepappersmarknaden. Ett kontrollövertagande bör således, enligt min mening, inte alltid presumeras att vara till nackdel för minoritetsaktieägarna.

Budplikten innebär att en aktieinvestor är förhindrad att förvärva mer än 30 procent av röstandelarna i ett bolag om han eller hon inte är villig att lägga ett bud på resterande aktier. En konsekvens av budplikten är därmed att en förvärvare förhindras att successivt köpa små poster från enskilda aktieägare och på det viset uppnå det antalet aktier som denne finner önskvärt. Budplikten tar således bort anonymiteten i handeln på värdepappersmarknaden och gör mindre aktieägare uppmärksammande på ägarförändringar i bolaget. Därmed finns risken för att det skapas ett minskat incitament för en potentiell förvärvare att genomföra ett uppköp. De ökade kostnaderna som budplikten medför kommer troligtvis att påverka dennes beslut då denne skall kunna finansiera både köpet av resterande aktier, ofta till ett inflaterat pris, och genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande. Förvärvaren tvingas genom budplikten att köpa fler aktier än vad som de facto behövs för att förvärva kontroll över bolaget. Detta kan anses medföra ett bortkastande av förvärvarens resurser och kan därmed bidra till att vissa förvärvare avstår från att genomföra ett kontrollövertagande. Min uppfattning är således att

det finns en risk för att de ökade kostnaderna kan komma att medföra en minskning av potentiella uppköpare men även en inlåsning av de kontrollaktieägare som önskar att sälja sina aktier. Därmed reduceras marknaden för kontrollblock, och följaktligen även förekomsten av omstruktureringar på aktiemarknaden, vilket i sin tur kan leda till en minskning av antalet kontrollaktieägare och en ökning av antalet spritt ägda bolag. Dessa konsekvenser tyder enligt min mening på att budplikten behöver sina undantag och att lämnade erbjudanden kan behöva återkallas till exempel när det saknas bristande finansiering och bristande intresse för erbjudandet från övriga stora aktieägare i bolaget. Möjligheten att återkalla ett bud genom att villkora detsamma kan trots allt ge incitament för en större aktieägare att i alla fall försöka genomföra ett offentligt uppköpserbjudande av bolaget.

En kontrollägare kan, som ovan framkommit, undkomma den obligatoriska budplikten på två olika sätt. Först och främst kan budplikt undvikas genom att budgivaren själv, eller hans närstående, inom en viss tidsperiod minskar sitt innehav av aktier i målbolaget. Vidare kan en budgivare under vissa särskilda omständigheter erhålla dispens från budplikt. En budgivare har även, i de fall ett bud redan har lämnats, en möjlighet att återkalla sitt erbjudande under vissa omständigheter. I de två nästkommande kapitlen skall jag redogöra för de olika händelser som kan medföra dispens från budplikt samt de möjligheter en budgivare har att återkalla ett redan lämnat bud.

3 Dispens från budplikt

FI kan, enligt LUA 7 kap. 5 §, lämna dispens från budplikt om det föreligger särskilda skäl. FI:s behörighet att medge undantag har delegerats till AMN, vilken idag fyller en viktig funktion som det organ som prövar frågor om dispens från budplikt.⁴⁵ Möjligheten att erhålla dispens är avsedd för den som står i begrepp att göra ett budpliktigt förvärv. Denne kan vara en aktieägare i bolaget eller en förvärvare som sedan tidigare inte innehar bolagets aktier.⁴⁶

Dispens medför inte att kontrollägaren genom ytterligare förvärv av aktier kan öka sin röstandel i bolaget utan att budplikt uppkommer. I beslutet om dispens kan dock, om det föreligger speciella skäl, föreskrivas att undantaget även omfattar ytterligare förvärv. Det kan till exempel bestämmas att dispensen omfattar ytterligare inflytandemässigt marginella köp av aktier. Ett sådant undantag kan vara motiverat om dispens beviljas en större grupp ägare, till exempel en familj eller en släkt, vilkas enskilda medlemmar bör ha möjlighet att göra mindre justeringar av sina aktieportföljer utan att budplikt utlöses.⁴⁷

Ett dispensbeslut kan förenas med villkor. Ett vanligt villkor är avyttringsvillkoret som innebär att aktieinnehavet inom en viss tid skall minskas för att inte överstiga 30 procent av röstetalet i målbolaget. Dispens kan även villkoras av att ett visst beslut, till exempel en emission, kräver bolagsstämans beslut med kvalificerad majoritet för att få genomföras. Det uppställs då krav på en högre majoritet än vad ABL föreskriver vid emissionsbeslut. Om villkoret inte följs uppkommer budplikt efter utgången av den av AMN fastställda tidsfristen.⁴⁸ Dispens kan dock förlängas efter en beviljad ansökan hos AMN.⁴⁹

3.1 Särskilda skäl

Frågan om dispens skall i varje enskilt fall prövas med utgångspunkt i syftet med reglerna om budplikt, det vill säga att möjliggöra för aktieägare att på ett visst sätt lämna bolaget när någon genom sitt aktieinnehav tagit kontroll över bolaget.⁵⁰ AMN har således att genom en helhetsbedömning pröva om ett dispensbeslut ligger i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse kan anses väga tyngre än den möjlighet för aktieägare att lämna bolaget som

⁴⁵

⁴⁶ Prop. 2005/06:140, s 118.

⁴⁷ Prop. 2005/06:140, s 118.

⁴⁸ Prop. 2005/06:140, s 117.

⁴⁹ Se bland annat AMN 2005:12 och 2006:47.

⁵⁰ Prop. 2005/06:140, s 117.

budplikten innebär. För att dispens skall medges måste det föreligga omständigheter som kan anses utgöra särskilda skäl i det enskilda fallet.

Särskilda skäl för dispens torde, enligt förarbetena till LUA, normalt föreligga när innehavet av aktierna uppkommit genom förvärv där aktieägaren inte har medverkat aktivt, till exempel genom arv eller gåva, eller om innehavet uppstått genom att aktieägaren utnyttjat sin företrädesrätt vid en nyemission. Liknande möjlighet till dispens kan bli aktuellt vid ett innehav som uppkommit till följd av en emission av aktier som antingen utgör vederlag vid köp av bolag eller annan egendom eller utgör ett led i rekonstruktionen av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter.⁵¹

Särskilda skäl för dispens kan också göras gällande då något kontrollägarskifte de facto inte kan sägas ha skett, trots att bolaget har fått en ny ägare med 30 procent eller mer av röstetalet. Så kan exempelvis vara fallet vid omstruktureringar inom en koncern eller annan företagsgrupp och vid generationsskiftesåtgärder på ägarsidan.

Enligt förarbetena kan det även finnas förutsättningar att ge dispens till en aktieägare som når över budpliktsgränsen men som på grund av en föreskrift i bolagsordningen ändå inte kan utöva kontroll.⁵² Denna omständighet har varit uppe för diskussion i AMN 2004:38 och 2004:44 men har ännu inte i något fall legat till grund för någon beviljad dispens. Dispens kan vidare beviljas då budpliktsgränsen nås genom förvärv av aktier som är föremål för olika typer av överlåtelsebegränsningar eller då det bland övriga aktieägare finns aktier som omfattas av sådana begränsningar, till exempel hembudsskyldighet. Dispens kan då medges helt och hållet eller endast avseende skyldigheten att lämna erbjudande rörande de aktier som omfattas av överlåtelsebegränsningen.⁵³

Nedan följer en utförligare redogörelse för de olika omständigheter som kan medföra dispens från budplikt och som har behandlats av AMN.

3.1.1 Emission vid rekonstruktion

Som ovan nämnt har i förarbetena till LUA 3 kap. anförts att undantag till budplikt kan ges då innehavet uppkommit till följd av en emission av aktier som utgjort ett erforderligt led i rekonstruktionen av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter. Rättsfallspraxis rörande vilka krav som skall ställas på emissionen eller hur allvarlig den ekonomiska krisen

⁵¹ Prop. 2005/06:140, s 117.

⁵² Prop. 2005/06:140, s 59 och 117.

⁵³ Prop. 2005/06:140, s 117.

skall vara finns dock inte. AMN har i dessa fall att genom en helhetsbedömning pröva om dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse kan anses väga tyngre än den möjlighet för aktieägare att lämna bolaget som budplikten innebär.⁵⁴ Vid en sådan prövning kan bland annat beaktas i vilken utsträckning emissionen stöds eller vid en bolagsstämma förutsätter stöd av aktieägarna.⁵⁵

Nämnden har AMN 2004:25 vidareutvecklat sitt uttalande om vad som kan motivera undantag och uttryckt att rätt till dispens föreligger om bolaget är i behov av ytterligare kapital för sin löpande verksamhet, det inte finns någon annan aktieägare i bolaget (än den eventuellt blivande budgivaren) som både är villig och har förmåga att tillskjuta mer kapital än sin pro-rata andel och det inte finns några externa investerare som har visat sig vara intresserade att delta i en nyemission. I fallet skulle en aktieägares bristande möjlighet att medverka i bolagets nyemission, på grund av utlösandet av budplikt, medföra allvarliga finansiella svårigheter för bolaget. Nämnden noterade också att aktieägaren redan vid uttalandet ägde aktier representerande nästan 25 procent av rösterna och därmed redan var största ägare i bolaget. Sammantaget medförde dessa omständigheter att dispens beviljades.

AMN har medgett dispens i alla utom ett av de inkomna dispensansökningarna baserade på emissioner vid rekonstruktionsförfaranden.⁵⁶ Undantag var uttalandet AMN 2002:30 där det förelåg andra omständigheter som hindrade nämnden att medge dispens. Investeraren nekades dispens från budplikt då denne till följd av emissionen skulle komma att uppnå mer än 90 procent av rösterna i bolaget och därutöver genom förvärv av konvertibler kunde öka sitt innehav ytterligare cirka 7 procentenheter efter konvertering. Nämnden fann i uttalandet att tvångsinlösen inte kunde anses utgöra ett lämpligt substitut till ett offentligt erbjudande, då det senare ofta tillhandahåller mer information till aktieägarna än de förra och medgav således inte dispens.⁵⁷ Frågan kom dock att omprövas i AMN 2002:31 där företaget beviljades dispens eftersom bolaget annorledes riskerade att gå i konkurs. I uttalandet AMN 2002:29, vilket var ett liknande fall, medgavs emellertid dispens trots att investeraren förvärvat 85 procent. Dock förenades dispensen med villkoret att andelen, inom viss tid, skulle nedbringas till en lägre nivå.

⁵⁴ AMN 2007:02.

⁵⁵ Prop. 2005/06:140, s 117.

⁵⁶ AMN 2000:10, 2000:12, 2001:6, 2001:9, 2001:30, 2002:15, 2002:22, 2002:29, 2002:30, 2002:31, 2003:11, 2003:16, 2003:28, 2003:33, 2004:10, 2004:12, 2004:14, 2004:25, 2004:27, 2005:6, 2005:14, 2005:42, 2005:43, 2005:44, 2006:8 och 2006:41.

⁵⁷ AMN 2002:30.

3.1.2 Emissionsgarantier

Bolag kan vid aktieemissioner använda sig av så kallade garantier som köper upp resterande aktier i det fall en emission inte fulltecknas. Denna möjlighet för bolaget underlättar dess framtida planering och långsiktiga finansiella trygghet då en emissionsgaranti medför att en emission kan fullföljas även då övriga aktieägare inte visat något intresse av att teckna aktier.⁵⁸ Vid infriandet av en emissionsgaranti kan gränsen för budplikt komma att överskridas för garanten genom att denne förvärvar mer än 30 procent av aktierna i bolaget. AMN har i ett flertal fall beviljat dispens vid garantiåtaganden från en aktieägares sida att teckna aktier som inte tecknas av någon annan i ett bolag med ekonomiska svårigheter.⁵⁹

För att dispens skall medges vid budplikt som uppkommit i samband med en emissionsgaranti krävs det inte att bolaget befinner sig i akut ekonomisk svårighet eftersom dispens även medgivits för bolag i behov av endast framtida kapitalanskaffning.⁶⁰ I båda fallen förenas dock dispensen med villkor om att bolaget skall informera aktieägarna om garantin och att den skall godkännas av aktieägare representerande två tredjedelar av avgivna röster och på stämman företrädda aktier där garanten även uteslöts från omröstningen.⁶¹

I de fall en emissionsgaranti har medfört att förvärvaren erhållit höga röstandelar har dispensen, i flertalet fall, förenats med villkoret att denne skall nedbringa sin andel till en viss nivå inom en av nämnden fastställd tid. Tiden varierar beroende på omständigheterna i det enskilda fallet.⁶²

3.1.3 Apportemission vid förvärv

Då ett aktieinnehav på över 30 procent av röstetalet i ett bolag uppnås genom deltagande i en emission av aktier som utgör vederlag vid köp av bolag eller annan egendom, det vill säga genom en apportemission, föreligger i regel förutsättningar för att erhålla dispens från budplikt.⁶³ Även i denna situation har i hittills gjorda uttalanden krävts att bolaget befinner sig i ekonomiska svårigheter. Dispensen syftar i dessa fall till att underlätta för ett bolag att

⁵⁸ AMN 2005:30.

⁵⁹ AMN 2000:10, 2000:12, 2000:18, 2001:9, 2002:15, 2002:22, 2003:4, 2003:5, 2003:11, 2003:28, 2004:12, 2004:14, 2004:27, 2004:33, 2004:35, 2004:37, 2005:06, 2005:8, 2005:30, 2005:42, 2005:44, 2005:50, 2006:8, 2006:37, 2006:43 och 2006:58.

⁶⁰ Se till exempel AMN 2003:4 och 2005:30.

⁶¹ Se till exempel AMN 2004:35, 2004:37 och 2006:37. I till exempel AMN 2006:8 fick garanten delta i omröstningen.

⁶² Se till exempel AMN 2003:4 (20 månader), 2004:12 (2 år) och 2006:43 (6 mån).

⁶³ AMN 1999:23, 2001:6, 2001:30, 2001:31, 2002:12, 2002:28, 2002:29, 2003:16, 2003:22, 2003:25, 2004:20, 2004:25, 2004:28, 2004:42, 2005:09, 2005:20, 2005:27, 2005:29, 2005:31, 2005:35, 2005:41, 2006:3, 2006:9, 2006:13, 2006:16, 2006:17, 2006:49, 2007:2 och 2007:3.

genomföra de förvärv som krävs för bolagets fortsatta verksamhet. Vid denna typ av omständighet förenas dispensen, liksom vid övriga omständigheter som kan medföra dispens, ofta med villkoret att röstandelen skall nedbringas till under 30 procent av samtliga aktier i bolaget inom en av nämnden angiven tidsperiod. AMN har i de två senaste uttalandena, 2007:02 och 2007:03, uppställt tidsfristen 18 månader respektive 24 månader. I de fall där investeraren ansökt om dispens under en viss tidsperiod beslutar AMN alltid att ge motsvarande.⁶⁴ I övriga fall fastställs tiden utifrån omständigheterna i det enskilda fallet.⁶⁵

Villkoret att emissionen skall godkännas av bolagsstämman med två tredjedelars majoritet har i vissa fall uppställts av nämnden som alternativ till avyttringsvillkoret.⁶⁶ I fallet AMN 2006:13 och 2006:17 förenades avyttringsvillkoret med villkoret att aktieägarna i kallelsen till bolagsstämman endast skulle informeras om hur stor kapital- respektive röstandel som investeraren med närstående skulle kunna komma att få vid ett genomförande av emissionen. Något krav på röstning förelåg således inte.

I vissa av nämndens uttalanden rörande budplikt i samband med emissioner lämnas inga villkor till dispensbeslutet.⁶⁷ AMN 2003:22 är ett exempel där nämnden medgav dispens utan villkor. Fallet rörde ett partiellt samgående mellan Boliden AB och Outokumpu Oyj (finskt aktiebolag) där Outokumpu Oyj skulle förvärva från 0 procent till 49 procent av aktierna i Boliden. Anledningen till att villkor inte uppställdes anser jag vara avhängigt det faktum att det i framställningen till nämnden bland annat åberopades att aktieägarna i Boliden skulle komma att ges tillfälle att ta ställning till affären och till apportemissionen på bolagsstämman i Boliden, varvid Outokumpu Oyj inte skulle ha något röstinflytande över emissionsbeslutet.

3.1.4 Övriga omständigheter

3.1.4.1 Uteblivet kontrollägarskifte

Som framkommit ovan kan dispens medges då ett förvärv av aktier sker utan att ett kontrollägarskifte de facto förekommit. Denna omständighet har AMN behandlat i ett flertal fall.⁶⁸ Exempel på detta är AMN 2004:36, 2005:24 och 2007:1 där dispens medgavs då aktierna i ett noterat dotterbolag var föremål för en koncernintern överlåtelse och då det därmed i realiteten inte skett något kontrollägarskifte samt AMN 2004:13 och 2006:50 där

⁶⁴ Se till exempel AMN 2003:16, 2005:35, 2006:3 och 2007:3 (24 mån), 2005:41 (18 mån), 2004:20 (12 mån).

⁶⁵ AMN 2004:42 (24 mån) och 2005:27 (18 mån).

⁶⁶ Se till exempel AMN 2005:20, 2005:29 och 2006:16.

⁶⁷ Se till exempel AMN 2003:22, 2003:25 och 2004:25.

⁶⁸ AMN 1999:6, 1999:9, 1999:12, 1999:13, 2003:19, 2003:31, 2003:32, 2004:13, 2004:36, 2005:24, 2006:44, 2006:50, 2007:1 och 2007:8.

aktierna förvärvades av ett bolag från ett annat men där de båda bolagens ägare var samma fysiska person.

Dispens kan även medges för det fall att budplikt uppnås men då det kvarstår ägare i bolaget med större röstandelar än den budpliktige. Detta var fallet i AMN 2006:44 där ett antal stiftelser inom Wallenbergssfären och Investor AB ingick ett samverkansavtal som aktieägare i Scania AB. Följaktligen bildades ett närstående förhållande enligt LUA 3 kap. 5 § 4 punkten vilket resulterade i att budpliktsgränsen passerades. Volkswagen AG förblev dock största aktieägare i bolaget och AMN fann därmed att dispens kunde medges då det var uppenbart att skälen för budplikt inte gör sig gällande när någon ensam eller tillsammans med närstående visserligen uppnått budpliktsgränsen men då det finns en annan aktieägare i bolaget med högre röstetal. Nämnden menade att budplikt syftar till att ge övriga aktieägare en möjlighet att sälja sina aktier i ett aktiemarknadsbolag efter ett kontrollägarskifte och att reglerna därmed inte är avsedda för en situation som i det aktuella fallet.

I de sammanhörande uttalandena AMN 2003:31 och 2003:32 fann nämnden att dispens inte kunde beviljas på den grund att kontrollägarskifte de facto inte skett. Nämnden hävdade att omständigheterna, det vill säga att kontrollägaren ökat sin röstandel genom en emission som inte fulltecknats av aktieägarna, inte ensamt är ett godtagbart skäl för dispens från den budplikt som följer av bestämmelserna. Budplikt utlöses nämligen normalt just i sådana situationer då en kontrollägare ökar sin röstandel. Den omständighet att priset på aktierna motsvarade teckningskursen i emissionen var inte heller tillräcklig för att bevilja dispens. Dock medgav nämnden dispens från budplikt utan särskilda skäl men med villkoret att innehavet skulle nedbringas inom fyra veckor. Denna tidsfrist motsvarar den som idag följer av LUA 3 kap. 6 §, vilken ger förvärvaren möjlighet att nedbringa sitt innehav inom fyra veckor för att undkomma budplikt.

3.1.4.2 Åtgärd vidtagen av bolaget

Dispens från budplikt kan medges om en aktieägare till följd av åtgärder från bolagets sida, till exempel inlösen av aktier, passerar gränsen för budplikt. AMN 2006:58 rörde bolaget Active Biotech AB som avsåg att i förtid återbetala ett utestående konvertibellån, vilket skulle medföra att aktieägarna mer eller mindre tvingades att konvertera sina fordringar till aktier för att undvika en värdeförlust. Det aktieägande bolaget MGA AB, som också innehade konvertibler i bolaget, skulle vid en sådan konvertering uppnå budpliktsgränsen. Nämnden

fann dock att konverteringen stod i så nära samband med en åtgärd från bolagets sida, se LUA 3 kap. 2 § 1 punkten, att förutsättningar för dispens förelåg.

3.1.4.3 *Rekonstruktion utan emission*

Som ovan nämnt kan dispens medges när innehavet uppkommit till följd av en emission av aktier som är ett erforderligt led i rekonstruktionen av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter. AMN har i fallet 2006:4 dock även medgett dispens för det fall då det visserligen inte genomförts någon emission av aktier men då en annan planerad åtgärd ingår som ett erforderligt led i omstruktureringen av ett bolag med ekonomiska svårigheter. Den planerade åtgärden som i detta fall avsågs vara ett led i omstruktureringen av bolaget rörde en avyttring av aktier som en av de större ägarna i ett bolag önskade göra. Avyttringen skulle ske till övriga större ägare för att inte äventyra en pågående finansiell rekonstruktion. De största ägarna skulle därmed öka sitt innehav och överskrida budpliktsgränsen. AMN fann att det ansågs ligga i aktieägarkollektivets intresse att medge dispens för att därigenom säkerställa bolagets framtida verksamhet. Dispens medgavs under villkor att innehavet skulle nedbringas inom en viss tidsperiod.⁶⁹

3.1.4.4 *Företrädesemission som inte fulltecknas*

Vid företrädesemission kan det inträffa att emissionen inte fulltecknas på grund av att samtliga aktieägare inte väljer att utöva sin företrädesrätt. Ett sådant förfarande påverkar kapital- eller röstandelarna i bolaget, vilka således ökar för de aktieägare som deltar i emissionen i förhållande till övriga aktieägares andelar. Detta förhållande kan föra med sig att budplikt uppkommer. AMN fann i fallet 2005:50 att en sådan omständighet under normala förhållanden motiverar dispens och medgav således undantag från budplikten.

3.1.4.5 *Lån av aktie*

Vid återlämnade av aktier som varit utlånade av huvudägaren i ett bolag kan budplikt komma att utlösas. Nämnden har dock funnit att syftet med lånekonstruktionen, om lånet är kortvarigt samt om det rör sig om en mycket begränsad förändring av röstandelen kan utgöra särskilda skäl för dispens från budplikt. AMN 2004:41 rörde en kortvarig utlåning av aktier och en övertilldelningsoption som skulle underlätta ett genomförande av en större emission i bolaget

⁶⁹ Se även AMN 2003:24, 2004:3 och 2004:07.

Boliden AB. Utlåningen skedde till finansiella placerare med syfte att täcka det antal aktier som skulle tecknas av dessa vid en förestående nyemission. Därefter skulle motsvarande antal aktier återlämnas till huvudägaren. Nämnden medgav huvudägaren dispens utan villkor.

3.1.4.6 Gåva

Dispens kan, enligt förarbetena till LUA, medges om aktieinnehavet uppkommit genom ett förvärv vartill aktieägaren ifråga inte aktivt medverkat, till exempel genom arv eller gåva.⁷⁰ Nämnden har i ett fall, AMN 2004:1, medgett dispens för denna omständighet. Uttalandet rörde ett generationsskifte i form av gåva från far till son, vilket nämnden fann hade en mycket begränsad betydelse för övriga aktieägare då familjens samlade aktieinnehav inte förändrades därav.

3.1.4.7 Skatteskäl

Dispens har även medgetts på grund av skattemässiga skäl. I uttalandena AMN 2005:20 och 2005:28 beviljades kontrollägaren undantag från budplikt då denne genom aktiebyte förvärvade röstsvaga B-aktier i utbyte mot röststarka A-aktier. Motivet för transaktionen samt för nämndens medgivande av undantag var att kunna göra förlustavdrag.

3.1.4.8 Vissa bestämmelser i bolagsordningen

Som framgår av förarbetena till LUA kan bestämmelser i ett bolags bolagsordning som begränsar det antal röster varje aktieägare kan avge på en bolagsstämma utgöra ett skäl för dispens. Om en sådan bestämmelse innebär att en aktieägare, oavsett storleken på sitt aktieinnehav, inte kan utöva rösträtt för aktier representerande tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, kan detta motivera dispens från budplikt. Denna omständighet har dock aldrig prövats av nämnden.⁷¹

3.1.4.9 Inga egentliga skäl för dispens

I uttalandet AMN 2005:10⁷² medgav nämnden dispens trots att det inte förelåg några egentliga skäl därför. Nämnden fann bland annat att aktieinnehavet bara delvis uppkommit till

⁷⁰ Prop. 2005/06:140, s 117.

⁷¹ Prop. 2005/06:140, s 117.

⁷² Se även AMN 2003:31 och 2003:32, omnämnda under kap. 4.1.4.1.

följd av en emission av aktier som utgjort vederlag vid köp av bolag, vilket inte gjorde det skälet till dispens tillämpligt. Vidare ansåg nämnden att det emellertid finns ett visst utrymme för dispens från budplikt i sådana fall om det står klart att den budpliktige helt kort efter budpliktens inträde kommer att ha nedbringat sin röstandel under gränsen för budplikt. Emellertid hävdade nämnden att inte heller sådana skäl var uppfyllda eftersom utfallet av de transaktioner som förväntades minska kontrollägarens innehav under budpliktsgränsen framstod som ganska svårbedömda. Beslutet att ändå bevilja dispens, under en månad, motiverades av att den nya kontrollägaren avsåg att minska sitt innehav inom tre månader. Avyttringen skulle ske genom transaktioner som trots allt inte var fastställda, vilket nämnden var väl medveten om vid dispensbeslutet.

3.2 Reflektion

Att bestämmelserna om budplikt föreskriver en möjlighet att erhålla dispens vid särskilda skäl skapar en flexibilitet i regleringen. Budplikt bör kunna undvikas vid omständigheter som motiverar undantag ur både kontrollägarens och minoritetsaktieägarens perspektiv. I min genomgång av AMN:s uttalanden rörande dispens har jag funnit att det, enligt nämndens mening, oftast finns förutsättningar i de inkomna ansökningarna att bevilja undantag. Dispens måste dock anses ligga i aktieägarkollektivets intresse vilket AMN oftast finner att den gör.

Som framkommit i detta kapitel går det inte att klart fastställa var gränserna går för beviljandet av dispens från budplikt. Uttalandena från AMN baseras på omständigheter i det enskilda fallet och nämnden har inte i sina överväganden kommit fram till omständigheter som är konkreta exempel på förhållanden där dispens alltid beviljas. Genom en sammanställning av uttalanden kan dock ges en vägledning för vilka omständigheter som nämnden anser utgöra särskilda skäl för dispens. Här skall redogöras för vad jag kommit fram till i min ovanstående sammanställning av lag, förarbeten och uttalanden från AMN.

3.2.1 Möjligheten att erhålla dispens

AMN är ett organ som består av representativa företrädare för näringslivet. Genom att låta nämnden inneha en behörighet att besluta om dispens tillvaratas nämndens kompetens och en närhet till aktiemarknaden bibehålls för rättskipningen och lagstiftningen.⁷³ I min genomgång av nämndens dispensuttalanden kan jag dock urskilja en viss tendens till att nämnden är

⁷³ SOU 2005:58.

ytterst givmild med att medge undantag. Uttalandet AMN 2005:9 är det enda uttalande rörande dispens där nämnden lämnat kritik. Kritiken rörde dock inte den dispens som beviljades utan lämnades på grund av att ansökan om dispens inkommit först nära ett halvår efter det att budplikt inträtt och först efter det att nämnden hade påtalat förhållandena. Nämnden konstaterade i sitt uttalande att det åligger var och en som agerar i ett aktiemarknadsbolag att känna till och följa gällande föreskrifter på aktiemarknaden, i synnerhet så centrala bestämmelser som budpliktsreglerna. Att det inte föreligger några uttalanden där dispens i slutändan inte medges anser jag är förvånansvärt. Jag tror att detta beror på att de flesta kontrollägare inte ansöker om dispens förrän de är nästan fullkomligt säkra på att erhålla undantaget genom att den uppkomna omständigheten som medfört ett ökat aktieinnehav är sådant att det förutsätts ligga i aktieägarnas intresse att detta sker genom att bolaget anses befinna sig i ekonomiska svårigheter. Uttalandena AMN 2003:31, 2003:32 och 2005:10 visar dessutom att det är helt godtagbart att ibland medge dispens trots avsaknad av särskilda skäl. Detta är enligt min uppfattning oerhört anmärkningsvärt. I AMN 2005:10 medgav nämnden undantag endast på grund av att kontrollägaren avsåg att minska sitt innehav inom tre månader. Här anser jag att frågan om tillvaratagandet av budpliktens syfte blir aktuellt. På vilket sätt kan detta dispensbeslut anses gynna minoriteten? Jag förutsätter att nämnden funnit att minoriteten inte skulle bli lidande i detta fall då innehavet endast var avsett att vara kortvarigt. Detta uttalande visar dock hur lätt det är att erhålla dispens från AMN och hur lätt det således är att i perioder minska skyddet för aktieägarminoriteten. Under denna tremånadersperiod kan kontrollägaren komma att vidta åtgärder i bolaget som kan skada minoriteten utan att först ha gett dem en möjlighet att komma ur bolaget. Var detta verkligen syftet med direktivet och LUA:s förarbeten? Särskilda skäl skall trots allt föreligga enligt lag för att dispens skall få medges.

Dispens skall i det enskilda fallet prövas med utgångspunkt i syftet med budpliktsreglerna, det vill säga att möjliggöra för övriga aktieägare att på visst sätt lämna bolaget när någon genom sitt aktieinnehav tagit kontroll över bolaget. Jag tolkar syftet med budpliktsreglerna som att det därmed är viktigt att dispens inte medges för de fall det finns en stor aktieägare som låser in övriga aktieägare i bolaget. I vissa fall föreligger det dock flera större ägare i bolaget, vilket medför att idén om att skydda minoritetsaktieägare inte blir lika central. Skyddet för minoriteten anser jag skall vårdas starkare när det förekommer fall av stora kontrollägare där minoriteten inte har någon möjlighet att påverka maktutövningen. Kontrollägare som kommer upp över 30 procent skall avyttra sitt innehav inom kort eller

lämna övriga aktieägare ett offentligt uppköpserbjudande. Jag anser nämligen att budplikten är viktig och att det vid medgivande av dispens skall fastställas villkor så att det stora aktieinnehavet endast blir tillfälligt. Detta villkor anser jag att nämnden har varit bra på att bifoga flertalet av sina dispensbeslut.

3.2.2 Dispens med villkor

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

Som ovan framkommit är det vanligt, främst vid emissionsgarantier men även vid andra dispensskäl, att dispens medges under villkor med krav på bolagsstämmans godkännande. Huruvida ett godkännande från bolagsstämman kan anses tillfredsställande med hänsyn till skyddet för minoriteten anser jag dock kan ifrågasättas. Budpliktens syfte – att skydda minoriteten – är något som jag helt och hållet inte kan anse vara tillfredsställt i och med ett sådant villkor. Jag tänker då på de fall där villkoret inte förenas med förbud för garanten att rösta i frågan. Får kontrollägaren själv delta i beslutet? Om garanten inte välkomnas att rösta medför detta ett oerhört starkt minoritetsskydd. Det är då endast de som kan komma att skadas av beslutet som deltar i avgörandet huruvida de skall acceptera en inskränkning i sitt lagstadgade skydd. Enligt AMN anses en ägare som innehar 30 procent eller mer av röstetalet i ett bolag typiskt sett ensam kunna uppnå egen majoritet av de avgivna rösterna vid en bolagsstämma och i den meningen kontrollera bolaget.⁷⁴ Min åsikt är att garanten inte skall delta i till exempel ett emissionsbeslut, men därutöver ställer jag mig frågande till om även övriga stora kontrollägare i bolaget bör få rösta. Det är minoriteten som skall skyddas och således endast dem som borde få möjlighet att avgöra om en dispens till budplikt medför en utsatt situation för dem. Dock inser jag att införandet av en sådan regel skulle kunna komma att få ödesdigra konsekvenser för vissa bolag där en emission är nödvändig men vars minoritet motsätter sig en sådan lösning. I och med en emission kan ett företag i många fall

⁷⁴ AMN 2004:38 och 2004:44.

räddas från att gå i konkurs vilket i sin tur kan anses vara i minoritetens intresse och uppväga det minskade skydd som dispens från budplikt medför. Syftet med reglerna om budplikt är att erbjuda övriga aktieägare en möjlighet att lämna bolaget i samband med att en ny ägare uppnår status som kontrollägare. Därmed anser jag, för att syftet med reglerna skall anses tillräckligt tillgodosett, att dispensen skall vara villkorad med att den nye kontrollägaren inte får utöva sin rösträtt men att övriga aktieägare oavsett aktieinnehav skall få delta i beslutet.

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

Som ovan framkommit är AMN även frikostig vad avser den tidsperiod under vilken kontrollägaren har på sig att uppfylla avyttringsvillkoret innan budplikt återinträder. Nämnden medger alltid den tidsperiod som åberopats i den inlämnade ansökan om dispens, vilken i vissa fall utgjort så lång tid som två år.⁷⁵ I de fall ingen önskan om tidsfrist angetts beslutar nämnden vilken tidsperiod som skall gälla utifrån omständigheterna i det enskilda fallet. Att en kontrollägare under så pass lång tid som två år skall kunna låsa in minoriteten i bolaget utan att tvingas att lämna ett bud anser jag vara oskäligt med hänsyn till budpliktens grundprinciper. Enligt min uppfattning bör även ett godkännande av minoriteten på en bolagsstämma krävas för att ett beslut om en så pass lång tidsperiod skall anses tillbörlig.

3.2.3 Dispens vid emission på grund av rekonstruktion

Min sammanställning visar att dispens alltid slutligen beviljas vid emissioner. Detta anser jag kan bero på att investerarna är väl medvetna om att de inom en viss tid måste minska sitt innehav och således i många fall uppger i sina ansökningar till nämnden att innehavet kommer att minskas inom ett visst antal månader. Nämnden efterforskar därmed inte huruvida ekonomiska svårigheter verkligen föreligger eftersom skyddet för minoriteten, det vill säga att

⁷⁵ AMN 2004:12.

ingen kontrollaktieägare över 30 procent blir permanent sådan utan att först lämna ett offentligt uppköpserbjudande, uppkommer ändå inom ett visst antal månader.

Vad gäller dispens vid emission i ett rekonstruktionsförfarande drar jag slutsatsen att det även då är ytterst ovanligt att en investerare nekas dispens från budplikt. Undantag kan dock förekomma för de fall då nämnden på grund av övriga omständigheter finner att minoriteten inte skyddas i tillräckligt hög grad. Det enda undantaget från medgivande av dispens som förekommit hittills i nämndens uttalanden är då investeraren uppnått en röstandel på över 90 procent i bolaget. På andelar strax under 90 procent har dispens dock beviljats under förutsättning att röstandelen nedbringas inom en av nämnden angiven tidsperiod. Jag finner det anmärkningsvärt att dispens inte medgavs vid andelar på över 90 procent men vid andelar på 85 procent.⁷⁶ I uttalandet rörande 85 procent förenades dock beslutet med ett avyttringsvillkor men dispens anser jag borde ha medgivits i så fall även vid 90 procent eftersom minoriteten då har en möjlighet att få sina aktier tvångsinlösta enligt ABL 22 kap. Dispens borde således, enligt min mening, ha medgetts med avyttringsvillkor i båda fallen under förutsättning att åtgärderna var vidtagna på grund av ekonomiska svårigheter.

En anledning till de ofta beviljade dispenserna vid olika typer av emissioner torde enligt min mening vara att AMN inte vill komma att hindra ett bolag med påstådda ekonomiska svårigheter. De motiverar detta med att en emission vid sådana omständigheter ligger i samtliga aktieägares intresse. I många fall är en emission troligtvis den enda utvägen för ett bolag i kris och den investerare som riskerar att uppnå gränsen för budplikt kan vara den enda hjälp bolaget har att tillstå för att inte behöva likvideras. Därmed tror jag att AMN inte ser det som sin uppgift att gå in och styra och ställa allt för mycket i bolagens angelägenheter eftersom de riskerar att motverka en effektiv lösning på ett bolagens ekonomiska problem.

3.2.4 Dispens vid rekonstruktion utan emission och vid emissionsgarantier

Dispens kan, som ovan framkommit, medges även vid åtgärder som ingår som ett erforderligt led i en omstrukturering av ett bolag trots avsaknad av planerad emission. Kravet enligt AMN för att i sådana fall medge dispens är att åtgärden är till för att minska bolagets ekonomiska svårigheter. Hur svåra de ekonomiska problemen skall vara diskuterar aldrig nämnden men på grund av bolagets i ansökan angivna situation anser nämnden att dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse. Detta beslut tyder på dispens medges oavsett vilken typ av

⁷⁶ AMN 2002:29 och 2002:30.

åtgärd som bidragit till uppkomsten av budplikt, så länge åtgärden görs för att lösa bolagens ekonomiska svårigheter. Det svåra blir därmed inte att fastställa om åtgärden faller under kategorin särskilda skäl utan snarare om åtgärden görs på grund av ekonomiska svårigheter. Lite långdraget kan man säga att om det föreligger ekonomiska svårigheter föreligger därmed även särskilda skäl för dispens.

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

3.2.5 Dispens vid uteblivet kontrollägarskifte

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

3.2.6 Sammanfattning

Då dispens i stort sett alltid beviljas ifrågasätter jag hur fast förankrad budplikten egentligen är i svensk rätt. Jag tycker mig kunna se en tendens till att bolagets bästa går före minoritetsaktieägarnas bästa. Är detta en konsekvens av att bolagen och investerarna ser budplikten som besvärande och ickeönskvärt? Eller är AMN:s åsikt att minoritetens bästa alltid är likställd med bolagets bästa? I nämndens uttalanden verkar det snarare som att dispens är god sed på aktiemarknaden istället för den obligatoriska budplikten. För att i

fortsättningen ta hänsyn till budpliktens syfte bör nämnden, enligt min mening, bli hårdare i sina beslut och inte bevilja dispens när särskilda skäl saknas. Vidare är avyttringsvillkor ett bra sätt att tillvarata minoritetens intresse. Villkor med krav på bolagsstämmans godkännande kan även i vissa speciella fall, framförallt vid större förvärv där avyttring inte är lämpligt, också kan vara tillräckligt om den nye kontrollägaren inte får delta i beslutet. Oavsett typen av villkor anser jag att det är viktigt att AMN i alla fall uppställer villkor för dispensbeslutet, för att inte helt bortse från budpliktens grundprinciper. Dispens skall medges för att ge tid åt kontrollägaren att nedbringa antalet aktier under den aktuella dispenstiden eller för att ge denne tid att skaffa tillräckligt kapital för att kunna lämna ett eventuellt uppköpserbjudande. Avvikelse härifrån kan endast i undantagsfall anses gynna minoriteten. Detta undantag är när bolaget utan vidtagande av åtgärd, som i sin tur medför budplikt, förutsätts gå konkurs på grund av svåra ekonomiska problem. Budplikten är ett viktigt minoritetsskydd och skall därför tas hänsyn till enligt lag – undantag skall kräva särskilda skäl, ekonomiska svårigheter och enligt mig alltid förenas med någon typ av villkor.

4 Återkallelse av erbjudande

Ett offentligt uppköpserbjudande får endast, enligt LUA 2 kap. 1 §, lämnas av den som har åtagit sig att följa de regler som fastställs av börsern eller den auktoriserade marknadsplatsen, där bolagets aktier är noterade. Följaktligen måste budgivaren vid en återkallelse av ett redan lämnat erbjudande ta hänsyn till dessa regler, det vill säga de ovan nämnda takeoverreglerna, vilka tillkommer på AMN att tolka, enligt punkt I.2.

Svensk avtalsrätt bygger på principen att en anbudsgivare är bunden av sitt anbud under acceptfristen. Ett offentligt erbjudande riktat till aktieägarna i ett visst bolag är från civilrättslig synpunkt ett anbud.⁷⁷ Även enligt huvudregeln i punkt II.5 första stycket i takeoverreglerna får en budgivare inte återkalla ett lämnat erbjudande. Budgivaren är således bunden under erbjudandets acceptfrist vilket ger aktieägarna i målbolaget motsvarande tid att överväga budet.⁷⁸ Tiden för accept skall, enligt punkt II.6, omfatta minst tre och högst tio veckor samt börja löpa först när erbjudandehandlingen offentliggjorts enligt tillämpliga regler i LHF. Från huvudregeln om att ett erbjudande inte går att återkalla undantas de fall där ett erbjudande är villkorat. I takeoverreglerna punkt II.5 andra stycket får ett bud återkallas för det fall då budgivaren har:

- villkorat erbjudandets fullföljande av att han uppnår en viss anslutning i erbjudandet eller av att bolagsstämman i budgivarbolaget eller målbolaget fattar ett visst beslut i anledning av erbjudandet, och det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kan uppfyllas.
- villkorat erbjudandets fullföljande av att inte någon annan offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget på villkor som för överlåtaren är förmånligare än budgivarens erbjudande och ett sådant erbjudande har offentliggjorts, eller
- uppställt annat villkor för erbjudandes fullföljande och det står klart att detta villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas och detta är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.

Enligt takeoverreglerna punkt II.4 är det inte god sed på aktiemarknaden att villkor utformas så att det inte är möjligt att objektivt fastställa om de uppfyllts eller ej. Således är det till exempel inte godtagbart att villkora ett bud av att målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning. Ett villkor skall vara mer preciserat än så och måste utformas så att det objektivt kan fastställas om villkoret uppfyllts. Huruvida så är fallet får inte vara beroende av

⁷⁷ AMN 2003:29.

⁷⁸ Afrell, m.fl., *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s 239.

budgivarens subjektiva bedömning. Återkallelse av erbjudande, på grund av att ett därtill tillhörande villkor inte är uppfyllt, kräver en noggrann prövning av budgivaren samt en undersökning om budgivaren själv kan se till att villkoret uppfylls. Det bör också vara möjligt för exempelvis en revisor att verifiera att villkoret har eller inte har uppfyllts.⁷⁹

I kommentaren till takeoverreglerna punkt II.5 framgår det att syftet med reglerna är att budgivaren aktivt skall sträva efter att ett bud genomförs. Ett sådant aktivt handlande från budgivarens sida bedöms vara särskilt viktigt om en återkallelse är till nackdel för aktieägarna i målbolaget. Till exempel anses det åligga en budgivare, vars erbjudande är villkorat av vissa myndighetsbeslut, att ge in eller komplettera en ansökan om sådant tillstånd. Aktivt agerande av budgivaren har också fordrats då denne, för erbjudandets genomförande, är beroende av finansiering från tredje man. Budgivaren skall vid fall av återtagande av finansieringslöfte aktivt försöka förhindra att detta sker. Det anses då kunna krävas av budgivaren att denne försöker erhålla finansieringslöften på modifierade villkor eller vidtar någon annan åtgärd för att rädda erbjudandet.⁸⁰ Enligt kommentaren till takeoverreglerna anses det dock inte kunna krävas av en budgivare att denne vidtar åtgärder som annat än marginellt skulle fördyra erbjudandets genomförande. Därmed är budgivaren aldrig skyldig att betala ett högre pris för aktierna och inte heller att köpa aktier på marknaden för att uppfylla ett villkor om viss anslutning i erbjudandet. Enligt AMN anses budgivarens aktiva agerande, att själv undersöka och bidra till att erbjudandet kan genomföras, vara i linje med vad som anses utgöra en allmän lojalitetsprincip i kontraktuella och prekontraktuella förhållanden samt god sed på aktiemarknaden. Vidare anser AMN att ett sådant handlande från budgivarens sida är särskilt viktigt för det fall ett avbrytande av budet skulle vara, eller av allmänheten skulle kunna uppfattas vara, till budgivarens fördel.⁸¹

Nedan skall redogöras för sådana villkor i erbjudanden som har behandlats närmare i kommentaren till takeoverreglerna eller som berörts i uttalanden från AMN.

4.1 Villkorat av viss anslutning i erbjudandet

I samband med det medieuppmärksammade budet mellan budgivaren MAN Aktiengesellschaft (MAN) och aktieägarna i målbolaget Scania AB (Scania) har legitimiteten av en återkallelse av ett bud ifrågasatts. Frågan lämnades till AMN som utkom med ett

⁷⁹ AMN 2000:20.

⁸⁰ AMN 2000:20.

⁸¹ AMN 2000:20.

uttalande, AMN 2007:04, den 26 januari 2007. Erbjudandet var bland annat villkorat med ett så kallat 90 procents-villkor, vilket innebär att ett erbjudande inte behöver genomföras så länge budgivaren inte erhåller minst 90 procent av det totala antalet aktier och röster i målbolaget. AMN fann i övervägandet att ett bud med sådant villkor får återkallas om det anses stå klart att nittioprocentsvillkoret inte kan uppfyllas. I det aktuella fallet hade målbolagets två största aktieägare med ett sammanlagt innehav motsvarande närmare 30 procent av aktierna och mer än 50 procent av rösterna uttryckligen avvisat erbjudandet och på olika sätt offentliggjort sin inställning. Den ena huvudägaren, Investor AB, välkomnade dessutom budgivarens tillkännagivna avsikt att återkalla erbjudandet i ett pressmeddelande.

4.2 Villkorat av att bolagsstämman i budgivarbolaget fattar visst beslut

I fallet AMN 2000:8 fick erbjudandet återkallas efter att huvudaktieägaren, med en andel på 35 procent i budgivarbolaget Columna AB, meddelat att de inte avsåg att rösta för styrelsens förslag på beslut på bolagsstämman. Genom att rösta emot skulle beslutet inte nå erforderlig majoritet och ett villkor i ett av Columna AB lämnat erbjudande till aktieägarna i Drax skulle då inte komma att uppfyllas. AMN fann i uttalandet att det inte stred mot god sed på aktiemarknaden om Columnas styrelse efter meddelandet från huvudägarna återkallade erbjudandet till aktieägarna i Drax under förutsättning att det stod helt klart att huvudägarna skulle komma att rösta mot förslaget och att alla villkor för erbjudandet således inte skulle komma att uppfyllas.

4.3 Villkorat av att målbolaget fattar ett visst beslut

Ett villkor av innebörd att styrelsen i målbolaget inom en viss angiven period offentliggör en rekommendation av erbjudandet uppfyller, som nämnden konstaterade i AMN 2005:33, kravet på objektivitet. Dock är villkoret i sig inte av sådan väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget att en utebliven rekommendation ger budgivaren rätt att återkalla erbjudandet. Vidare fann nämnden att ett sådant villkor därmed inte heller bör uppställas i ett erbjudande, eftersom det då skapas ett fullföljandevillkor i näringslivet som motverkar önskemålet om enkelhet och tydlighet och som därigenom försvårar aktieägarnas möjligheter att bedöma framlagda erbjudanden.

I uttalandet AMN 2005:36 fann nämnden att ett villkor av innebörd att styrelsen i målbolaget på bolagets vägnar vägrar ingå ett samarbetsavtal med budgivaren uppfyller kravet

på objektivitet. Till skillnad från en positiv styrelserekommendation kan dock ett samarbetsavtal vara av sådan väsentlig betydelse för budgivarens möjligheter att fullfölja erbjudandet att återkallelse av erbjudandet får ske. Huruvida en vägran av styrelsen i målbolaget att ingå ett samarbetsavtal är av väsentlig betydelse är beroende av omständigheterna i det enskilda fallet och skall enligt nämnden bedömas om och när en sådan vägran föreligger.

I uttalandet AMN 2006:27 ansåg nämnden det vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att budgivaren genom villkor förbehåller sig rätten att återkalla erbjudandet för den händelse att målbolaget lämnar en utdelning eller genomför någon annan form av värdeöverföring. Dock förutsätter en återkallelse på denna grund, liksom övriga återkallelser, att det inträffade är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Detta kan enligt nämnden först avgöras med kännedom om den genomförda värdeöverföringen.

4.4 Annat villkor för erbjudandets fullföljande

Som ovan framkommit finns det en möjlighet, enligt takeoverreglerna punkt II.5, att återkalla ett lämnat bud för det fall budgivaren uppställt något annat fullföljandevillkor. Detta gäller om det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kommer att kunna uppfyllas. Enligt kommentaren till reglerna är rätten att återkalla dock inte utan undantag. Budgivaren måste nämligen noga överväga om det inträffade motiverar att budet återkallas och den bristande uppfyllelsen måste vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolagets aktier. Vid avgörandet om vad som är av väsentlig betydelse skall hänsyn tas till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Av syftet med bestämmelsen följer att budgivaren alltid aktivt skall sträva efter att genomföra erbjudandet. Ett sådant aktivt handlande från budgivarens sida är särskilt viktigt om en återkallelse av erbjudandet skulle vara till nackdel för målbolagets aktieägare.⁸² Kommentaren framhåller även att det, om villkoret är generellt utformat, skall ställas högre krav på budgivaren att han eller hon kan visa att den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse. En budgivare som är tveksam över huruvida ett villkor kan åberopas för att återkalla ett bud kan vända sig till AMN för förhandsbesked.

⁸² AMN 2006:38.

4.4.1 Villkor om bristande finansiering

Enligt takeoverreglerna punkt II.2 får ett erbjudande endast lämnas efter förberedelser som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. Enligt kommentaren till reglerna innebär detta att budgivaren vid ett helt eller delvis kontant erbjudande skall ha förvärvat sig om att han har finansiella resurser att genomföra erbjudandet. Om budgivaren för genomförandet av erbjudandet är beroende av att utbetalning av ett kreditbelopp eller motsvarande sker skall erbjudandet vara villkorat därav.

Enligt punkt II.3 i takeoverreglerna skall det redan av det offentliga uppköpserbjudandets pressmeddelande framgå hur erbjudandet är finansierat. Om budgivaren är beroende av att en kredit utbetalas har det ansetts vara av stor vikt för målbolagets aktieägare och värdepappersmarknaden att få kännedom om detta samtidigt som erbjudandet tillkännages.⁸³ Det skall därmed framgå i vilken utsträckning budet är finansierat med krediter och huruvida budgivaren är beroende av kreditens utbetalning för genomförande av erbjudandet. Bristande finansiering kan således komma att utgöra ett villkor för erbjudandets fullföljande som legitimerar återkallelse enligt takeoverreglerna punkt II.5. Villkoren för finansieringens utbetalning måste enligt punkt II.4 även dem vara utformade så att det objektivt kan fastställas om villkoren uppfyllts eller ej.

Det fall som var aktuellt i uttalandet AMN 2003:29 rörde ett bud till aktieägarna i Optovent AB som OPC Enterprises Sweden AB (OPC) hade lämnat. OPC:s erbjudande byggde på förutsättningen att finansiering skulle ske genom krediter från Business Land Trading som angavs ha lämnat ett ovillkorat och oåterkalleligt finansieringslöfte för ändamålet. När någon sådan finansiering inte lämnades återkallade OPC budet. Återkallelsen utfördes dock trots avsaknad av villkor i erbjudandet om att detta var beroende av finansieringens erhållande. AMN ansåg i fallet att det gick att anta att OPC inte haft tillräcklig grund för att utgå från att erbjudandet skulle bli finansierat på sätt som angavs i pressmeddelandet avseende budet. Vidare fann nämnden att den kedja av parter som skulle förse OPC med kapital var ovanligt komplicerad och därmed något osäker. Nämnden pekade framförallt på det faktum att Business Land Trading inte är något väletablerat kreditinstitut. AMN fann därmed att OPC antingen borde ha avvaktat med att lämna ett erbjudande till dess att företaget fått kontroll över det kapital som skulle ställas till förfogande för finansieringen eller också gjort budet villkorat av att Business Land Trading fullföljde sitt kreditlöfte. OPC hade således försatt sig i en situation där erbjudandet inte fick återkallas samtidigt som de

⁸³ AMN 2003:29.

saknade möjlighet att fullgöra skyldigheterna enligt budet. AMN fann att ett sådant förfarande är ägnat att urholka förtroendet för värdepappersmarknaden och således är oacceptabelt och inte kan föranleda annat än allvarlig kritik. Kritiken avsåg även bolagets rådgivare.

Enligt AMN 2000:20 är det även tillåtet med ett villkor med innebörd att erbjudandet fullföljs under förutsättning att avtalad finansiering kvarstår vid tidpunkten för affärens genomförande. Erbjudandet i det aktuella fallet var villkorat av att budgivaren erhöll finansiering vilken i sin tur var villkorad av att målbolagets verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkades negativt innan erbjudandet fullföljdes. AMN fann att ett sådant villkor överensstämde med marknadspraxis.

I uttalandet AMN 2003:12 fann nämnden att det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att göra fullföljandet av ett erbjudande beroende av en kredit vars utbetalning i sin tur är beroende av att det inte inträffar någon oförutsedd händelse *som påverkar budgivarens eller målbolagets likviditet eller resultat väsentligt negativt*. Vidare ansåg nämnden att det däremot inte är förenligt med god sed att ge kreditgivaren rätt att vägra utbetalning av krediten med hänvisning till en oförutsedd händelse *som orsakar en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter*. Uttalandet uppfyller de krav, enligt takeoverreglerna punkt II.4, på att ett villkor måste vara utformat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej. De sistnämnda slaget av villkor ansåg nämnden vara så pass allmänt hållet att det i praktiken torde vara mycket svårt för aktieägarna i målbolaget att göra sig en föreställning om villkorets konkreta innebörd. Sådana villkor riskerar att undergräva principen om budgivarens bundenhet vid det lämnade erbjudandet och är därför inte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

4.4.2 Villkor som gör ett erbjudande beroende av ett annat

Villkor som innebär att två erbjudanden, till aktieägarna i två olika målbolag, blir beroende av varandra är enligt nämnden i uttalandet 2006:38 inte utan vidare godtagbart med hänvisning till bestämmelserna i takeoverreglerna punkt II.5. Nämnden fann dock att ett sådant förfarande får anses vara acceptabelt om sammankopplingen grundas på väsentliga kommersiella eller industriella skäl. I fallet förelåg sådana väsentliga skäl på grund av att de två målbolagen tillsammans som bas skulle tillskapa en större och konkurrenskraftigare koncern inom IT-konsultsektorn. Vidare fann nämnden att det inte förelåg några svårigheter

att bedöma om villkoren uppfylldes eller inte och fann således sammanfattningsvis att villkoret var förenligt med takeoverreglerna och med god sed på aktiemarknaden.

4.5 Reflektion

AMN har behandlat cirka femton fall rörande återkallelse av erbjudanden. Det är dock få av dessa uttalanden som bygger på dagens reglering av takeoverreglerna. Detta medför i stort ingen ändring i sak och jag anser mig kunna hävda att utfallet inte hade blivit annorlunda om uttalandena gjorts idag. Som ovan framkommit ser nämligen reglerna om återkallelse av offentliga uppköpserbjudanden i sin helhet liknande ut trots implementeringen av takeoverdirektivet, vilket medför en stor trygghet för värdepappersmarknadens aktörer.

En av de grundläggande principerna inom den allmänna avtalsrätten - att anbud inte får återkallas under acceptfristen - är en huvudregel även avseende uppköpserbjudanden. Som ovan redogjorts för finns det dock undantag även på värdepappersmarknaden till denna regel. Börsernas och de auktoriserade marknadsplatsernas takeoverregler utgår från att budgivaren är bunden av sitt anbud under acceptfristen såtillvida inte villkor uppställts för erbjudandets genomförande vid budets offentliggörande och i erbjudandehandlingen. Som sammanfattning av vad som framkommit under detta kapitel kan fastställas att takeoverreglerna inte innehåller några begränsningar i frågan om vilka slags fullföljandevillkor som kan uppställas, men tillåter inte att sådana villkor utformas på vilket sätt som helst. Ett villkor måste vara utformat så att det objektivt kan fastställas om det har uppfyllts. En återkallelse av erbjudandet på grund av att ett villkor inte är uppfyllt kräver en noggrann prövning av budgivaren samt en undersökning av huruvida budgivaren själv kan påverka att villkoret uppfylls. Det krävs således att villkoret inte har uppfyllts eller kan uppfyllas men även att den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Dessa regler kan vid en första anblick väsentligt anses begränsa budgivarens möjligheter till återkallelse av ett bud men är enligt min mening lätta att anpassa sig till genom att upprätta en välplanerad erbjudandehandling med tydliga fullföljandevillkor.

I jämförelse med övriga typer av uttalanden är frågan om återkallelse relativt sällan förekommande. Min slutsats därav är att det är ovanligt med återkallelse av bud på värdepappersmarknaden. En anledning till detta torde vara att en budgivare som lämnar ett erbjudande är så pass klar med sina avsikter att få igenom erbjudandet att en återkallelse inte kommer ifråga. Att lämna ett erbjudande innebär stora kostnader för en budgivare vilket medför att en återkallelse då endast sker i undantagsfall för att inte budet skall ha utgjort en

onödig kostnad. Är budgivaren starkt beroende av att vissa omständigheter kring uppköpet blir uppfyllda ser han eller hon troligtvis till att noga reglera detta genom att villkora erbjudandet i enlighet med bestämmelserna i takeoverreglerna. Detta i sin tur medför att det inte inkommer nya fall för nämnden att uttala sig om.

Av de uttalanden som rör återkallelse av erbjudanden är det få där nämnden ansett en återkallelse strida mot takeoverreglerna och god sed på aktiemarknaden. Anledningen till detta är, enligt min mening, att det är svårt att uppställa ett villkor som redan från början är emot god sed. Takeoverreglerna ger inte några klara svar på frågan vilken typ av villkor som är godtagbara och vilka som inte är det. Inte heller finns det någon utvecklad praxis från AMN eller från domstol. Vid avgörandet om villkoret medför en rätt att återkalla erbjudandet skall som ovan framkommit hänsyn tas till huruvida omständigheten är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget eller inte. Möjligheten för nämnden att från början vara kritiskt mot villkoret begränsas således av den orsaken att det först är i efterhand som frågan om det föreligger väsentlig betydelse kan avgöras.

Takeoverreglernas bestämmelser rörande när återkallelse av ett bud får ske är enligt min mening tämligen generella och medför att det är upp till AMN att avgöra om ett villkor eller en återkallelse är godtagbar. Nämnden har, vad jag anser, inte gjort några uttalanden rörande återkallelser som kan anses utgöra stora klargöranden gällande regleringen. De hänvisar till regleringen i takeoverreglerna men är ytterst försiktiga i sin tolkning. Ett exempel är AMN 2000:2 där nämnden tydligt markerade att det inte är godtagbart att villkora ett bud av att målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning. Detta ansåg jag vid en första anblick vara ett markant klargörande av nämnden. Dock är det egentligen exakt vad som följer av takeoverreglernas bestämmelser om återkallelse, det vill säga att det rent objektivt måste kunna fastställas huruvida villkoret är uppfyllt. I uttalandet AMN 2003:29 anser jag att nämnden varit kraftfullt i sitt uttalande genom att rikta allvarlig kritik mot en budgivare som återkallat sitt erbjudande på grund av bristande finansiering och trots avsaknad av sådant fullföljandevillkor i erbjudandet. Fallet kan dock inte jämföras med övriga uttalanden kring återkallelse då detta fall är det enda där fullföljandevillkor saknats och där budgivaren således begått ett stort fel mot grundläggande avtalsrättsliga principer. Nämnden fann, som ovan redogjorts för, att finansieringslöftet var ovanligt komplicerat och därmed något osäkert och hävdade att budgivaren antingen borde ha avvaktat med att lämna erbjudandet eller också gjort budet villkorat av att kreditgivaren fullföljde sitt kreditlöfte. Att nämnden tog stort avstånd från ett sådant uppförande av en budgivare medför, enligt min mening, att AMN som

organ lyckas förstärka sin status samt att de bidrar till en förbättring av aktieinvesternas förtroende för värdepappersmarknaden.

4.5.1 Villkor om bristande finansiering

Vad gäller erbjudanden som är villkorade av budgivarens erhållande av finansiering kan det, enligt min mening, inte anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att finansieringen är förenad med så pass långtgående möjligheter för kreditgivaren att dra tillbaka sitt kreditlöfte innan affären genomförs, att det finns en betydande risk för att erbjudandet inte kan fullföljas. Min åsikt är att budgivaren, för att han eller hon överhuvudtaget skall få lämna ett erbjudande, i stort sett skall vara helt och hållet säker på att finansiering kommer att erhållas. Ett offentligt uppköpserbjudande skapar ofta förvirring och spekulationer bland värdepappersmarknadens aktörer vilka tenderar att bli än värre om erbjudandet dessutom är osäkert på grund av svårbedömda villkor. Att begränsa möjligheten att lämna erbjudanden till att finansiering måste vara helt fastställd skulle dock medföra ökade kostnader och i många fall helt omöjliggöra fullföljandet av uppköp som finansieras genom lån. Själv anser jag att man inte kan ställa krav på budgivaren att krediten skall vara helt ovillkorad, men finansieringslöftet skall enligt min mening i stort sett vara helt tillförlitligt för att ett erbjudande skall få lämnas. Det svåra blir i det här fallet att avgöra vilka villkor om finansiering som skall anses acceptabla, vilket enligt min mening torde vara en omöjlighet på grund av villkorens variation.

4.5.2 Sammanfattning

Att fastställa hur ett villkor skall utformas utan att det blir alltför generellt är enligt min uppfattning en omöjlighet. Jag anser att AMN även i fortsättningen skall uttala sig huruvida återkallelser och fullföljandevillkor i erbjudanden är förenliga med god sed på aktiemarknaden samt sträva efter att bygga upp en form av praxis på området. Det viktiga är, och bör förbli, att aktieägarna i målbolaget rent objektivt skall kunna bedöma om villkoren är uppfyllda eller inte. Det är en måttstock som budgivaren skall följa och som jag anser måste fungera tillfredställande för att aktieplacernas förtroende för värdepappersmarknaden skall bibehållas. Att budgivarnas möjlighet att uppställa alltför godtyckliga och komplicerade villkor minskar medför dessutom ett skydd för målbolagets aktieägare, vilket i sin tur innebär att själva syftet med takeoverreglerna uppfylls.

5 Sammanfattande slutsatser och reflektioner

Uppsatsens analys kan sägas ha varit tredelad. Den första delen berörde regleringen av budplikt vid offentliga uppköpserbjudanden innehållande en reflektion främst avseende motiv till och konsekvenser av offentliga uppköpserbjudanden och erbjudandeplikt. Tanken bakom denna del har varit att den skall utgöra grund för de två övriga delarna, dispens från budplikt och återkallelse av erbjudande, vilka i sin tur har syftat till att besvara avhandlingens problemformulering. Detta kapitel utgör en sammanfattning av ovanstående reflektioner och slutsatser samt innehåller till viss del även avslutande reflektioner.

5.1 Offentliga uppköpserbjudanden och budplikt

Då ett offentligt uppköpserbjudande görs på värdepappersmarknaden är det viktigt att dessa utformas och genomförs så att de inte påverkar allmänhetens förtroende för aktiemarknaden i negativ riktning. Jag anser att det är oerhört viktigt att hänsyn tas till likabehandlingsprincipen och likabudsprincipen så att uppköpen inte uppfattas som orättvisa och otillbörliga. Minskar allmänhetens och därigenom aktiespararnas förtroende riskerar även omsättningen på värdepappersmarknaden att minska. Detta sin tur leder till att effektiviteten blir lägre och därigenom försämras marknadens förmåga att fördela kapital och risk. I längden leder följaktligen ett minskat förtroende till att välfärden i samhället minskar eftersom arbeten, affärstillfällen och produktion med mera blir lidande i takt med bolagens avtagande riskkapital.

Likabudsprincipen och likabehandlingsprincipen tillvaratas bland annat genom reglerna om den obligatoriska erbjudandeplikten. Budplikten medför att minoritetsaktieägare vid ett kontrollövertagande får en möjlighet att lämna bolaget under samma villkor som erbjöds övriga aktieägare med större aktieinnehav. Minoriteten får således inte endast chansen att sälja sina aktier utan förvärvaren är även skyldig att erbjuda ett uppköp på samma villkor. Som ovan framkommit finns det både argument för och emot budplikt. Avsikten med budplikten, det vill säga att skydda minoriteten i deras utsatta situation vid ett uppköp, finner jag dock väger tyngre än en sammanvägning av budpliktens negativa konsekvenser.

I avsaknad av regler kring budplikt skulle en köpare utan hinder kunna förvärva de antal röstandelar som precis krävs för att erhålla kontrollen över ett bolag, i vissa fall på bekostnad av minoriteten. Då kostnader för partiella bud är lägre än kostnader för att förvärva samtliga aktier kan det ofta verka betydelselöst för förvärvaren huruvida denna väljer att köpa

minoritetsaktier eller inte. Min uppfattning är dock att det är enklare för en förvärvare att förhandla med en eller ett fåtal aktieägare, vilket är effektivare och mer anonymt, än att förhandla med ett flertal minoritetsaktieägare. Budplikt skyddar här minoriteten genom att ge dem en möjlighet att medverka under samma villkor som säljaren av ett större kontrollblock. Vilket följaktligen ökar minoritetsaktieägarnas förtroende för värdepappersmarknaden.

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

Huruvida ett reducerat antal kontrollövertaganden är eftersträvansvärt eller inte anser jag vara omöjligt att uttala mig om. Frågan om ett uppköp är positivt eller negativt för ett bolag och övriga intressenter kan endast bedömas i efterhand utifrån bolagets potential, ambitionen hos förvärvaren och uppköpets utfall i det enskilda fallet. Det viktiga för lagstiftaren blir här att hitta en rimlig balans genom att å ena sidan ge minoriteten ett effektivt skydd och å andra sidan främja effektivitetshöjande kontrollövertaganden. Hur denna balans skall konstrueras och uppnås är inte enkelt att uttala sig om, men en tydlig reglering gällande dispens från budplikt är en väg att gå.

5.2 Dispens från budplikt

För att få erhålla undantag till den obligatoriska budplikten skall det enligt förarbetena till LUA föreligga omständigheter som kan anses utgöra särskilda skäl för dispens i det enskilda fallet. Nämnden har vid en inkommen ansökan om dispens att genom en helhetsbedömning pröva om undantag ligger i aktieägarkollektivets intresse. Detta intresse skall dessutom anses väga tyngre än rätten för minoritetsaktieägare att sälja sina aktier på samma villkor som övriga aktieägare till förvärvaren av ett kontrollerande aktieinnehav. I Sverige lämnades emellertid, mellan åren 1990–2004, endast tio stycken erbjudanden som uttryckligen var föranledda av budpliktsreglerna, vilket antingen tyder på att aktieförvärvare undviker att

hamna i en budpliktssituation eller att medgivande av dispens från budplikt är vanligt förekommande. I vissa fall är det enligt min mening inte skäligt att uppställa budpliktsskyldighet. Budplikten innebär ökade kostnader för en förvärvare och det är därför av största vikt att undantag kan beviljas för marknads aktörer i de fall där ett förvärv utan budplikt är viktigt för bolagets fortlevnad. Det finns omständigheter som medför att ett bolag måste kunna inskränka på minoritetens rätt för att kunna undvika en konkurs. Genom att ge AMN behörigheten att bevilja dispens skapas en flexibilitet i reglerna om budplikt, vilket även i de flesta fall gynnar minoriteten. Ur ett rättssäkerhetsperspektiv anser jag att de undantag som förenas med villkor är att föredra framför övriga. Genom villkoren beaktas budpliktens syfte likväl som bolaget eller förvärvaren ges en möjlighet att genomföra de åtgärder som förvärvet avsåg att medföra.

Som framkommit ovan nekas dispens i stort sett aldrig i uttalandena från AMN. Jag har inget att invända emot de fall där den beviljade dispensen är baserad på särskilda skäl. Dessa särskilda skäl omnämns i förarbetena till LUA och utgör olika typer av omständigheter som kan medföra undantag till budplikt. Det jag reagerar på är att AMN i tre av fallen medger dispens utan stöd av särskilda skäl. Jag ifrågasätter här huruvida AMN istället för att beakta det reella syftet med budplikten, det vill säga att skydda minoriteten, tar hänsyn till den reella avsikten med aktieförvärvet. Omständigheterna som beviljar dispens skall utgöra särskilda skäl och således vara rimliga och välgrundade. Det är viktigt att AMN, som trots allt är ett privat organ, ställer hårda krav vad gäller frågan om undantag till budplikten för att upprätthålla rättssäkerheten och inte urholka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Jag anser emellertid inte att det är en bra idé att införa en exemplifiering eller uttömmande uppställning i lag avseende de särskilda skäl som kan berättiga dispens. En exemplifiering skulle troligtvis i vissa fall få förvärvare, vid omständigheter som inte uppräknas i exemplifieringen, att inte lämna in dispensansökan och således avstå från förvärv eller göra ett offentligt uppköp som i längden är skadligt för bolaget. Min uppfattning är att flexibiliteten i regelverket härigenom skulle försämrats och snarare bidra till ökad rättsosäkerhet istället för ökad rättssäkerhet. Flexibiliteten behövs för att kunna anpassa regelverket i takt med aktiebolagsrättens ständiga förändring.

5.2.1 Aktiemarknadsnämndens frikostighet

I min sammanställning av AMN:s uttalanden har jag kommit fram till att nämnden i viss mån är frikostig vad gäller beviljande av dispens. Detta vad jag kallar bristande agerande från

nämnden kan på sikt medföra en minskning av aktieplacerarnas respekt för kapitalmarknaden och för lagstiftning inom aktiebolagsrätten i allmänhet. Reglerna kring budplikt syftar enbart till att skydda aktieägarminoriteten och detta skall således speglas i nämndens beslut.

Det är följaktligen viktigt att AMN gör en avvägning mellan behovet av att skydda aktieägarminoriteten och intresset att skapa en slagkraftig kapitalmarknad. Båda dessa sidor är viktiga skyddsintressen på värdepappersmarknaden. Avvägningen behövs göras för att budplikten skall uppfylla sitt syfte men för att den samtidigt inte i allt för stor omfattning skall förhindra bildandet av en stark marknad för investerare. Enligt min mening kan detta uppnås genom att nämnden kräver att en kontrollförvärvare uppfyller de i förarbetena nämnda särskilda skälen för att medge denne dispens från budplikt. AMN bör således enligt min mening ta mer hänsyn till minoritetsskyddet än vad som görs idag. Detta underbyggs av EU-direktiv, lag och förarbeten. Beviljad dispens skall således kräva särskilda skäl, ekonomiska svårigheter och enligt mig alltid förenas med någon typ av villkor.

5.3 Återkallelse av erbjudande

AMN har i ett femtontal fall uttalat sig om återkallelse av ett redan lämnat offentligt uppköpserbjudande. Min sammanställning av dessa uttalanden samt av börsernas och marknadsplatsernas takeoverregler visar att återkallelse endast får ske om erbjudandet är villkorat redan vid det erbjudandets pressmeddelande samt i erbjudandehandlingen. Villkoret måste dessutom uppfylla vissa fastställda kriterier. Villkor som kan medföra att AMN tillåter återkallelser av erbjudanden skall vara utformade så att de objektivt kan fastställas om de har uppfyllts eller ej. Villkoret får inte vara så pass allmänt hållet att det i praktiken blir svårt för aktieägarna i ett målbolag att göra sig en föreställning om villkorets konkreta innebörd. Ett allmänt hållet villkor motverkar önskemålet om enkelhet och tydlighet på värdepappersmarknaden eftersom det försvårar aktieägarnas möjligheter att bedöma framlagda bud. För att återkallelse skall få ske måste ett uppfyllt villkor dessutom vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Hänsyn skall då tas till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Budgivaren måste således aktivt sträva efter att genomföra ett lämnat erbjudande.

Det är enligt min mening mycket svårt att utifrån nämndens uttalanden fastställa hur ett villkor skall utformas utan att det riskerar att bli allt för generellt. Jag anser att AMN även i fortsättningen skall uttala sig huruvida återkallelser och fullföljandevillkor i erbjudanden är förenliga med god sed på aktiemarknaden samt sträva efter att bygga upp en form av praxis på

området. Det viktiga är, och bör förbli, att aktieägarna i målbolaget rent objektivt skall kunna bedöma om villkoren är uppfyllda eller inte. Det är en måttstock som budgivaren skall följa och som jag anser måste fungera tillfredställande för att aktieplacernas förtroende för värdepappersmarknaden skall bibehållas. Att budgivarnas möjlighet att uppställa allt för godtyckliga och komplicerade villkor minskar medför dessutom ett skydd för målbolagets aktieägare, vilket i sin tur innebär att själva syftet med takeoverreglerna uppfylls.

5.4 Lagstiftning kontra självreglering

Samtliga medlemsstater inom EU har numera genom takeoverdirektivet en tämligen likriktad reglering av offentliga uppköpserbjudanden och budplikt. Min egen uppfattning är att lagstiftningen om budplikt är en nödvändighet eftersom det numera finns ett stort antal privata placerare på börsen. Lagstiftning skapar rättssäkerhet och är viktig för att dispensbeslut inte skall medföra att minoritetsaktieägarna utnyttjas eller missgynnas. Återkallelse av ett redan lämnat erbjudande regleras emellertid enbart i näringslivets självreglering. Det är inte min avsikt att påskina att NBK:s reglering, de nuvarande takeoverreglerna, inte fungerar tillfredsställande. Min uppfattning är att det är positivt att det har införts en gemensam reglering inom EU av bestämmelserna på flertalet områden avseende offentliga uppköp på värdepappersmarknaden. Jag anser nämligen att det finns fördelar med lagreglering som inte går att finna i självreglering. En sådan fördel är främst den ovan nämnda rättssäkerheten. Det finns i lagstiftningen, förhoppningsvis, inga egenintressen eller särintressen som styr regleringen. Det är även rättssäkert ur den aspekten att lagstiftningen har föregåtts av ett omfattande utredningsarbete och att den tillämpas av myndigheter vars regeltillämpning går att överklaga. En stor fördel med självreglering är dock att den är mer flexibel än lagstiftning. Där lagstiftning kan ha svårt att anpassas till de stora förändringar som sker varje år på värdepappersmarknaden kan självreglering ta vid. En annan fördel med självreglering är att den utformas av personer som är experter på de frågor som reglerna rör och kommer till genom att intresse- eller branschorganisationer utformar regler för att förbättra marknadens funktion. Självt tycker jag att självregleringen, som alltid varit betydelsefull i Sverige, skall finnas kvar och ta över där lagstiftningen inte räcker till. Reglerna kring budplikt är ett bra exempel på där lagen uppställer en stark skyldighet för en förvärvare men inte specificerar tillvägagångssätt och undantag. Här fyller självreglering en viktig funktion och genom exempelvis AMN:s uttalanden har rättsosäkerheten, som i detta fall lagstiftningen bidragit till, minskats i alla fall i viss mån. Rättsosäkerhet kan dock inte göras gällande vid självreglering

eftersom dessa regler inte är bindande i formell mening. Detta innebär att en viss osäkerhet i reglernas tillämpningsområde kan accepteras och några formella sanktioner följer inte av en missbedömning av reglernas tillämpning.

Sammanfattningsvis anser jag att aktieägarminoriteten i ett bolag behöver ett effektivt skydd. Det är viktigt att vi har en effektiv värdepappersmarknad med många potentiella placerare med bibehållet förtroende för så väl marknaden, bolagsledningar och kontrollägare. Å andra sidan är det viktigt att marknaden för kontroll över bolag är effektiv och produktivitetshöjande. Det krävs därmed, enligt min mening, lagstiftning och effektivare självreglering för att upprätthålla en balans avseende intressekonflikterna mellan kontrollägare och minoriteten. Budplikten, samt implementeringen av takeoverdirektivet i övrigt i svensk lagstiftning, är således en harmonisering på den europeiska gemensamma marknaden som jag helt och fullt stödjer. AMN:s uttalanden visar dock en tydlig utveckling mot att bolagets bästa går före aktieägarminoritetens bästa. Syftet med reglerna tillgodoses därmed inte. Skulle konsekvenserna av den nya lagstiftningen och självregleringen, med möjligheten till återkallelse av redan lämnat erbjudande, visa sig slå för hårt mot värdepappersmarknaden och näringslivet bör en revidering av reglerna ske. Placering av kapital i aktier är dock, enligt min mening, i grunden ren spekulering och riskerna med valet av placering och valet att lämna ett offentligt uppköpserbjudande är således något varje aktieägare får ta med i sin beräkning.

Författad av *Annelie Andersson*
 E-post: annelie_andersson@telia.com
 Mobil: 0739-074750

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

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

Betänkanden

Statens offentliga utredningar

SOU 2005:58. *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*

EU-rättsakter

Direktiv

Direktiv 2004/25/EG. *Om uppköpserbjudanden*

Litteratur

Afrell, Lars, Klahr, Håkan & Samuelsson, Per, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 1998

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

Bergström, Clas & Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Göteborg, 2001

Bergström, Claes och Samuelsson, Per, *Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner*, Intressekonflikter och finansiella marknader, nr 4 i skriftserien, Stockholm Centre for Commercial Law, Iustus Förlag AB, Västerås, 2006

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

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

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

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, andra upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2007

Skog, Rolf, *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, Juristförlaget, Stockholm, 1995

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

Tidskriftsartiklar

Hansen, Jesper Lau, *The Mandatory Bid Rule - The Rise to Prominence of a Misconception*, Scandinavian Studies in Law, Vol. 45, 2003

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1999:6	AMN 2003:29	AMN 2005:30
AMN 1999:7	AMN 2003:31	AMN 2005:31
AMN 1999:9	AMN 2003:32	AMN 2005:33
AMN 1999:12	AMN 2003:33	AMN 2005:35
AMN 1999:13	AMN 2004:1	AMN 2005:36
AMN 1999:19	AMN 2004:3	AMN 2005:41
AMN 1999:23	AMN 2004:7	AMN 2005:42
AMN 2000:8	AMN 2004:10	AMN 2005:43
AMN 2000:10	AMN 2004:12	AMN 2005:44
AMN 2000:12	AMN 2004:13	AMN 2005:50
AMN 2000:14	AMN 2004:14	AMN 2006:3
AMN 2000:18	AMN 2004:20	AMN 2006:4
AMN 2000:20	AMN 2004:25	AMN 2006:8
AMN 2001:6	AMN 2004:27	AMN 2006:9
AMN 2001:9	AMN 2004:28	AMN 2006:13
AMN 2001:30	AMN 2004:33	AMN 2006:15
AMN 2001:31	AMN 2004:35	AMN 2006:16
AMN 2002:12	AMN 2004:36	AMN 2006:17
AMN 2002:15	AMN 2004:37	AMN 2006:27
AMN 2002:22	AMN 2004:38	AMN 2006:37
AMN 2002:28	AMN 2004:41	AMN 2006:38
AMN 2002:29	AMN 2004:42	AMN 2006:41
AMN 2002:30	AMN 2004:44	AMN 2006:43
AMN 2002:31	AMN 2005:6	AMN 2006:44
AMN 2003:4	AMN 2005:8	AMN 2006:47
AMN 2003:5	AMN 2005:09	AMN 2006:49
AMN 2003:11	AMN 2005:10	AMN 2006:50
AMN 2003:12	AMN 2005:12	AMN 2006:58
AMN 2003:16	AMN 2005:14	AMN 2007:1
AMN 2003:19	AMN 2005:20	AMN 2007:2
AMN 2003:22	AMN 2005:24	AMN 2007:3
AMN 2003:24	AMN 2005:27	AMN 2007:4
AMN 2003:25	AMN 2005:28	AMN 2007:8
AMN 2003:28	AMN 2005:29	

Övrigt

Självreglering

AktieTorgets villkor för anslutning

FI:s föreskrift FFFS 2006:4

Nordic Growth Markets noteringsavtal

Näringslivets Börskommitté, *Regler om offentliga uppköpserbjudanden*

Stockholmsbörsens noteringsavtal

The Panel on Takeovers and Mergers, *The City Code on Takeovers and Mergers*

Internet

Näringslivets Börskommitté

www.naringslivetsborskommitte.se