



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Juridiska institutionen, vt 2007

Tillämpade studier, 20 p

Handledare: Rolf Dotevall

Författare: Henrik Landén

Sammanfattning

Den här uppsatsen behandlar likabehandlingsprincipen vid offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden. Principen är en av de mest centrala när ett köp genomförs genom ett offentligt bud och kan aktualiseras i såväl det erbjudande bolaget som det bolaget som är tänkt att förvärfvas. De som kan lida skada i nämnda bolag är främst minoriteten i dessa sammanhang. I det förvärvande bolaget kan denna ägargrupp lida skada genom att majoriteten i eget intresse genomför strukturförändringar i ägandet genom att åsidosätta företrädesrätten för befintliga aktieägare. Ett köp kan nämligen genomföras genom att en apportemission utgör åtminstone en del av vederlaget till aktieägarna i målbolaget. Gränsen för vad som skall anses tillåtet i nämnda förfarande tar sin utgångspunkt i den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen och närmare bestämt den s.k. generalklausulen om att ingen aktieägare eller annan otillbörligen får gynnas på bekostnad av bolaget eller annan aktieägare.

Vad beträffar principens tillämplighet avseende aktieägarna i målbolaget har denna kommit att regleras genom en börsrättslig likabehandlingsprincip som närmare bestämt återfinns i marknadsplatsernas regler, de s.k. Takeover-reglerna. Dessa bestämmelser är inte lagstiftade utan är avtalsrättsligt bindande för det bolag som lämnar ett offentligt bud. Ett offentligt uppköpserbudande får nämligen endast lämnas av den som gentemot den börs eller marknadsplats som aktierna är noterade på har åtagit sig att följa dess regler avseende sådana erbjudanden samt underkasta sig de sanktioner som då kan aktualiseras vid eventuell överträdelse. Därmed torde betydelsen av att principen ej är lagstiftad vara obetydlig.

Den främsta skillnaden mellan den börsrättsliga likabehandlingsprincipen och den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är att de tar sikte på olika aktieägare. Den aktiebolagsrättsliga principen, är en intern princip och reglerar det obligationsrättsliga förhållandet mellan aktiebolaget och dess aktieägare. Aktieägare i målbolaget, som visserligen är presumtiva aktieägare i det erbjudande bolaget i samband med ett erbjudande av aktier genom en apportemission, kan således inte räkna med att bli likabehandlade i samband med en budsituation på grundval av ABL. Dessa ägare skyddas istället genom den börsrättsliga likabehandlingsprincipen som får betraktas som en extern princip.

Den börsrättsliga principens utgångspunkt är att alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika vid ett offentligt uppköpserbudande. Takeover-reglerna innehåller dock ett flertal undantag och Aktiemarknadsnämnden, som har till uppgift att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, har även kommit att utvidga möjligheten till avvikelser från nämnda grundsats. Ju större skillnaden är mellan olika värdepapper desto större är chansen för en förvärfvare att erbjuda olika villkor till ägarna. Vad beträffar värdepapper av lika slag har olikabehandling främst kommit ifråga då det erbjudande bolaget önskat utesluta mindre aktieägare med hänvisning till tungt vägande praktiska skäl där nämndens inställning varit generös såvida en acceptabel motivering till frånsteg framlagts. Vidare har utländska aktieägare av aktier av samma slag kunnat uteslutas om tidsödande och kostsamma omständigheter förelegat. Nämnden har även här beviljat avsteg från principen såframt utelämnandet inte skett slentrianmässigt utan har kunnat motiveras utifrån omständigheterna i det enskilda fallet.

Ytterligare möjligheter till olikabehandling är möjligt då aktierna inte haft identiska villkor. Detta har främst kommit att handla om differentieringen i vederlag mellan A- respektive B-

aktier, där en prisdifferens om ca 12 procent enligt nämnden ansetts acceptabel såvida godtagbara skäl kunnat presenteras. Även andra finansiella instrument har enligt Takeover-reglerna och nämnden kunnat bli sämre behandlade än aktierna såvida villkoren fortfarande är skäliga.

För att aktieägare i målbolaget skall anses likvärdigt behandlade krävs också att villkoren i ett offentligt erbjudande måste anpassas till villkoren avseende andra aktieförvärv som köparen gör före, under eller efter budets offentliggörande, om dessa förvärv skett på förmånligare villkor. TO-regler och ”praxis” från nämnden har också därför kommit att reglera sådana köp. Tidsperioden då en sådan skyldighet föreligger påbörjas sex månader innan själva erbjudandet till dess att nio månader passerat efter att vederlaget enligt det offentliga budet börjat erläggas. Av särskilt intresse under denna period är köp som kan tänkas genomföras av s.k. närstående till budgivaren, t.ex. bolag inom samma koncern. Förvärv av aktier i målbolaget av närstående utanför själva budet anses nämligen vara gjorda av budgivaren med följderna att budet måste anpassas därefter såvida villkoren i detta sidoförvärv är mer förmånliga.

Av grundläggande betydelse vid bedömningen av eventuella frånsteg från principen är vid tolkningen av god sed att aktörernas förtroende för aktiemarknaden inte skall äventyras. Undantagen präglas av en pragmatisk och ändamålsenlig tolkning där upprätthållandet av god sed på aktiemarknaden således är av central betydelse.

Innehållsförteckning

FÖRKORTNINGAR	6
1. INLEDNING.....	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 SYFTE.....	7
1.3 AVGRÄNSNINGAR.....	7
1.4 MATERIAL OCH METOD.....	8
1.5 DISPOSITION.....	9
2. FÖRVÄRV AV AKTIER	10
2.1 ALLMÄNT	10
2.2 FÖRVÄRV GENOM OFFENTLIGT UPPKÖPSEBJUDANDE	10
3. SVENSK REGLERING AV OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN PÅ AKTIEMARKNADEN 12	
3.1 ALLMÄNT	12
3.2 LAGEN OM OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN PÅ AKTIEMARKNADEN	12
3.2.1 <i>Bakgrund</i>	12
3.2.2 <i>Allmänt om budgivarens skyldigheter</i>	14
3.2.3 <i>Budgivarens budplikt</i>	14
3.3 TAKEOVER-REGLERNA	16
3.3.1 <i>Allmänt</i>	16
3.3.2 <i>Reglerna</i>	16
3.3.3 <i>Närståendebegreppet</i>	16
3.3.4 <i>Allmänna bestämmelser i avdelning II</i>	17
3.3.5 <i>Sanktionssystemet</i>	17
4. AKTIEMARKNADSNÄMNDEN.....	20
4.1 ALLMÄNT	20
4.2 DELEGERAT ANSVAR.....	20
4.3 AKTIEMARKNADSNÄMNDENS VERKSAMHET	20
5. LIKABEHANDLINGSPRINCIPER I SVENSK RÄTT.....	23
5.1 ALLMÄNT	23
5.2 LIKABEHANDLINGSPRINCIPEN I ABL	23
5.2.1 <i>Allmänt</i>	23
5.2.2 <i>Likhetsprincipen</i>	24
5.2.3 <i>Generalklausulen</i>	25
5.2.4 <i>Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulen</i>	26
5.2.5 <i>Aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen i samband med offentliga uppköpserbjudanden</i>	27
5.3 DEN BÖRSRÄTTSLIGA LIKABEHANDLINGSPRINCIPEN.....	31
5.3.1 <i>Allmänt</i>	31
5.3.2 <i>Argument för och emot en likabehandlingsprincip</i>	32
6. BÖRSRÄTTSLIGA LIKABEHANDLINGSPRINCIPENS UNDANTAG.....	34
6.1 ALLMÄNT	34
6.2 VÄRDEPAPPER MED IDENTISKA VILLKOR	34
6.2.1 <i>Vederlag i annan form vid särskilda skäl enligt II.8</i>	34
6.2.2 <i>Undantagsmöjlighet enligt TO-regel I.1 om tidsödande och kostsamma omständigheter föreligger</i> . 37	
6.3 VÄRDEPAPPER MED ICKE IDENTISKA VILLKOR	39
6.3.1 <i>Allmänt</i>	39
6.3.2 <i>Aktier med icke identiska villkor</i>	39
6.3.3 <i>Andra finansiella instrument</i>	43
6.3.4 <i>Försumbart värde</i>	44
6.4 FÖRVÄRV UTANFÖR DET OFFENTLIGA ERBJUDANDET.....	45
6.4.1 <i>Allmänt</i>	45
6.4.2 <i>Förvärv före erbjudandet</i>	45
6.4.3 <i>Förvärv under erbjudandet</i>	47
6.4.4 <i>Förvärv efter erbjudandet</i>	50

6.5 PARTIELLA ERBJUDANDEN	52
7. SAMMANFATTANDE SLUTSATSER.....	54
7.1 FÖRHÅLLET MELLAN AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA OCH BÖRSRÄTTSLIGA LIKABEHANDLINGSPRINCIPEN ..	54
7.2 AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA PRINCIPENS STÄLLNING VID OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	54
7.3. BÖRSRÄTTSLIGA LIKABEHANDLINGSPRINCIPENS STÄLLNING VID OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	55
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING.....	58

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
FAR	Föreningen auktoriserade revisorer
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LU	Lagutskottet
LUA	Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets börskommitté
NBK/ OE	Näringslivets börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv
NJA	Nytt juridiskt arkiv
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk juristtidning
TfR	Tidsskrift for Rettsvitenskap
TO	Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, ”Takeover-reglerna”

1. Inledning

1.1 Bakgrund

I modern associationsrätt har makten i bolag vilat på en majoritetsprincip där den som har flest andelar också har makten att bestämma. Detta är följden av en detaljerad intresseavvägning mellan majoritet och minoritet i ett bolag. Om majoriteten hade absolut beslutanderätt skulle det förmodligen innebära att ingen skulle vilja satsa kapital i bolaget, vilket i förlängningen skulle skada näringslivet som helhet. Gavs å andra sidan minoriteten för långtgående rättigheter skulle det kunna göra bolaget utan handlingskraft och i förlängningen att ingen vill satsa kapital i eller på bolaget då heller. Därav är det i ABL statuerat att alla aktier har lika rätt i bolaget.¹ Utöver nämnda likabehandlingsprincip i aktiebolagsrätten har ett rättvisekrav som influerats av sagda princip, men som sträcker sig avsevärt längre än att bara låta principen låta styra beslutsfattandet i det enskilda aktiebolaget, skapats. I samband med aktieförvärv genom ett offentligt uppköpserbjudande har kravet på likabehandling nämligen ansetts vara särskilt viktigt att upprätthålla med avsikten att den premie som erläggs utöver det värdet aktien tingar på aktiemarknaden, även ska komma minoritetsägarna till del. En premie som annars med största sannolikhet skulle tillfalla enbart kontrollaktieägaren, vilket alltså således skulle utgöra en prisdifferentiering mellan olika aktieägare. Denna ojämna fördelning har kommit att anses utgöra en allvarlig orättvisa, varför en princip om likabehandling vid förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden ansetts nödvändig.² Denna s.k. börsrättsliga likabehandlingsprincip gäller innehavare av aktier och andra finansiella instrument i målbolaget. Uppsatsen tar främst fokus på denna likabehandlingsprincip som har kommit att växa sig starkare i svensk rätt med tiden. Till följd av denna framväxt har emellertid behovet av undantag av bland annat praktisk natur också utvecklats. Därav blir presentationen av principen också till stor del en orientering bland undantagen en logisk konsekvens.

1.2 Syfte

Avsikten med uppsatsen är att klargöra rättsläget avseende likabehandling av aktieägare i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Därför är det relevant att studera förhållandet mellan den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen och motsvarigheten som vuxit fram inom börsrätten. För att detta skall vara möjligt sker en relativt omfattande presentation av först och främst regelsystemet inom börsrätten som består av såväl lagstiftning som självreglering. Men även de aktuella aktiebolagsrättsliga reglerna måste för en meningsfull jämförelse presenteras. För en väl fungerande aktiemarknad har en strikt tillämplig av principen emellertid inte ansetts ändamålsenlig. Syftet är därför också att redogöra för och analysera de undantag som skapats för att ge skydd åt olika aktieägarkategorier och andra finansiella instrument, såsom teckningsoptioner.

1.3 Avgränsningar

Vid takeover-erbjudanden kan flera aktiebolagsrättsliga regler komma att aktualiseras. Exempelvis kan reglerna om inlösen av minoritetsaktier, de s.k. tvångsinlösenreglerna, bli aktuella när en aktieägare direkt eller indirekt uppnår ett innehav om minst 90 % av aktierna.

¹ ABL 4:1

² Bergström, Clas, Högfeldt, Peter och Samuelsson, Per, Om kravet på likabehandling av aktieägare, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1-2/94, s. 117 ff.

Såväl majoritetsägaren som minoritetsaktieägarna har då rätt att påkalla inlösen av resterande aktier.³ Reglerna i ABL kommer dock inte behandlas i sin helhet, utan det är främst likabehandlingsprinciperna i ABL som är av intresse, då dessa kan komma ifråga i samband med offentliga uppköp.

När likabehandling diskuteras kan även andra associationsrättsliga frågor uppkomma angående t.ex. beslutsfattande kring samt utformningen av det offentliga budet. Den här typen av s.k. bolagsstyrningsfrågor kommer dock inte att beröras mer än där de är av särskilt intresse. Likaså kommer, förvisso intressanta, frågor utifrån avtalsrättsliga aspekter ej heller behandlas.

Likabehandlingsprincipen kommer till uttryck på två konkreta sätt inom börsrätten. För det första finns regler om budplikt som innebär att den som förvärvar mer än 30 % av aktierna i målbolaget måste lämna ett bud på resterande aktierna. För det andra krävs att budgivaren erbjuder alla aktieägare i målbolaget samma vederlag.⁴ De uppmärksammade reglerna om budplikt kommer endast i korthet att presenteras. Reglerna är av intresse för frågeställningen, men kan av utrymmesskäl inte behandlas i den omfattning området förtjänar.

Att genomföra ett offentligt uppköpserbjudande tar inte sällan lång tid och sker i flera steg.⁵ Denna uppsats kommer endast att fokusera på själva budet och dess legalitet. Undersökningar inför ett bud, offentliggörande av bud, utarbetande av prospekt etc. kommer därför att utelämnas. Vidare innefattar ett offentligt erbjudande en omfattande informationsplikt, bl.a. i form av nämnda prospekt. Då denna inte specifikt aktualiserar en problematik ur ett likabehandlingsperspektiv kommer sådana skyldigheter inte att behandlas.

I samband med ett offentligt uppköp uppkommer även ett flertal skyldigheter för målbolaget och dess ledning. Denna uppsats syftar dock främst till att behandla de skyldigheter som uppstår för förvärvaren. Problematiken kring försvarsåtgärder som kan komma ifråga kommer att lämnas därhän också.

1.4 Material och Metod

För en heltäckande och tillfredsställande presentation på området kommer en bred snarare än djup studie ske av litteratur, då principen inom börsrätten behandlats relativt sparsamt. Likabehandlingsprincipen är inte heller lagstadgad, utan självreglerad, varför offentligt material i form av främst förarbeten inte ger tillräcklig vägledning. Då det sedan 1 juli 2006 återfinns en Lag om offentliga uppköpserbjudande kommer dock den lagen och dess förarbeten utgöra kompletterande underlag utöver doktrin vid presentation av reglerna i allmänhet på området. Djupstudien avseende principen om likabehandling sker emellertid istället främst genom analys av Aktiemarknadsnämndens uttalanden som berör principen i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Vad avser aktiebolagsrättens relevanta regler är behandlingen i doktrin omfattande.

³ ABL 22:1

⁴ Afrell, Lars, Klahr, Håkan och Samuelsson, Per, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2:a uppl., Stockholm, 1998 s. 257 f.

⁵ För en översiktlig och praktisk förståelse för hur företagsförvärv går till se Orrbeck, Martin, Företagsförvärv i praktiken, Lund, 2006.

1.5 Disposition

Uppsatsen inleds med ett avsnitt som beskriver de olika tillvägagångssätt som står till buds för den som vill förvärva aktier i ett bolag som är marknadsnoterat. Därefter inriktar sig arbetet uteslutande på den metod som innebär att ett offentligt bud riktas till, i regel, samtliga aktieägare. Det sker därför en allmän presentation av de regler som kommer ifråga i samband med sådana bud. Att agera i god sed på aktiemarknaden är ledord i denna process och tolkningen av god sed sker i stor utsträckning av AMN som därmed kräver en presentation. Därefter övergår arbetet till att behandla själva kärnan, likabehandlingsprincipen. I kapitel 5 sker en allmän presentation, vari principen också i de efterföljande underavsnitten behandlas ur såväl aktiebolagsrättsligt som börsrättsligt perspektiv. Då undantagen från börsrättsliga principen om likabehandling är av stor betydelse för denna framställning har avsnittet ifråga fått en egen huvudrubrik. Efter presentationen av den börsrättsliga principen om likabehandling presenteras således i kapitel 6 de praktiskt viktiga undantagen. Arbetet avslutas med avslutande synpunkter och reflektioner.

2. Förvärv av aktier

2.1 Allmänt

”Aktiemarknadens uppgift är att överföra kontrollen över aktiebolag vilkas aktier handlas på marknaden till den eller de aktörer som värderar bolagets resurser högst och därmed, typiskt sett, kan förväntas använda resurserna på mest effektiva sätt.”⁶

Aktier i aktiemarknadsbolag kan i princip förvärvas på tre olika sätt. För det första kan ett förvärv ske genom förhandling mellan två parter, dvs. en privat uppgörelse. Det andra tillvägagångssättet är att handla aktierna på börsen via en mäklare som genomför den order som säljare och köpare önskar genom att ”matcha” dessa. Det är numera relativt vanligt att värdepappersinstitutet, där mäklarna är aktörer, har ett internt system där institutets kunders köp- och säljorder i första hand sammanförs.⁷ Fördelen med den sistnämnda metoden är att säljaren och köparen kan agera anonymt. Men vad båda tillvägagångssätten beträffar inträder de s.k. flaggningsreglerna, vilket innebär en skyldighet att offentliggöra större förändringar som sker i innehavet. Syftet med skyldigheten att offentliggöra sitt ändrade innehav i vissa fall är att tillgodose aktiemarknadens behov av information om vem som utövar inflytande över ett noterat bolag.⁸ Flaggningsreglerna är för tillfället i svensk rätt reglerade på två sätt, dels i LHF och dels i NBK:s regler. Vad beträffar lagen är den bindande för ”den som har förvärvat eller överlåtit aktier i ett svenskt bolag”⁹(min kursivering). Således åvilar det såväl bolag som privatpersoner att offentliggöra sin innehavsförändring. NBK:s regler är däremot endast bindande i den bemärkelsen att sanktioner kan bli aktuella för de bolag som är knutna till ett noteringsavtal, som i sin tur antagit NBK:s regler som avtalsinnehåll.^{10 11} Vad som skiljer de olika regleringarna åt är bl.a. tidpunkten för när anmälan skall ske, till vem den ska ske samt, och kanske mest väsentligt, vid vilka innehavsgränser som flaggning skall ske. Ytterligare en skillnad är att NBK:s regler avser andra finansiella instrument som är att jämföras med aktier medan LHF endast avser aktier.¹² Emellertid kommer Sverige inom kort med största sannolikhet att införa nya regler till följd av det s.k. Öppenhetsdirektivet, vilket i praktiken innebär att flaggningen i grova drag bl.a. måste ske snabbare och oftare i förhållande till LHF.¹³ Emellertid är NBK:s krav fortfarande aktuella då de i vissa avseenden är strängare än direktivet. Hädanefter kommer reglerna om flaggning dock inte att behandlas.

2.2 Förvärv genom offentligt uppköpserbjudande

Det tredje alternativet att anskaffa aktier i ett aktiemarknadsbolag är genom ett offentligt uppköpserbjudande. Det är också detta sätt att förvärva aktier som är relevant i denna uppsats. Ett sådant förfarande innebär att köparen erbjuder som huvudregel samtliga, undantagsvis vissa, aktieägare i ett aktiemarknadsbolag att på generella och lika villkor överlåta sina aktier till köparen. Vad beträffar möjligheten att endast rikta erbjudandet till vissa aktieägare, s.k.

⁶ Skog, Rolf, Takeover-direktivet – en historia utan slut?, Nordisk tidsskrift för selskabsret, 2001:4, s. 407-416.

⁷ Afrell, m.fl. (1998) s. 79

⁸ Kågerman (2001), s. 213

⁹ LHF 4:1

¹⁰ Se t.ex. Stockholmsbörsens noteringsavtals bilaga 2 som ålägger bolag att även följa NBK:s regler.

¹¹ Avtalsbundenhet av detta slag behandlas mer utförligt i avsnitt 3.3.5, beträffande sanktionssystemet.

¹² För mer utförlig presentation se t.ex. Kågerman (2001) s. 212 ff.

¹³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004, s.k. Öppenhetsdirektivet.

Direktivets påverkan inom svensk rätt framgår av Prop. 2006/07:65 och Finansinspektionens promemoria, Krav på offentliggörande och rapportering av obligatorisk information enligt Öppenhetsdirektivet, daterat 2006-11-22.

partiellt erbjudande, är begränsat av TO-regel II.13, vilket behandlas i avsnitt 6.5. Ersättningen för aktierna utgörs i regel av antingen aktier i det erbjudande bolaget, av kontanter eller en kombination av de båda ersättningsformerna.

Takeover-erbjudanden är sedan länge vanliga i svenskt näringsliv. Det har också framförts att mycket tyder på att vi är på väg in i en ny internationell takeover-våg.¹⁴ Mellan 1990 och 2004 lämnades 359 offentliga bud avseende bolag på någon av marknadsplatserna varav 293 av dessa ledde till förvärv av målbolaget. Konstateras kan att ett genomsnitt på 7 % av aktiemarknadsbolagen blev föremål för erbjudanden under perioden. Orsaken till att några inte lyckades hade den naturliga förklaringen att det kom in ett mer förmånligt bud från en konkurrerande budgivare.¹⁵ Doktrin för ett decennium sedan påtalade då att erfarenheten visade att de flesta offentliga uppköpserbjudanden i Sverige fullbordades och att de förvärv som misslyckades gjorde så redan på förhandlingsstadiet.¹⁶ En av de främsta anledningarna till att offentliga uppköpserbjudanden ändå lyckas i relativt stor utsträckning är att aktieägarna gör en vinst vid försäljning via ett erbjudande i förhållande till en normal försäljning genom att de i allmänhet erbjuds en premie, dvs. ett belopp utöver marknadsvärdet på aktierna, om de accepterar att sälja sina aktier till budgivaren.¹⁷

Motiven rent generellt till att en uppköpare vill förvärva ett annat företag och på vilket sätt denne går tillväga skiftas förstås, men ett förvärv har i princip alltid sin utgångspunkt i en strategisk analys av det egna företags situation på den aktuella marknaden. Varje förvärv har vanligtvis som sitt omedelbara mål att åstadkomma ökad försäljning och höjd marknadsandel för köparen, och därmed en bidragande orsak till att på sikt öka företagets värde och därmed aktievärdet för dess aktieägare. Detta har visat sig vara ett mål som oroväckande sällan uppnås.¹⁸ Förklaring till detta har hävdats bl.a. troligtvis bero på att bolag följer trender och att detta ibland grundar sig i hybris om sitt egna bolags resurser och målbolagets potential.¹⁹ Stattin hävdar även med stöd av diverse forskare att det synes finnas ett samband mellan makroekonomiska faktorer och trender av uppköp av bolag, men reserverar sig också med att vissa forskare dragit motsatt slutsats.²⁰ Hur som helst, som en naturligt konsekvens av det strategiska beslutet föreligger även övergripande motiv om att förvärva kontrollen i målbolaget genom att försöka uppnå en viss nivå i sitt innehav.²¹

Värt att notera här är att offentliga bud utan förhandling är sällsynt då ägarkoncentrationen i Sverige är förhållandevis hög, inte sällan återfinns en ägare med 10 procentigt innehav som därmed kan blockera budet genom att de nämnda tvångsinlösenreglerna inte blir tillämpliga.²² Här får således också A- och B-aktiers röstvärde stor betydelse, vilket återkommer i 6.3.2.²⁴

¹⁴ Stattin, Daniel, Takeover, Offentliga uppköpserbjudanden - Reglering, tolkning och tillämpning, Stockholm, 2006, s. 7

¹⁵ SOU 2005:58, Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 51 och Proposition 2005/06:140 s. 36

¹⁶ Bergström, Clas och Rydqvist, Kristian, Marknaden för företagskontroll, Bjärnum, 1992, s. 59

¹⁷ Afrell, m.fl. (1998) s. 232

¹⁸ Orrbeck (2006) s. 20 och 24 ff.

¹⁹ Stattin (2006) s. 10

²⁰ Stattin (2006) s. 9

²¹ Afrell, m.fl. (1998) s. 236

²² Möjligheten för en ägare med mer än 10 % av aktierna i målbolaget att hindra ett tvångsinlösenförförande har stöd i ABL 22:1 motsatsvis.

²³ Den på senare tiden debatterade möjligheten att kringgå tvångsinlösenreglerna genom att genomföra en fusion istället kommer, enligt prop. 2006/07:70, inte längre vara möjlig. Där framgår att detta är en tillfällig lösning i väntan på ytterligare beredningsunderlag, men i avvaktan på den fortsatta beredningen föreslås, som en provisorisk lösning, att det för giltigt beslut om kontantfusioner ska krävas att beslutet biträds av aktieägare med mer än nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget.

3. Svensk reglering av offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

3.1 Allmänt

Den svenska värdepappersmarknaden har varit föremål för särskilt intresse från såväl allmänheten som lagstiftarens sida det senaste årtiondet. Kravet om reglering uppkom dock redan i slutet på 60-talet. Efter ett antal uppmärksammade affärer runt 1970 kom även massmedia att efterlysa enhetliga regler.²⁵ Detta resulterade i att NBK 1971 utgav vissa rekommendationer²⁶ avseende offentliga uppköpserbudanden. När NBK 1971 utfärdade regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv var Sverige ett av de första länderna i Europa att reglera området.²⁷ Sedan 90-talets början har dock rättsområdet tagit steget från en nästan uteslutande självreglerande marknad till en allt mer lagstiftad sådan.²⁸ Inställningen hos främst Stockholms fondbörs och aktiemarknadsbolagen har varit att självreglering varit att föredra. Självreglering framfördes som det bästa medlet för att skapa etik och moral på aktiemarknaden.²⁹ Emellertid har åtminstone lagstiftaren ansett det nödvändigt att lagstifta på området. Den nya lagen, Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA), har delvis kommit att reglera offentliga uppköp. Kompletterande reglering förekommer även i TO-reglerna. Innan lagens ikraftträdande reglerades området enbart genom NBK:s rekommendationer, men i och med LUA:s och TO-reglernas inträde har dessa rekommendationer förlorat sin betydelse på området. Tolkningen av reglerna skall ske utifrån teleologisk metod, dvs. utgångspunkten skall främst vara ändamålen med reglerna.³⁰ Detta måste ses som en logisk konsekvens av att god sed på aktiemarknaden är av central betydelse, alltså aktörernas uppfattning om vad som är rätt och riktigt. De nya reglerna skall som Stattin så målande beskriver det, ”reglera dagens kommersiella fältherrar och deras erövringståg.”³¹

3.2 Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

3.2.1 Bakgrund

Lagen trädde i kraft 1 juli 2006 till följd av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden, det s.k. takeoverdirektivet. Detta var resultatet av många års envisa förhandlingar mellan EU:s medlemsstater och Europaparlamentet.³² Direktivet har sin förebild i materiellt hänseende i den brittiska regleringen av uppköpserbudanden, The City Code on Takeovers and Mergers, vilken också varit förebild för den självreglering som tidigare vuxit fram i Sverige och andra länder inom

²⁴ Möjligheten för ett bolag att differentiera mellan olika aktieslag regleras i ABL 4:1-2

²⁵ Skog, Rolf, Erbjudandeplikt?, Juridisk Tidskrift, årgång 5/nr 1 / 1993-94, s. 105

²⁶ Rekommendationerna blev sedermera regler terminologiskt. I denna uppsats läggs dock ingen åtskillnad i de två begreppen beträffande just NBK:s rekommendation/regler.

²⁷ SOU 2005:58 s. 10 och 54

²⁸ Exempel på lagar som är av stor betydelse är Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden som är tänkt att ersätta nuvarande Lagen om värdepappersrörelse (1991:980) samt Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC), har också stor betydelse vid reglering av aktiemarknaden.

²⁹ Kristiansson, Björn, God sed på aktiemarknaden, Stockholm, 1995, s. 19 f.

³⁰ Stattin (2006) s. 19

³¹ Stattin (2006) s. 1

³² Prop. 2005/06:140, s. 34

Europa. En fråga som det just rådde meningsskiljaktigheter kring var huruvida offentliga uppköpserbudanden skulle bli föremål för lagstiftning istället för självreglering. Efter påtryckningar från främst Storbritannien lämnades i direktivet en möjlighet för medlemsstaterna att inte bara genomföra direktivet genom offentlig reglering utan också genom kod eller annan självreglering, förutsatt att den valda regleringen fastställs av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna för takeover-erbjudanden.³³ Sverige har valt att införa direktivet genom en blandning av lag och självreglering, där de mest centrala bestämmelserna av civilrättslig karaktär, såsom reglerna om budplikt och försvarsåtgärder har lagreglerats.³⁴ Likabehandlingsprincipen har, som vi senare kommer att se, dock fortsatt vara statuerad genom självregleringen.

På grund av att den brittiska självregleringen legat till grund för såväl tidigare reglering i andra europeiska länder samt varit förebild för direktivet har direktivet inte kommit att innebära några större förändringar i förhållande till de bestämmelser Sverige tidigare haft genom NBK:s rekommendationer. Direktivet innehåller emellertid också bestämmelser som saknade direkt motsvarighet i NBK:s regler. Direktivet har nämligen utöver nämnda regler infört bestämmelser som syftar till att undanröja olika typer av hinder mot genomförandet av uppköpserbudanden.³⁵ Ett exempel är den flitigt debatterade regel som har kommit att kallas genombrottsregeln. Innebörden av genombrottsregeln är i grova drag att vissa bestämmelser i bolagsordningen och avtal som begränsar överlåtbarheten av aktierna i målbolaget skall förlora sin verkan under erbjudandet.³⁶ Regeln om genombrott kan således betraktas som en regel som främjar likabehandling då den ger samtliga aktieägare lika möjligheter att överlåta sina aktier till budgivaren. Sverige var dock en av de ivrigaste motståndarna till denna regel, då bestämmelsen skulle innebära att, oavsett vad som följer av bolagsordningen eller avtal, skall alla aktier ha samma röstvärde vid vissa typer av bolagsstämmor som hålls med anledning av ett offentligt erbjudande avseende aktierna i bolaget. Denna bestämmelse gjordes därför i direktivet frivillig för medlemsstaterna att implementera. Sverige valde också därför att införa en regel som i praktiken innebär att bolagen själva får välja, då en sådan bestämmelse *får* införas i bolagsordningen.^{37 38}

Vidare har området också blivit föremål för myndighetsgranskning då Finansinspektionen (FI) fått uppgiften att utöva tillsyn. Sammanslutningar eller privata organ som godkänts av nationell lagstiftning eller uttryckligen godkänts av myndighet som i sin tur åtnjuter sådan delegationsrätt har som sagt enligt direktivet rätt att utöva övervakning etc.³⁹

Direktivets främsta syfte är att garantera aktieägarna i bolag som är föremål för ett uppköpserbudande en rättvis och rimlig behandling samtidigt som den har för avsikt att möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet.⁴⁰ Trots att likabehandlingsprincipen således inte uttryckligen reglerats i lagen genomsyras lagen av principen om att alla aktieägare skall få en rättvis behandling.

³³ Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden, art. 4

³⁴ Prop. 2005/06:140 s. 41 och 44

³⁵ Prop. 2005/06:140 s. 35

³⁶ Prop. 2005/06:140 s. 35

³⁷ Prop. 2005/06:140 s. 61 f.

³⁸ Enligt LUA 6:1 2 st. krävs ett sådant beslut biträts av samtliga vid bolagsstämman närvarande aktieägare och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget.

³⁹ Av LUA 7:1 framgår att FI övervakar att lagen efterlevs. I avsnitt 4.2. återkommer vi till den delegationsrätt som FI åtnjuter enligt LUA 7:10.

⁴⁰ Prop. 2005/06:140 s. 34 f.

Vad som också är viktigt att framhålla är att direktivet syftar till att utgöra en minimiharmonisering. Det står alltså medlemstaterna fritt att ha mer långtgående regler än de som följer av direktivet.⁴¹

3.2.2 Allmänt om budgivarens skyldigheter

Först och främst kan vi konstatera att lagen endast avser köp av *aktier*, andra värdepapper såsom t.ex. konvertibler och teckningsoptioner träffas således alltså inte av de förpliktelser lagen ålägger en köpare.⁴² Ett offentligt uppköpserbudande får också endast lämnas av den som gentemot den börs eller marknadsplats där aktierna är noterade på, åtagit sig att följa dess regler avseende sådana erbjudanden samt underkasta sig de sanktioner som då kan bli vid eventuell överträdelse.⁴³ Detta stadgande är av central betydelse då likabehandlingsprincipens faktiska betydelse diskuteras.⁴⁴ Nämnada regel skall tillämpas på offentliga uppköpserbudanden som avser aktier i svenskt aktiebolag noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats i Sverige. Men regeln omfattar också bl.a. utländska aktiebolag som endast är noterade i Sverige eller upptogs först till handel på en svensk aktiemarknad.⁴⁵

3.2.3 Budgivarens budplikt⁴⁶

Samtidigt som ett erbjudande endast får lämnas om köparen åtagit sig att följa den aktuella marknadens regler finns numera också en *skyldighet* att lämna ett sådant erbjudande i vissa fall. Denna skyldighet har i svensk rätt kommit att kallas budplikt och innebär i korthet att den som äger, direkt eller indirekt, minst 30 % av samtliga aktier skall inom fyra veckor lämna ett offentligt erbjudande avseende resterande aktier i bolaget.⁴⁷ Budplikten gäller vid förvärv av aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är noterade vid en börs, auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad. För tillfället träffas tre olika marknadsplatser av denna regel, nämligen Stockholmsbörsen, Nordic Growth Market och Aktietorget. Erbjudandeplikten har även den sin bakgrund i den brittiska regleringen, där den ursprungligen infördes i The City Code on Take-Overs and Mergers i syfte att garantera alla aktieägare en rättvis och lika behandling i samband med företagsköp. Till följd av den praxis the Panel on Take-Overs and Mergers skapat kom ett innehav av 30 % av röstetalet att anses som tillräckligt för att uppnå effektiv kontroll.⁴⁸ Lagstiftaren i Sverige ansåg också det vara en rimlig gräns. Vad som är viktigt att notera är att vid sammanräkningen av huruvida en aktieägars innehav uppgår till 30 % av rösterna skall även aktier som innehas av någon närstående tillgodoräknas förvärvaren.⁴⁹

Från denna budplikt finns ett flertal undantag. I LUA 3:6 stadgas att om avyttring sker inom fyra veckor så att 30 % -gränsen understigs igen bortfaller också budplikten. Vidare kan här nämnas att budplikt inte inträder om det finns en ägare med större andel. Nämnden har uttalat följande; "(d)et är uppenbart att skälen för budplikt inte gör sig gällande när någon ensam eller tillsammans med närstående visserligen uppnått mer än 30 % av röstetalet i ett

⁴¹ Se t.ex. SOU 2005:58 s. 48 och Prop. 2005/06:140 s. 35

⁴² LUA 1:1

⁴³ LUA 2:1

⁴⁴ Se nedan avsnitt 3.3.5 angående sanktionssystemet.

⁴⁵ LUA 2:1 2 st.

⁴⁶ Trots budpliktens relevans kommer, som nämnts tidigare, detta institut inte behandlas i någon större utsträckning då det inte finns utrymme för en sådan presentation.

⁴⁷ LUA 3:1

⁴⁸ Skog, Erbjudandeplikt? (1993-94) s. 79 ff.

⁴⁹ Närståendebegreppet behandlas mer utförligt i avsnitt 3.3.3.

aktiemarknadsbolag men det finns en annan aktieägare med högre röstetal. Reglerna om budplikt är inte avsedda för en sådan situation.”⁵⁰ Ytterligare ett exempel är då undantag kan komma ifråga är när det är institutionella ägare som överträtt 30 % -spärren. Avsikten med detta undantag har varit att inte hindra formellt ägande som är ett resultat av t.ex. försäkringkollektivs placeringsbeslut.⁵¹ Överlåtelse inom koncern och överlåtelser som inte inneburit kontrollägarskiftet har också medgivits dispens från budplikten.⁵² Om målbolagets innehav uppkommit till följd av en emission av aktier som utgör vederlag vid köp av bolag har också skäl för dispens ansetts föreligga.⁵³

Argumentationen för varför en regel om erbjudandeplikt har ansetts vara nödvändig har främst baserats på behovet av en möjlighet för minoritetsaktieägare att komma ur sitt innehav i ett bolag där de saknar inflytande i, samt att skapa ett ”förenklat förfarande” för att undvika olikabehandling av ägare.⁵⁴ Likabehandlingsprincipen av aktieägare har också i flera länder varit grunden till att erbjudandeplikten införts. Tre olika argument har där kunnat urskiljas, nämligen (1) att alla aktieägare skall bli lika behandlade i samband med ett kontrollägarskifte, (2) att alla aktieägare skall ha del i en eventuell kontrollpremie, dvs. den s.k. överkursen förvärvaren betalar för att köpa de aktierna som innebär att denne uppnår kontroll i målbolaget, samt (3) att alla aktieägare skall ha rätt att lämna bolaget vid ett oönskat kontrollägarskifte.⁵⁵ Resonemanget kring det andra argumentet angående del i kontrollpremie hänför sig till en numera föråldrad och ifrågasatt teori framförd i amerikansk doktrin, nämligen att rätten att besluta om hur ett bolags resurser skall utnyttjas är en tillgång som tillhör bolaget och därmed alla dess ägare i proportion till aktieinnehavet. I Sverige har denna teori fått mycket begränsad uppmärksamhet och inte alls framförts som argument för erbjudandeplikt. Vidare har resultatet av flera såväl utländska som svenska studier visat på att ett uppköp snarare har motsatt effekt, nämligen att förvärv av större aktieposter genomsnittligt lett till stigande aktiekurser.^{56 57} Här bör dock noteras att Orrbeck, som tidigare nämnts, hävdar att de mål som en uppköpare har med köpet sällan uppnås.⁵⁸ Dessa mål behöver dock inte nödvändigtvis vara en stigande aktiekurs, eftersom en sådan kan bero på en mängd olika faktorer. Samtidigt torde dock en stigande aktiekurs utgöra en indikator på hur väl målen nås enligt min mening.⁵⁹ I avsnitt 5.3.2 behandlas vidare de ekonomiska aspekter avseende premier när offentliga uppköp är aktuella.

Budplikten skall således otvivelaktigt anses utgöra en viktig del av det likabehandlingsskydd som lagstiftaren velat skapa vid förvärv av aktier i aktiemarknadsbolag. Det framförs även i litteraturen att den likabehandlingsprincip som åberopas till stöd för en erbjudandeplikt är en princip om likabehandling i samband med offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.⁶⁰

⁵⁰ AMN 2006:44

⁵¹ AMN 2006:51

⁵² Se t.ex. AMN 2004:13 (indirekt kontrollägarskifte) och AMN 2004:36 (koncernintern överlåtelse)

⁵³ Se t.ex. AMN 2001:31

⁵⁴ Se bl.a. angivna skäl i inledningen till Direktiv 2004/25/EG samt Prop. 2005/06:140

⁵⁵ Skog, *Erbjudandeplikt?* (1993-94) s. 94 och 107

⁵⁶ Skog, *Erbjudandeplikt?* (1993-94) s. 111 f. samt 116 med vidare hänvisningar.

⁵⁷ Då studierna företogs för mer än ett decennium sedan bör de tolkas med viss försiktighet.

⁵⁸ Orrbeck (2006) s. 20 och 24 ff.

⁵⁹ Vidare bör noteras att Skogs artikel är betydligt äldre än Orrbecks bok, varför detta kan vara en naturlig förklaring till olika ställningstaganden.

⁶⁰ Afrell, m.fl. (1998) s. 257 f.

3.3 Takeover-reglerna

3.3.1 Allmänt

Enligt den nya lagen om uppköpserbudanden skall alltså den som lämnar ett uppköpserbudande åta sig att följa marknadsplatsens regler om sådana erbjudanden.⁶¹ Vidare ålägger nuvarande Lagen om börs- och clearingverksamhet marknadsplatserna⁶² att ha regler om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i de bolag vilkas aktier är noterade vid marknadsplatsen.⁶³ Marknadsplatserna har där ansett att NBK:s tidigare regler vara väl avvägda och lämpligt utformade eftersom reglerna fungerat väl enligt allmän uppfattning samt eftersom dessa har reviderats av NBK till följd av EG:s direktiv 2004/25/EG. Därav har marknadsplatserna valt att göra reglerna till sina egna. Det är de s.k. Takeover-reglerna.⁶⁴ Genom takeover-direktivets möjlighet att införa reglerna genom såväl lag som självreglering, som ovan nämnts, har Sverige kunnat välja den kombination som nu alltså är aktuell. Eftersom lagen också ålägger marknadsplatserna att ha takeover-regler har dessa också fått uppgiften att övervaka att deras takeover-regler efterlevs samt att kunna besluta om undantag från dessa regler. Uppgiften att besluta om undantag har marknadsplatserna delegerat till AMN vilket behandlas i avsnitt 4.2 nedan.

3.3.2 Reglerna

Som utgångspunkt vilar bestämmelserna på de i takeover-direktivet uttryckta principerna. Dessa principer ger bl.a. uttryck för att värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika samt att ett erbjudande inte otillbörligen får påverkas. Dessutom ger de uttryck för ett icke-definierat minimikrav ("tillräckligt") vad avser betänketid och informationsunderlag för innehavarna av värdepapper i ett målbolag. Syftet med dessa principer är att de skall tjäna som vägledning när reglerna inte ger något klart besked alternativt i det enskilda fallet inte visar sig vara ändamålsenliga.⁶⁵ Reglerna är indelade i fem olika avdelningar samt en bilaga. Avdelningarna är I) allmänna bestämmelser, II) bestämmelser om förfarandet, erbjudandets utformning etc., III) bestämmelser tillämpliga om styrelseledamöter eller ledande befattningshavare i målbolaget deltar i ett offentligt erbjudande eller om moderbolag lämnar ett offentligt erbjudande avseende aktier i dotterbolag, IV) bestämmelser om utformning av erbjudandehandling m.m., V) bestämmelser om sanktioner. Bilagan reglerar vad erbjudandehandlingen skall innehålla. Den avdelning som är av främst intresse i denna uppsats är således den andra, dvs. bestämmelser om förfarandet, erbjudandets utformning m.m. Även sanktionsbestämmelserna måste klargöras för förståelse. Först skall dock bestämmelsen om närstående kort redogöras.⁶⁶

3.3.3 Närståendebegreppet

Ibland förekommer situationer där åtgärder vidtas av andra personer som betraktas som närstående till budgivaren. Sådana åtgärder anses då vara vidtagna av budgivaren själv. Som närstående anses vara bl.a. företag inom samma koncern som förvärvaren, make eller sambo

⁶¹ Se avsnitt 3.2.2 ovan

⁶² De svenska marknadsplatserna är för närvarande Stockholmsbörsen, Nordic Growth Market och Aktietorget.

⁶³ Detta framgår av LBC 4:2a. Kravet kommer kvarstå även enligt författningsförslaget till lag om värdepappersmarknaden 13:8.

⁶⁴ Förorden till Takeoverreglerna som bl.a. står att läsa i Börs 2006/07 regelsamling, FAR förlag.

⁶⁵ Förorden till Takeoverreglerna som bl.a. står att läsa i Börs 2006/07 regelsamling, FAR förlag.

⁶⁶ Redogörelsen är kortfattad och ej fullständig. För ytterligare läsning se bl.a. Kågerman (2001) s. 227 f.

och någon förvärvaren samarbetar med i syfte att uppnå kontroll över bolaget.⁶⁷ Regeln får anses ha till syfte att bl.a. motverka kringgåenden av budplikten och för övriga aktieägare och eventuella förvärvare att kunna förutse var den verkliga ”kontrollen” över bolaget finns. Men bestämmelsen har också för avsikt att förhindra förvärv i målbolagets kontrollposter vid sidan av ett förvärv. Detta kan vara fallet t.ex. då ett dotterbolag gör s.k. sidoaffärer under tiden ett offentligt bud av moderbolaget fortfarande belöper. Dessa sidoaffärer kommer då anses vara vidtagna av moderbolaget självt enligt närståendebestämmelsen.⁶⁸ Närståendebegreppet återkommer i behandlingen av förvärv utanför ett offentligt erbjudande i avsnitt 6.4.3 nedan.

3.3.4 Allmänna bestämmelser i avdelning II

Utöver de bestämmelser som specifikt handlar om likabehandling i avdelning II (vilka behandlas nedan) bör här nämnas t.ex. det i II.1 uttalade kravet om att ett offentligt erbjudande endast får lämnas om det visar sig att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. Detta kan med andra ord uttryckas som att erbjudandet skall vara allvarligt menat och att budgivaren ska ha förvissat sig om att han har de finansiella resurser som krävs för att genomföra erbjudandet. Anledning till att detta krav uppställs är att ett erbjudande normalt sett påverkar kursen på aktierna i målbolaget och därför har stor betydelse för aktiehandeln.⁶⁹ I detta fall följer numera en sanktion enligt avdelning V i TO-reglerna i form av vite om 50 000 till 100 miljoner kronor som kan utdömas av disciplinnämnden om inte reglerna följs. Denna inskränkning av rätten att lämna ett offentligt bud kan enligt Stattin ses som en inskränkning i den allmänt sett rådande avtalsfriheten.⁷⁰

Två andra viktiga bestämmelser som också bör nämnas är för det första att II.4 ger en möjlighet för budgivaren att uppställa villkor för erbjudandets fullgörande. För det andra statuerar II.5 att budgivaren är bunden vid det lämnade erbjudandet, såvida inte budet varit villkorat i enlighet med II.4.⁷¹ Utgångspunkten är således att budgivaren inte får återkalla ett lämnat erbjudande. Båda dessa bestämmelser är av stor praktisk betydelse. I AMN 1998:7 betonar nämnden också vikten av att som budgivare vara klar och koncis. I nämnda fall framförde nämnden att ett offentliggjort pressmeddelande om avsikt att förvärva till fast pris är att anse som ett offentligt erbjudande. För att förstå bestämmelsernas betydelse som helhet måste dock avdelning V avseende sanktioner också ges en något mer utförlig behandling.

3.3.5 Sanktionssystemet

Vad händer om den som lämnar ett bud inte åtar sig att följa dessa regler och framförallt om budgivaren åsidosätter likabehandlingsprincipen? Om, och i så fall på vilket sätt kan denna självreglering ges effekten av ett tvingande instrument? Som tidigare konstaterats får ett offentligt uppköpserbud endast lämnas av den som gentemot den börs eller marknadsplats som aktierna är noterade på, åtagit sig att följa dess regler avseende sådana erbjudanden samt underkasta sig de sanktioner som då kan aktualiseras vid eventuell överträdelse.⁷² Detta har kallats avtalsreglerad självreglering.⁷³ Lagregeln ger alltså vardera

⁶⁷ LUA 3:1, 5.

⁶⁸ TO-regeln I.3. Se även praxis t.ex. AMN 2002:20.

⁶⁹ Se kommentar till TO-regeln p. II.1.

⁷⁰ Stattin (2006) s. 39

⁷¹ Poängteras bör dock att t.ex. en konkurrensmyndighet kan hindra fullföljandet och därmed också upphäva bundenheten.

⁷² LUA 2:1

⁷³ Se t.ex. Stattin (2006) s. 23

marknadsplats sanktionsbestämmelser formen av "tvingande" verkan. Motsatsvis har budgivaren således ingen rätt att lämna något bud om denne inte åtagit sig att underkasta sig de sanktioner som aktuell marknadsplats antagit. Eftersom samtliga svenska marknadsplatser, som tidigare nämnts, antagit TO-reglerna är det alltså dessa sanktioner som träder ikraft vid överträdelse av bestämmelserna. Aktuell sanktionsregel konstituerar att om budgivaren åsidosätter eller bryter mot TO-reglerna *eller* mot Aktiemarknadsnämndens tolkningar eller tillämpningar av reglerna får marknadsplatsernas disciplinnämnd besluta att särskild avgift skall tas ut av budgivaren. Avgiften skall uppgå till lägst 50.000 kronor och högst 100 miljoner kronor.⁷⁴

Vad händer då om budgivaren inte åtar sig att följa marknadsplatsens regler och därmed inte heller nämnda sanktionsbestämmelse men ändå väljer att ge ett offentligt uppköpserbjudande? Först och främst kan konstateras att det rimligtvis torde vara svårt att genomföra ett sådant bud i praktiken då uppståndelsen förmodligen skulle bli stor och motståndet brett. Vidare så torde också inget hindra att ett sådant handlande ses som ett åsidosättande av LUA 2:1 med den följden att lagens sanktioner istället träder ikraft. I LUA 7:2 sägs att om budgivaren inte gjort vad som åvilar honom enligt 2:1 samma lag skall Finansinspektionen besluta att budgivaren skall betala en särskild avgift. Även denna avgift skall uppgå till lägst 50.000 kronor och högst 100 miljoner kronor.

För bolag som redan har sina aktier noterade på en marknadsplats gäller att de därmed också per automatik åtagit sig att följa marknadsplatsens noteringsavtal. Åsidosätter detta bolag takeover-reglerna, lag eller allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden löper bolaget alltså, utöver nämnda sanktioner, också risken att bli avnoterade om överträdelsen är allvarlig alternativt ålägga vite. Är åsidosättandet mindre allvarligt eller ursäktligt kan marknadsplatsen i stället meddela bolaget en varning. Marknadsplatsens disciplinnämnd avgör även dessa frågor.⁷⁵

Vad avser själva budet får FI enligt LUA 7:3 inte heller godkänna erbjudandehandlingen om inte budgivaren har gjort ett sådant åtagande som avses i LUA 2:3. Vidare nämns i förarbetena till LUA att det enligt sundhetskravet i nuvarande 1 kap. 7 § Lagen om värdepappersrörelse också torde anses följa ett förbud mot att biträda en budgivare som inte åtar sig att följa reglerna.⁷⁶ Något liknande förbud återfinns varken i LUA eller i TO-reglernas uttryckliga regler eller kommentarer, men torde enligt min mening vara ett lämpligt och önskvärt krav på rådgivare och biträden.

Värt att anmärka är att detta inte är en helt ny sanktionskonstruktion. Liknande lösning återfanns även då endast NBK:s regler var gällande. Reglerna var inte i sig själv bindande utan hade gjorts avtalsrättsligt bindande genom att det föreskrevs i reglerna att en budgivare i erbjudandet skall ange att för erbjudandet gäller NBK:s regler och Aktiemarknadsnämndens uttalanden på området. Det har också visat sig att denna regel, som infördes 1 september 2003, undantagslöst efterlevdes. Sedan kravet infördes åtog sig alltså samtliga budgivare att följa såväl reglerna som de uttalanden som gjorts.⁷⁷ En förklaring till den höga frekvensen av efterlevnad torde ligga i att reglerna var tänkt att spegla dessa intressenters åsikter om vad som skall anses vara god sed vid offentliga uppköpserbjudanden. Huruvida de senare också efterlevde de regler och uttalanden framgår dock ej, utan endast att de åtog sig detta.

⁷⁴ TO-reglerna i avdelning V.

⁷⁵ Se t.ex. Stockholmbörsens noteringsavtal p. 5

⁷⁶ SOU 2005:58 s. 83

⁷⁷ SOU 2005:58 s. 10 och 54

Vad beträffar aktiemarknadsbolag som redan var noterade på någon av de reglerade marknadsplatserna konstaterade HD i det s.k. Företagsfinansmålet att dessa bolag var skyldiga att efterleva NBK:s rekommendationer på basis av det inregistreringskontrakt bolagen undertecknar för att få notera sina aktier på marknaden.⁷⁸

Som nyss nämnts så träder sanktionsbestämmelsen även in då Aktiemarknadsnämndens uttalanden inte följs. Nämndens roll som prejudicerande instans är således av central betydelse och skall därför presenteras lite närmare.

⁷⁸ NJA 1985:343

4. Aktiemarknadsnämnden

4.1 Allmänt

AMN består av representativa företrädare för näringslivet vars uppgift är att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.⁷⁹ AMN inrättades 1986 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare med syftet att stärka aktiemarknadens självsanering samt för att undvika lagstiftning på det börsetiska området. Detta kom som en naturlig reaktion av den s.k. Leo-affären⁸⁰, men får samtidigt också ses som en naturlig följd av den kraftigt ökade handeln med värdepapper och nyttillkomna värdepappersinstrument.⁸¹ AMN är också en av fem sakorgan inom Föreningen för god sed på aktiemarknaden.⁸²

4.2 Delegerat ansvar

AMN har genom att båda nämnda regleringsområden delegerat ansvar till nämnden givits en utökad roll i vissa sammanhang avseende offentliga uppköpserbudandena. Marknadsplatserna har överlåtit till AMN att fatta beslut om undantag från, och tolkningen av, TO-reglerna.⁸³ Denna praxis är av central betydelse vid behandlingen av likabehandlingsprincipen nedan. Vidare har Finansinspektionen med stöd av LUA 7:10 delegerat ett stort antal arbetsuppgifter till AMN, bl.a. bedömningen huruvida dispens från bestämmelserna om budplikt och försvarsåtgärder kan beviljas.⁸⁴ Möjligheten att meddela undantag från bestämmelserna generellt sett framgår av direktivets artikel 4.5. En konsekvens av denna delegering är att bolagen i samma utsträckning som tidigare i förväg kan erhålla bindande besked om hur reglerna ska tolkas. Hade offentliga uppköpserbudandena blivit föremål för enbart nationell lagstiftning utan någon delegering hade förhandsbesked varit en omöjlighet, såvida inte en motsvarande delegering kommit ifråga. För att få en tillfredsställande och komplett bild av uppköpserbudandena och vad som skall anses vara god sed på aktiemarknaden är det alltså nödvändigt att studera AMN:s uttalanden, vilket kommer ske, och till viss del redan skett, kontinuerligt framöver.

4.3 Aktiemarknadsnämndens verksamhet

Som ovan nämnts skall nämnden uttala sig om vad som skall anses vara god sed på aktiemarknaden. På begäran av domstol eller annan myndighet, börs eller auktoriserad marknadsplats kan nämnden avge yttrande huruvida ett visst förfarande strider mot god sed på aktiemarknaden. Vidare kan nämnden själv ta initiativ till uttalande.⁸⁵ Gränsen för huruvida

⁷⁹ Föreningens huvudmän är Aktiemarknadsbolagens förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, Stockholmsbörsen AB, Stockholms Handelskammare, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenskt Näringsliv och Sveriges Försäkringsförbund.

⁸⁰ I korthet så handlade denna affär om att AB Leo genom riktad nyemission och utförsäljningar av egna aktier gynnade utvalda befattningshavare genom alltför generösa villkor. Konsekvensen blev sedermera den s.k. LEO-lagen som numera är införlivad i ABL:s 23:e kapitel. Kravet är där att bolagsstämman godkänner den riktade emissionen.

⁸¹ Kristiansson, Björn, Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år, Stockholm, 1996, s. 21 f.

⁸² Övriga organ är Näringslivets Börskommitté (NBK), Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Redovisningsrådet och Övervakningspanelen.

⁸³ TO-reglerna I.2

⁸⁴ FFFS 2006:4

⁸⁵ Se t.ex. AMN 2002:1 där AMN ansåg det nödvändigt att göra ett principuttalande om incitamentsprogram.

AMN tar upp ett ärende avgörs av nämnden själv och dess stadgar. I princip skall alla frågor av intresse avseende aktier och aktieägare i aktiemarknadsbolag kunna bli föremål för nämndens prövning. Av AMN:s stadgar § 14 framgår att nämnden skall särskilt beakta om frågan är av principiell natur eller praktisk betydelse för aktiemarknaden. Dessutom framgår att nämnden skall ta hänsyn till om en fråga kan väntas bli behandlad i annan rättsordning.⁸⁶ AMN skall således försöka undvika att besvara frågor av t.ex. strikt avtalsrättslig eller aktiebolagsrättslig natur. Sådana frågor ankommer det i stället på allmän domstol att avgöra. I och med att flertalet nya lagar har tillkommit på börsrättens område kommer gränsdragningen att bli svårare att göra. Därför har ovan nämnda delegering fått ökad betydelse, så att AMN ska våga ta bladet från mun utan att tolka omständigheter som annars skulle kunna ankomma på domstol eller annat förfarande.

Behovet av snabba besked hos bolagen är påtaglig varför AMN också hanterar ärenden snabbt såvida inte vidare kommunikation med parterna är nödvändiga. Under år 2004 lämnades i omkring hälften av de fall som inte krävde kommunikation ett skriftligt uttalande inom ett dygn från det att framställningen gav in.⁸⁷

Viktigt att konstatera är också att då AMN är ett rent privaträttsligt subjekt är dess uttalande inte bindande i den bemärkelsen att de åtföljs av en sanktion.⁸⁸ Emellertid har delegeringen avseende tolkningen av TO-reglerna också kommit att åtföljas av de sanktionsmöjligheter som ovan redovisats.⁸⁹ Detta är en lösning av stor praktisk betydelse. AMN kan också rikta kritik mot berörda bolag, aktieägare eller rådgivare vilket de också gjort i relativt många uttalanden.⁹⁰ Trots att detta inte inneburit några sanktioner konstaterades efter tio år av uttalanden av nämnden att dessa efterlevts i praktiken.⁹¹ En trolig förklaring är att de som vänder sig till nämnden är angelägna om att agera i enlighet med vad som kan betraktas som god sed på marknaden. Mer tvivelaktiga aktörer på marknaden söker nog inte denna vägledning i samma utsträckning. En annan viktig anledning till den höga efterlevnaden torde vara vad som med engelsk terminologi brukar benämnas *Cold shouldering*, vilket i Storbritannien innebär att deras motsvarighet till AMN, "the Panel", anmodar övriga aktörer på marknaden att mer eller mindre inte befatta sig med det aktuella bolaget. AMN har dock valt att vara restriktiv vad beträffar att uppmuntra just den typen här typen av "utfrysning".⁹² Emellertid torde enligt min mening ett uttalande av AMN om att ett bolag agerar i strid med god sed enbart i sig ändå få den effekten i stor utsträckning.

Vad som skall ses som god sed måste först och främst vara att aktörer på marknaden agerar i enlighet med lagstiftning, förordningar och föreskrifter. Vad beträffar lag stadgas i LHF 1:2 att handel med finansiella instrument skall ske på ett sådant sätt att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden inte äventyras och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt anses sund. Vidare har bolagen att följa den normgivning som följer av vardera marknadsplats samt andra självregleringsorgan, t.ex. FAR och Redovisningsrådet. Slutligen har bolagen också att agera utifrån ett börsetiskt perspektiv, där gränserna får anses

⁸⁶ Stadgar för Föreningen för Aktiemarknadsfrågor, avdelning Aktiemarknadsnämndens verksamhet, § 14.

⁸⁷ SOU 2005:58 s.57

⁸⁸ Värt att anmärka är också att nämnden själv, till skillnad från högsta domstolen, inte är bunden av sin egen praxis. Högsta domstolen kan endast ändra sina egna avgöranden av prejudikatsvärde genom pleniavgöranden. Att AMN verkar för en förutsebar och enhetlig praxis råder det emellertid ingen tvekan om.

⁸⁹ Se avsnitt 3.3.5 ovan.

⁹⁰ Prop. 2005/06:140 s. 40

⁹¹ Munck, Johan, Aktiemarknadsnämndens tio år, SvJT 1996, s. 903

⁹² I AMN 1992:2 uttalade nämnden att det inte ankom nämnden att påkalla sådant agerande eller förplikta någon. Däremot har AMN 1994:4 tolkats så att AMN kan uttala sig om att god sed påkallar viss åtgärd.

flytande och börsrättsliga principerna vägledande.⁹³ Denna uppsats avser dock inte att utreda begreppet ”god sed” i generell mening utan endast i de relevanta uttalanden AMN gjort i specifika frågor och som kommer att behandlas framöver.

⁹³ Kristiansson, Björn (1996), s. 31 f.

5. Likabehandlingsprinciper i svensk rätt

5.1 Allmänt

Principen om likabehandling av aktieägare har sitt ursprung i statsrätten om att alla medborgare skall behandlas lika och likhetsprincipen ytterst i den naturrättsliga uppfattningen om människors lika värde.⁹⁴ I svensk rätt figurerar principen om likabehandling, eller likhetsprincipen, inom flera olika rättsområden. Denna uppsats tar som sagt fokus på likabehandling vid offentliga uppköpserbjudande, dvs. främst den principen som hör hemma inom börsrätten. Den börsrättsliga principen har emellertid som nämnts sitt ursprung i den aktiebolagsrättsliga motsvarigheten varför det är nödvändigt att studera hur dessa principer inom respektive rättsområde förhåller sig till varandra. Vidare kan aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen också få betydelse i offentliga uppköpssammanhang vilket senare kommer att framgå.

Först och främst kan konstateras att den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen till viss del har ett annat syfte än den börsrättsliga motsvarigheten. Aktiebolagsrätten riktar sig huvudsakligen in på rättsförhållandet mellan bolaget och dess aktieägare, dvs. det obligationsrättsliga förhållandet. Den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipen syftar således inte till att reglera relationen mellan dessa ägare, och inte heller mellan ägarna och en presumtiv ägare i bolaget. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen däremot omfattar även andra placerare på aktiemarknaden som således också dels måste behandla aktieägarna i bolaget lika, men också åtnjuter rätten att i viss utsträckning bli behandlade lika trots att de inte är ägare i bolaget. Den bolagsrättsliga principen kan således betraktas reglera det interna förhållandet, medan den börsrättsliga motsvarigheten reglerar det externa förhållandet.

5.2 Likabehandlingsprincipen i ABL

5.2.1 Allmänt

Principen om att alla aktieägare skall behandlas lika kan sägas vara en av grundbultarna i svensk aktiebolagsrätt såväl som associationsrätten. Emellertid är dess innebörd i svensk rätt inte helt klar.⁹⁵ Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen tar sig uttryck på två sätt. Dels är den lagstadgad i form av främst generalklausulerna i ABL, vars innebörd i korta ordalag är att ingen aktieägare otillbörligen får gynnas framför någon annan.⁹⁶ De två regleringarna är lika till sitt innehåll men med den åtskillnaden att de avser olika beslutsfattare, 7:47 avseende bolagsstämman och 8:41 beträffande styrelse och ledande befattningshavare. Det har i doktrin framförts att de två generalklausulerna måste ges samma innebörd då det annars finns en risk att bolagsledningen annars tillser att besluten fattas av det organ som har minst kompetensbegränsningar.⁹⁷ Dessa regler kommer därför framöver inte presenteras separat utan båda benämns ”generalklausulen”.

Dessutom kommer likabehandlingsprincipen till uttryck i ABL 4:1 som statuerar att ”alla aktier har lika rätt, om inte annat följer av 2-5 § §”.⁹⁸ Den är nedan kallad för likhetsprincipen.

⁹⁴ Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Göteborg 2005, s. 131

⁹⁵ Johansson, Svante, *Nials Svensk Associationsrätt*, 8:e uppl, Stockholm, 2001, s. 149

⁹⁶ ABL 7:47 avseende bolagsstämman och 8:41 beträffande styrelse och ledande befattningshavare.

⁹⁷ Dotevall (2005) s. 131 f.

⁹⁸ Johansson (2001) s. 149 ff.

Båda dessa principer ingår i det aktiebolagsrättsliga minoritetssystemet vilket gör dem bindande för bolagsorganen. Förhållandet mellan generalklausulen och likhetsprincipen är dock debatterad eftersom det är två skilda regler med olika rekvisit.⁹⁹ Nedan skall därför generalklausulen och likhetsprincipen först behandlas separat, om än i begränsad omfattning, för att därefter jämföras.¹⁰⁰

5.2.2 Likhetsprincipen

Viktigt att återupprepa är att den bolagsrättsliga likhetsprincipen kräver att *bolagsorganen* behandlar alla aktieägare lika. Den åsyftar således inte relationen mellan bolagets ägare eller om relationen mellan dessa ägare och en presumtiv ägare i bolaget.

Som tidigare nämnt har principen uttryckligt stöd i ABL 4:1 som säger att ”alla aktier har lika rätt, om inte annat följer av 2-5 § §”. I EG: s andra bolagsdirektiv uttrycks principen så att ”aktieägare i samma ställning skall behandlas lika”.¹⁰¹ I direktivets ordalydelse framgår alltså att det endast är aktier av ”samma ställning” som måste behandlas lika, vilket skapar utrymme för olikabehandling. I ABL 4:2 statueras också att det i bolagsordningen får föreskrivas att aktier av olika slag får förekomma. Detta undantag innebär således relativt stora möjligheter att frångå principen om lika rätt. Rätten att rösta på bolagsstämman, klandra bolagsstämmobeslut och utöva minoritetsrätt är rättigheter som dock aldrig får åsidosättas. Vidare kan generalklausulen komma att aktualiseras om vissa aktiers ställning påtagligt förändras genom en ändring i bolagsordningen.¹⁰² Möjlighet för bolaget att ge ut olika slags aktier är en av de främsta anledningarna till att aktier också har blivit föremål för olikabehandling inom börsrätten, vars betydelse behandlas mer utförligt i avsnitt 6.3.2. Den differentiering som tagit sig uttryck i svenska aktiebolag är att många bolag valt att ha aktier med olika röstvärden, s.k. A- respektive B-aktier. I 5 § framgår att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan aktie.¹⁰³

Vad som är viktigt att poängtera vad avser likhetsprincipen är att den inte endast anses avse ekonomisk likabehandling utan även förvaltningsrättsliga möjligheter, t.ex. utöva rösträtt på stämman och klandra beslut tagna på bolagsstämman. Åhman skriver t.ex. att ”(e) tt av ändamålen bakom minoritetsskyddsreglerna – att se till att allmänheten vågar och vill ställa kapital till aktiebolagens förfogande i utbyte mot aktier – talar emellertid för att varje aktieägare skall ha rätt att kräva vad som enligt en objektiv bedömning kan betraktas som en förmån ifall bolaget tillhandahåller en sådan till någon annan aktieägare.”¹⁰⁴ Värt att poängtera dock är att nämnda åberopsmöjlighet endast träffar rättigheter direkt knutna till aktien. En aktieägare som har en rätt gentemot bolaget till följd av ett avtal kan alltså inte åberopa likhetsprincipen. Å andra sidan kan ett sådant avtal innebära att denne otillbörligen gynnas och således ligga till grund för en annan aktieägares åberopande av principen.¹⁰⁵

Vidare begränsas möjligheten att angripa olikabehandling genom ett antal rättsfall. Ett exempel på detta är rättsfallet NJA 1989:751 där en bostadsrättsförening som beslutat att

⁹⁹ Se t.ex. Åhman Ola, Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten, Uppsala, 1997, s. 787 ff.

¹⁰⁰ Likhetsprincipen och generalklausulen har behandlats flitigt i doktrin. För vidare läsning se t.ex. Johansson (2001) och Skog, Rolf, Rodhes Aktiebolagsrätt 21:a uppl., Stockholm 2006.

¹⁰¹ Direktiv 77/91/EEG, s.k. Kapitaldirektivet, artikel 42.

¹⁰² Johansson (2001) s. 149 f.

¹⁰³ Anledningen till att lagrummet är skriven med avgränsande formulering torde bero på att det tidigare var tillåtet med större röstvärdesskillnader i Sverige.

¹⁰⁴ Åhman (1997) s.793

¹⁰⁵ Johansson (2001) s. 150

ansluta sig till ett kabelnät avsåg att fördela kostnaderna för detta i förhållande till lägenhetsinnehavarnas bostadsyta. En av lägenhetsinnehavarna väckte talan med inställningen att detta stred mot likhetsprincipen i föreningslagen. Hovrätten, vars dom också fastslogs av högsta domstolen, fann dock att kostnadsfördelningen inte kunde ”anses kränka den föreningsrättsliga likställighetsprincipen, vilken i första hand torde avse rent illojala eller på annat sätt otillbörliga fall av gynnande eller missgynnande av vissa föreningsmedlemmar.”¹⁰⁶ En annan avgörande orsak till hovrättens och HD:s inställning var att det fanns stöd i föreningens stadgar för en olikabehandling av det slag som var aktuellt. Rättsfallet, som torde kunna tillämpas analogt, får alltså anses ge uttryck för att olikabehandlingen skall nå en viss dignitet för att anses vara otillåten.

Likhetsprincipen gäller inom en och samma association. Skyldigheten till lika behandling ansågs föreligga när ett par börsbolag gjort ett gemensamt offentligt erbjudande att förvärva aktier i ett annat börsbolag.¹⁰⁷ I nämnda fall grundades, som tidigare konstaterats, skyldighet om att behandla alla lika dock på en bestämmelse i de erbjudande bolagens noteringsavtal med Stockholmsbörsen.

5.2.3 Generalklausulen

Som ovan nämnts avser klausulerna hindra att bolagsstämman, styrelse och ställföreträdare företar åtgärder som är ägnade att ge en aktieägare eller någon annan otillbörlig fördel som är till nackdel för annan aktieägare eller bolaget. Generalklausulen är i första hand ett minoritetsskydd, men stadgandets generella utformning innebär dock att den kan användas även mot minoritetsmissbruk. Generalklausulen är i mångt och mycket lik likhetsprincipen och är också ett uttryck för likabehandlingsprincipen i ABL.¹⁰⁸

Tre rekvisit av särskilt intresse kan utläsas ur lagrummen. Av ordalydelsen framgår för det första att åtgärden ifråga endast behöver vara *ägnad att* ge otillbörlig fördel.¹⁰⁹ Några faktiska fördelar med motsvarande nackdelar är nödvändiga för att klausulerna skall bli tillämpliga. Det har istället ansetts tillräckligt med att fördelen respektive nackdelen av åtgärden innebär en sannolik följd, vilket innebär att beslut kan klandras innan det realiserats eller genomförs.¹¹⁰

För det andra skall det vara fråga om ett *otillbörligt gynnande*. Kravet på att den vidtagna åtgärden otillbörligen skall gynna en annan aktieägare kräver, till skillnad från likhetsprincipen, att någon faktiskt har fått en fördel som någon annan aktieägare inte åtnjuter samt att denna särbehandling inte har stöd i någon av likhetsprincipens undantag. Kravet på otillbörlighet innebär enligt förarbetena att regeln skall tillämpas med viss försiktighet och bedömningen skall ske på objektiva grunder där såväl sättet som resultatet kan statuera det otillbörliga gynnandet.¹¹¹ Detta innebär att det måste råda ett tydligt missförhållande mellan den fördel som någon åtnjuter och den nackdel som drabbar bolaget eller aktieägare.¹¹²

¹⁰⁶ NJA 1989: 751 s. 753

¹⁰⁷ Se NJA 1985:343, det s.k. Företagsfinansmålet, som även kommenterats ovan.

¹⁰⁸ Prop. 1973:93 s. 84

¹⁰⁹ Bergström, Clas och Samuelsson, Per, Aktiebolagets grundproblem, 2:a uppl., Göteborg, 2001, s. 165

¹¹⁰ Dotevall, Rolf, Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör, Malmö, 1989, s.286

¹¹¹ Prop 1973:93 s. 137

¹¹² Dotevall (2005) s. 135

Generalklausulen aktualiseras även då det sker ett reellt gynnande av en aktieägare trots att det inte förelegat någon formell åtgärd som kunnat angripas med stöd av likhetsprincipen.¹¹³

Vid bedömningen av begreppet otillbörligt har i propositionen till en äldre ABL (1973:93 s.137) framförts att ”en åtgärd som är i bolagets intresse och framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig kan inte betecknas som otillbörlig, även om åtgärden innebär en avvikelse från likställighetsprincipen.”¹¹⁴ I NJA 1977:393 uttalade högsta domstolen att en förenings medlemmar inte får behandlas olika om det inte finns *sakliga skäl* som motiverar detta.¹¹⁵ Pehrson har gjort gällande att olikabehandling är sakligt motiverad i ett aktiebolag om den, som nämnts i propositionen, framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig.¹¹⁶ Detta har emellertid ifrågasatts i annan doktrin med motiveringen dels att vad som är företagsekonomiskt riktigt inte kan fastställas, samt dels att ”i bolagets intresse” är aktieägarnas gemensamma intresse.¹¹⁷ Nerep kritiserar i sin tur såväl Skog/Rodhes och Pehrsons ståndpunkter och intar en åsikt däremellan.¹¹⁸ Bergströms m.fl. tolkning i frågan sammanfattas som att ”en åtgärd som kan motiveras genom att den är till fördel för bolaget ur ekonomisk synvinkel kan inte anses strida mot otillbörlighetsrekvisitet” samt att ”(d) et är vidare uppenbart att principen om maximering av aktievärdet alltid skall tillmätas avgörande vikt om majoriteten önskar genomföra ett beslut som inte ger alla aktieägare samma rätt men som ökar värdet av samtliga aktier i bolaget.”¹¹⁹ Sistnämnda författare sätter således likhetstecken mellan företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt och ökning av aktievärdet. Tolkningen av otillbörlighetsrekvisitet och vad som kan anses vara företagsekonomiskt försvarbart skapar problem vid bedömningen av om en emission kan anses vara otillbörlig. Att stärka bolagets egna kapital genom tillskott från aktieägare, samtliga eller endast vissa, torde i de allra flesta tänkbara fall vara företagsekonomiskt försvarbart, men likväl ur ett rättviseperspektiv tveksamt. Diskussionen återkommer i avsnitt 5.2.5.

Avslutningsvis skall också gynnandet avse någon. Nuvarande ordalydelse i reglerna avser såväl annan aktieägare som *annan*. *Annan* kan vara såväl en fysisk som juridisk person. Dessutom skall gynnandet generera i att någon missgynnas. I lagrummet sägs att åtgärden skall vara till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

5.2.4 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulen

Vilken relation reglerna om likabehandling har är inte helt klart och omtvistat.¹²⁰ Principerna inom ABL är som ovan synes inte helt lika varandra. Alla skillnader skall och kan inte utrönas då ståndpunkterna i doktrin är tämligen olika, utan här sker en kortare presentation av det mest väsentliga skillnaderna.

Först och främst kan konstateras att generalklausulen till skillnad från likhetsprincipen även träffar fördelar som kommer andra än aktieägare till godo. Vidare kan upprepas att generalklausulen sätter upp en viss ”kvalitativ” gräns för vad som skall betraktas som otillåtet,

¹¹³ Johansson, Svante (2001) s. 152. Se även Bergström Samuelsson (2001) s. 165

¹¹⁴ Prop 1973:93 s. 137 ff. Vad avser detta rättsområde är den äldre propositionen fortfarande aktuell.

¹¹⁵ Rättsfallet har föreningsrättslig anknytning men torde kunna tillämpas analogt.

¹¹⁶ Pehrson, Lars, Generalklausuler i aktiebolagslagen. Festskrift till Sveriges Advokatsamfund, Stockholm, 1987, s. 500 f.

¹¹⁷ Se bl.a. Skog (2006) s. 249 f.

¹¹⁸ Nerep, Erik, Aktiebolagsrättslig analys, Ett tvärsnitt av nyckelfrågor, Stockholm, 2003, s. 296 ff.

¹¹⁹ Bergström och Samuelsson (2001) s. 169 f.

¹²⁰ Se t.ex. Berström, Clas, Högfeldt, Peter och Samuelsson, Per, Om kravet på likabehandling av aktieägare, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1-2/94, s. 122 och Nerep (2003) s. 274 ff.

medan likhetsprincipen i den bemärkelsen får anses som mer sträng. Det ter sig logiskt då ett motsvarande krav på "otillbörlig fördel" skulle begränsa likhetsprincipens tillämpningsområde alldeles för mycket.¹²¹ Likhetsprincipen måste ju nämligen också kunna tillämpas när någon aktieägare enbart blir föremål för en sämre behandling, utan att någon gynnas på dennes bekostnad. Bevisbördan kan således bli strängare om man väljer att åberopa generalklausulerna. Likväl konstaterade högsta domstolen i NJA 1989:751 att likhetsprincipen avser rent illojala eller på annat sätt otillbörliga gynnande, vilket ändå ger uttryck för visst krav av fränsteg från principen för att den skall kunna åberopas. Dessutom åtnjuter likhetsprincipen ett flertal undantag, där generalklausulen alltså kan komma att betraktas som den strängare av dem två.

Generalklausulen torde främst ha betydelse i de fall lagen tillåter avvikelser från likhetsprincipen. Som exempel kan nämnas nyemissioner av aktier utan företrädesrätt samt riktade emissioner till aktiernas marknadsvärde vilka regleras i ABL 13 kap respektive 16 kap. Om emissionen ej sker till marknadsvärde kan den dock angripas med stöd av likhetsprincipen, annars inte.¹²² Generalklausulen blir då istället tillämplig, men först om avvikelser i sådana fall är så stora att den kan anses ägnad medföra en alltför stor fördel för en aktieägare eller annan med en motsvarande nackdel för övriga aktieägare. Värt att anmärka är också att generalklausulen då kan komma att tillämpas även när beslutet är förankrat i ett stämmobeslut, genom t.ex. en ändring av bolagsordningen. Detta ger generalklausulen en relativt flexibel ställning då den kan åberopas gentemot ett beslut som för tidpunkten var lagenligt, men p.g.a. ändrande förhållanden i det enskilda fallet, anses strida mot generalklausulen när styrelsen skall verkställa beslutet.¹²³ Det bör dock poängteras att eftersom lagen tillåter avvikelser från likhetsprincipen i nämnda fall måste, enligt doktrin vars uppfattning jag delar, dock aktieägare acceptera en viss grad av olägenhet och således skall generalklausulerna tillämpas endast i undantagsfall.¹²⁴ Om så inte vore fallet skulle undantagen förlora en stor del av sin funktion, och beslut i enlighet med dessa knappast vågas tas. Med hänsyn till framförda har likhetsprincipen kunnat sägas ta sikte på det formella förhållandet mellan aktieägarna, medan generalklausulen snarare avser det materiella förhållandet dem sinsemellan.¹²⁵

5.2.5 Aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen i samband med offentliga uppköpserbjudanden

Som ovan konstaterats kan ingendera av principerna i aktiebolagsrätten åberopas av andra placerare på aktiemarknaden än de som äger aktier i det aktuella bolaget. Generalklausulen inträder endast om en aktieägare eller annan gynnas av *ett bolagsorgan* på bekostnad av en aktieägare. Även likhetsprincipen inträder endast då aktieägare behandlas i strid med lag, bolagsordning etc. av ett bolagsorgan. Vid offentliga uppköpserbjudanden kan endast den børsrättsliga likabehandlingsprincipen komma ifråga. Emellertid kan principerna i ABL främst komma att aktualiseras i den rad av åtgärder som kan komma att föregå ett offentligt uppköpserbjudande.

¹²¹ Johansson (2001) s. 152

¹²² Nerep (2003) s. 280

¹²³ Av ABL 8:41 2 st., generalklausulen avseende styrelse och ledande befattningshavare, framgår också att dessa inte heller får följa en anvisning av bolagsstämman om anvisningen inte gäller därför att den strider mot ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.

¹²⁴ Johansson (2001) s. 152 f.

¹²⁵ Dotevall (2005) s. 133

Följande får statuera som exempel angående de problem som kan uppstå. Eftersom ett bolag inte sällan blir i behov av större eget kapital sker också vanligtvis en ökning av bolagets aktiekapital. Detta kan t.ex. ske genom en nyemission. En förutsättning för att beslut om ökning av aktiekapitalet på detta vis skall kunna fattas är att bolagsordningen tillåter detta. Om utrymme för en sådan åtgärd inte finns måste bolagsordningen först ändras genom ett beslut på bolagsstämman där kvalificerad majoritet krävs. Om företrädesrätten, dvs. nuvarande aktieägarnas rätt till att teckna aktierna vid emissionen, vid själva emissionsbeslutet inskränks krävs även en majoritet om två tredjedelar av såväl de avgivna som de aktier som är företrädade vid stämman, till skillnad från det i övrigt gällande kravet på enkel majoritet.¹²⁶

Vad som är intressant är dock att aktieägarnas företrädesrätt inte gäller om vederlaget för aktierna utgörs av apportegendom, dvs. om vederlaget består av något annat än likvida medel. Vidare kan företrädesrätten åsidosättas i vissa fall vid kontantemissioner genom en bestämmelse i bolagsordningen eller i emissionsbeslutet.¹²⁷ Denna möjlighet har motiverats med att företrädesrätten i vissa fall kan skapa oönskade tidsutdräkter och rent allmänt försvåra för bolaget att anskaffa kapital.¹²⁸ Då en emission riktas på nämnda sätt kan framförallt skillnaden i röstvärde och inflytande förändras, där de befintliga ägarna löper risken att drabbas av såväl värdeförluster och maktförluster.¹²⁹ Syftet med att lagstiftaren valt att göra avkall på företrädesrätten mer specifikt vid apportemissioner är också av det enkla skälet att den aktuella egendomen som skall utgöra vederlaget i normalfallet inte innehas av alla aktieägare utan endast av dem som skall teckna aktien. De negativa effekterna blir emellertid att spelrummet för majoritetsägarna i bolaget blir stort på bekostnad av minoriteten. För att undvika att agera lagstridigt, men ändå tvivelaktigt, kan majoriteten nämligen genomföra en nyemission till såväl aktieägarna som en utomstående part till en kurs som motsvarar de gamla aktiernas värde före emissionen. På så sätt lider minoriteten ingen ekonomisk förlust. Däremot påverkar det deras andel av rösterna eftersom emissionen innebär en utspädning.¹³⁰ Vi återkommer strax till de begränsningar som råder.

Vad beträffar kontantemissioner bör följande nämnas. I förarbetena till ABL framgår att en kontantemission till vissa aktieägare, dvs. åsidosättande av företrädesrätten, kan ske endast om *objektivt godtagbara skäl* för ett sådant förfarande föreligger (om inte samtycke redan erhållits från aktieägarna naturligtvis).¹³¹ Lagutskottet framförde också att det torde vara ”synnerligen ovanligt” att det kan åberopas just sådana skäl.¹³² En följd av att en sådan emission genomförs utan att kunna motiveras av objektiva skäl är att den då kan angripas med hjälp av generalklausulen för att förhindra missbruk. Det har här dock hävdats att företrädesrätten kan åsidosättas för att avvärja en allvarlig finansiell kris för bolaget.¹³³ AMN har också gjort ett initiativuttalande, AMN 2002:2, angående detta. Nämnden konstaterar i uttalandet att en kapitalökning genom en emission som sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt och helt eller delvis riktas till vissa aktieägare i bolaget alltid innebär en risk för ett åsidosättande av den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen. Vidare konstaterar nämnden att objektiva skäl sannolikt föreligger om bolaget befinner sig i finansiell kris och en

¹²⁶ ABL 7:2 och 8 jämfört med 13:2

¹²⁷ Se t.ex. ABL 13:1 angående nyemission av aktier.

¹²⁸ Bergström, Clas och Samuelsson, Per, Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner, i Intressekonflikter och finansiella marknader, red. Nord, Gunnar och Thorell, Per, 2006.

¹²⁹ Bergström och Samuelsson (2006)

¹³⁰ Skog (2006) s. 49 och 57 ff.

¹³¹ Prop 1973:93 s. 129

¹³² Lagutskottet 1973:19, s. 45

¹³³ Åhman (1997) s. 804

sådan emission bedöms vara det enda alternativ, som med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur denna kris. Längre går dock inte nämnden. Av särskilt intresse i detta sammanhang är att nämnden anser att det finns anledning att upprätthålla en restriktivare syn när en nyemission riktas till vissa aktieägare än när den riktas till en eller flera utomstående finansörer. Detta beror på att aktieägaren själv får vara med att fatta beslutet utan att betraktas som jävig.^{134 135}

Företrädesrätten kan på ovan sätt således förlora sin verkan genom en bestämmelse i emissionsbeslutet vad gäller kontantemissioner, och i synnerhet vid apportemissioner där företrädesrätten som sagt inte gäller. Hela detta förfarande kan ske i samband med ett offentligt erbjudande. Vad beträffar en kontantemission torde detta dock vara mindre sannolikt. Enligt min mening måste detta i så fall ske genom att endast utgöra steget före själva uppköpsbeslutet. För att en sådan emission sedan skulle få betydelse för genomförandet av det offentliga erbjudandet torde den utgöra en nödvändighet för att förslaget om själva uppköpet skall bifallas. Ett uppköpande bolag skulle således, om något av ovan nämnda undantag är tillämpliga, kunna genomföra en kontantemission utan företrädesrätt så att det sker en sådan maktförskjutning vad gäller rösträtten bolaget. Detta förfarande torde dock vara ett förfarande som omfattas av generalklausulen. Enligt Johansson skall nämligen skälen till varför en emission genomförs beaktas vid denna bedömning.¹³⁶ Nerep framför dock med stöd av två domar i tingsrätt och hovrätt att en riktad emission till förmån för en utomstående part som innebär att en minoritetsägars innehav minskar från 12 procent till 9 procent inte torde utlösa en tillämpning av generalklausulen utan att det fordras något mer av otillbörlighet.¹³⁷ Att detta sker som ett försteg innan ett beslut om ett offentligt bud skall tas borde dock eventuellt kunna ses som den extra omständighet för att otillbörlighet skall anses vara uppfylld enligt min mening.

Men vad beträffar en apportemission torde sannolikheten vara större att en sådan med framgång kan genomföras i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Om beslut av styrelsen fattas om en apportemission kan den situation uppkomma i samband med offentliga uppköpserbjudanden att minoriteten i det *erbjudande* bolaget lider skada genom att ersättningen för de överlåtna aktierna skall utgöras av aktier i det erbjudande bolaget. Majoritetsaktieägarna i det erbjudande bolaget kan här alltså besluta om nyemission med apportegendom som betalning och på så sätt öka aktiekapitalet utan att medge företrädesrätt. Genom att nyemittera aktier sprids ägandet i bolaget ut på fler aktier än vad som var fallet före emissionen och därmed minskar minoritetens andel av det totala innehavet och således också dess inflytande. Minoriteten kan bli särskilt drabbad av att förhållandet mellan ägargrupperna förändras genom att stora delar av det minoritetsskydd som finns i ABL går förlorat om minoritetsaktieägarnas innehav understiger en tiondel av aktierna. Om förändringen innebär att denna gräns inte längre uppnås förlorar minoriteten således mycket av det skydd som erbjuds, bland annat genom att kunna tvinga fram beslut om utdelning och kunna väcka talan mot företrädare för bolaget, och får då en väsentligt sämre ställning.¹³⁸

¹³⁴ AMN 1988:12

¹³⁵ Vad beträffar riktade emissioner till t.ex. styrelsemedlemmar gäller dock, som tidigare konstaterats, de stränga reglerna i ABL 16 kap.

¹³⁶ Johansson, Svante, Bolagsstämma, Stockholm, 1990, s.148.

¹³⁷ Nerep (2003) s. 283

¹³⁸ Skog (2006) s. 59

Det enda försvarsmedel som då står till buds för minoriteten är som tidigare nämnts generalklausulen om emissionen sker till marknadsvärde.¹³⁹ Ett beslut som alltså skulle vara ägnat att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller *annan aktieägare* kan upphävas av domstol om det klandras av en aktieägare.¹⁴⁰ Trots emission sker till marknadsvärde kan den vara till nackdel för minoriteten. Om emissionen sker till värdet på aktierna före emissionen och utspädning sker, sjunker nämligen värdet på aktierna vilket alltså med största sannolikhet skulle kunna angripas med stöd av generalklausulen. Eftersom utrymmet ändå lämnats i lagen för liknande åtgärder torde enligt doktrin åtgärden ändå kräva en mera påtaglig maktförskjutning till nackdel för minoriteten för att den skall kunna angripas.^{141 142}

Vad beträffar kontantemissioner specifikt framgår av Bergström och Samuelssons slutsatser att valet mellan riktade och företrädesemissioner inte behöver vara självklar, utan hävdar att det finns flera fördelar med att välja det förra alternativet. Främst av det skälet att det är en effektivare metod för kapitalanskaffning än genom emission med företrädesrätt, där de stödjer sig på empirisk data som visat på att en riktad emission med en hög rabatt kan gynna kollektivet av små aktieägare. Nämnda författare menar att tillåtligheten av en riktad emission inte nödvändigtvis behöver vara begränsad till de objektiva skäl som AMN angivit, alltså endast som en lösning av en finansiell kris.¹⁴³ Vilka anger de dock inte specifikt. Men författarnas slutsats måste rimligtvis tolkas som en signal om att det inte är otänkbart att fler alternativ till att åsidosätta företrädesprincipen, och därmed den likabehandlingsprincip som den ger uttryck för, även kan komma ifråga. I förlängningen torde det i så fall inte heller vara helt osannolikt att riktade kontantemissioner i högre grad genomförs som ett led i ett företagsförvärv, där apportemissioner redan är en möjlig ”betalningsmetod”. Huruvida detta ses som en acceptabel utveckling kan och bör dock ifrågasättas. Som tidigare konstaterats torde generalklausulen, i form av enda begränsning utöver kraven på särskild majoritet i beslutsreglerna, ha en central roll när principen om likabehandling skall upprätthållas i dessa fall.

Vad som emellertid må vara mer intressant vad gäller det som framförts om kontantemissioner är tolkningen av vad som skall anses otillbörligt och ej. Argumentet att finansiell kris, och den önskan om utvidgning av tolkning av objektiva skäl, som framförts för att legitimera riktade kontantemissioner synes kunna tolkas på två sätt. Dels torde argumenten endast ses som tolkning av termen otillbörligt gynnande enligt likabehandlingsprincipen vid just åsidosättandet av företrädesrätten vid kontantemissioner. Emellertid, och troligtvis mer sökt, skulle kunna hävdas att argumenten om finansiell kris och doktrinen förslag om utvidgningen av vad som utgör objektiva skäl skulle kunna legitimera en ”annars otillbörlig” *apportemission*, dvs. utgöra tolkningsunderlag för vad som skall anses vara acceptabla frångång från likabehandlingsprincipen vid emissioner rent generellt. Diskussionen om huruvida olikabehandling kan tillåtas, i tolkningen av *sakliga skäl*, om den kan motiveras som

¹³⁹ Skog (2006) s. 58 f.

¹⁴⁰ ABL 7:50-52

¹⁴¹ Skog (2006) s. 59

¹⁴² Även s.k. riktade emissioner, dvs. emissioner riktade till t.ex. styrelseledamöter och VD, dvs. inte utomstående personer/bolag, skapar samma problematik. Här har emellertid lagstiftaren ansett angeläget med restriktiva regler. I ABL har av denna anledning införts stränga krav vad gäller beslut om en sådan riktad emission krävs en majoritet om minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädda vid bolagsstämman. Då majoritetskravet för den här typen av beslut är hårdast tänkbara torde dock möjligheterna till missbruk genom detta tillvägagångssätt vara små.

¹⁴³ Bergström och Samuelsson (2006)

företagsekonomiskt riktig eller försvarlig gör sig därför återigen påmind. Resonemanget är emellertid krystat och består av många olika åsikter varför det inte ges mer utrymme här.¹⁴⁴

5.3 Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen

5.3.1 Allmänt

De övergripande principer som genomsyrar börsrätten utgår alla från huvudprincipen om ”fair play” på marknaden. Förutom allmänhetens förtroende, hämtar principerna även sitt innehåll från aktiebolagsrätten. Utan dessa principer skulle med största sannolikhet investerare välja andra investeringsformer för att få avkastning på sitt kapital. Tre övergripande principer återfinns på börsrättens område; likabehandling, informationsgivning och rättssäkerhet.¹⁴⁵ Här kommer endast principen om likabehandling presenteras.

Likabehandling av aktieägare är en av de mest centrala frågeställningarna i samband med offentliga erbjudanden. Trots, som tidigare konstaterats, börsrätten blivit föremål för omfattande lagstiftning har inte kravet på likabehandling reglerats i lag. I förarbeten konstateras att de i direktivet upptagna allmänna principerna, däribland likabehandlingsprincipen, inte uttryckligen behöver återges i medlemsstaternas reglering; de skall ”följas” vid genomförandet av direktivet.¹⁴⁶ Principens frånvaro i lagstiftning skall inte heller överdrivas då den istället står att finna i såväl inledningen till TO-reglerna som i dess uttryckliga regler. I inledningen till TO-reglerna påtalas, som tidigare nämnts, att tolkningen av reglerna skall ske utifrån de principer som TO-direktivet vilar på. En av dessa är likabehandlingsprincipen som stadgar att; ”Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas.”¹⁴⁷ ¹⁴⁸ Principen innebär således att alla aktieägare, små som stora, skall erbjudas att sälja till samma pris per aktie. Erbjuds större aktieägare flera alternativa former av vederlag, t.ex. både kontanter och aktier i erbjudande bolaget, skall även de små aktieägarna erbjudas samma valmöjlighet.¹⁴⁹ Detta är åtminstone utgångspunkten och huvudregeln. Vidare kan själva principen om likabehandling aktualiseras gentemot såväl det erbjudande bolaget som målbolaget. Som ovan redogjorts kan aktieägarna i det erbjudande bolaget nämligen lida skada om företrädesrätt ej medges vid aktieteckning. Av den börsrättsliga principen framgår dock att denna tar sikte enbart på det målbolagets aktieägare.

Värt att notera är att likabehandlingsprincipen även statuerades i inledningen till NBK:s tidigare gällande regler med följande ordalydelse; ”En grundläggande tanke bakom reglerna är att aktieägarna i målbolaget skall behandlas på ett likvärdigt sätt. Ingen aktieägare eller aktieägargrupp i målbolaget får på ett otillbörligt sätt gynnas i förhållande till andra aktieägare exempelvis i fråga om det erbjudna vederlaget.” Som synes är ordalydelsen inte densamma. Huruvida denna skillnad har någon betydelse i fråga om tillämplighet håller jag för osannolikt, då *regeln* i sig är densamma. Emellertid kan påpekas att NBK:s ordalydelse synes vara influerat av aktiebolagsrättsliga generalklausulen beträffande att ingen aktieägare otillbörligen får gynnas. Nuvarande ordalydelse har istället, och som nyss nämnts, sitt ursprung i de principer som kommer till uttryck i TO-direktivet.

¹⁴⁴ Se särskilt Nerep (2003) s. 290 ff.

¹⁴⁵ Kristiansson (1996) s. 33 ff.

¹⁴⁶ SOU 2005:58 s. 101

¹⁴⁷ Se inledningen till TO-reglerna i t.ex. Börs 2006/07 Regelsamling, FAR Förlag.

¹⁴⁸ Samma ordalydelse följer av TO-direktivet, se 2004/25/EG art. 3 p. 1.

¹⁴⁹ Kågerman (2001) s. 225

Principen om likabehandling gäller inte endast aktier utan även övriga finansiella instrument som är att betrakta som lika. Olika värdepapperskategorier behöver inte behandlas lika, vilket är ett undantag som skall behandlas nedan, men inom varje värdepapperskategori måste principen efterlevas. Vad avser vederlaget skall samma valmöjligheter erbjudas inom samma kategori. Av stor betydelse är att likabehandlingsprincipens tillämpning på olika värdepapperskategorier innebär att vederlagets värde, inte vederlagets form, skall vara lika kategorierna sinsemellan.¹⁵⁰

Mer konkret har likabehandlingsprincipen också kommit att regleras i TO-reglernas II.8 där det statueras att "(b) udgivaren skall erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare, kan dock vederlag i annan form, men med samma värde erbjudas dem."¹⁵¹ I kommentaren till bestämmelsen sägs att principen om att budgivaren skall behandla alla innehavare av aktier med identiska villkor lika är av grundläggande betydelse för förtroendet för aktiemarknaden och reglerna om offentliga erbjudanden. Likt den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen syftar den börsrättsliga motsvarigheten inte enbart på ekonomiska rättigheter utan även på rättigheter av inflytandemässig karaktär, främst rätten till utdelning och delta i beslutsfattande, som aktieägaren åtnjuter enligt lag eller bolagsordning. Detta följer av ordalydelsen "identiska villkor".

5.3.2 Argument för och emot en likabehandlingsprincip

Likabehandlingsprincipen är, i ekonomiskt hänseende, uteslutande fokuserad på bolagets värde, nämligen den del av en samgåendevinst som tillfället målbolagets aktieägare.¹⁵² Principen om lika bud syftar alltså till att synergivinsten¹⁵³ vid ett uppköp inte endast skall komma köparna och de stora ägarna till del utan även de ägarna med mindre aktieposter. Därför har som tidigare redogjorts i kapitlet om budplikt lagstiftaren velat se att den s.k. premien kommer även små aktieägare till del. Det förbud mot differentierande bud som likabehandlingsprincipen ger uttryck för gynnar ju i allmänhet de små aktieägarna i målbolaget i förhållande till en tillåtlighet av differentierade bud. Kritiken som riktats mot principen är att den reducerar incitamenten att söka förbättringar och att antalet värdehöjande bud går ned och att likabudsprincipen därför också reducerar marknadsvärdet på företagen.¹⁵⁴ Men den inriktning som regleringen härmed fått appellerar förstas starkt till allmänna föreställningar om rättvisa vilket utgör den rättspolitiska grunden för likabehandlingsregeln.¹⁵⁵

Vid införandet av NBK:s bestämmelser framfördes att aktieägare lätt hamnar i ett underläge när de skall värdera villkoren i det offentliga erbjudandet då aktieägaren sällan har tillgång till all nödvändig information för en korrekt bedömning av budet, medan uppköparen möjligtvis har kunnat göra en mer grundlig undersökning.¹⁵⁶ Inför ett offentligt erbjudande har budgivaren i regel gjort en noggrann granskning av målbolaget vilket leder till att budgivaren

¹⁵⁰ Kågerman (2001) s. 225

¹⁵¹ Vi återkommer till undantaget som reglerats i andra satsen i avsnitt 6.2.1.

¹⁵² Afrell, m.fl. (1998) s. 256

¹⁵³ Med synergivinsten åsyftas den sammanlagda ekonomiska fördel som budgivaren anser sig vara beredd att betala extra utöver marknadsvärdet på aktierna av den anledning att denne ser en ekonomisk potential i att äga och kontrollera målbolaget.

¹⁵⁴ Bergström och Rydqvist (1992) s. 74 f.

¹⁵⁵ Afrell, m.fl. (1998) s. 256

¹⁵⁶ Afrell, m.fl. (1998) s. 235

ser en värdeökningspotential i förhållande till dagskursen för budet. Därför erbjuds aktieägarna numera i regel en premie utöver själva marknadsvärdet på aktierna vid offentliga uppköpserbjudande.¹⁵⁷ Att aktiernas värde fortsätter stiga efter ett uppköp kan i och för sig användas som ett argument mot att aktieägarna ändå inte fått tillräckligt vederlag. Å andra sidan måste det enligt min mening finnas ett utrymme för spekulation och vinst för att ett köp överhuvudtaget skall komma ifråga. Detta får alltså anses tillhöra marknadens spelregler.

Vidare har Bergström m.fl. i en äldre studie framfört att minoritetsaktieägarna endast under mycket restriktiva antaganden drar fördel av en regel som ger dem en rättighet att sälja till samma pris som en kontrollaktieägare. Deras resonemang bygger på att samtidigt som en likabehandlingsprincip gynnar minoritetsägarna i den bemärkelsen att de får del av den totala synergivinsten, minskar också sannolikheten att en affär överhuvudtaget initieras. I förlängningen skulle denna minskade sannolikhet enligt författarna minska bolagets värde i sådan utsträckning att dess negativa följder överväger likabehandlingsprincipens fördelar. Deras kontenta blir att man inte kan utesluta att de små aktieägarna i slutändan förlorar på ett diskrimineringsförbud.¹⁵⁸ Huruvida dessa författare står fast vid den för många år sen intagna ståndpunkt är högst oklart. Jag håller det dock inte för osannolikt att författarna med beaktande av den ökade mängden offentliga bud generellt, och offentliga bud innehållande premier i synnerhet, som skett samt slutligen den rika floran av undantag från likabehandlingsprincipen som skapats (och som senare skall presenteras), skulle kommit till en annan slutsats.

¹⁵⁷ Afrell, m.fl. (1998) s. 232

¹⁵⁸ Berström, Högfeldt, och Samuelsson (1-2/94) s. 146

6. Börsrättsliga likabehandlingsprincipens undantag

6.1 Allmänt

Det bör inledningsvis poängteras att det hävdas att målsättningen med principen enbart är att åstadkomma en formell likabehandling och liknas närmast med ABL:s likhetsprincip som redogjorts för ovan. Innebörden av principen är som ovan redogjorts att uppgörelser med vissa aktieägare på förmånligare villkor än vad andra erhåller genom det offentliga uppköpserbudandets inte får förekomma. Det finns enligt Afrell m.fl. alltså ingen möjlighet för en budgivare att grunda prisdiskriminering på ”sakliga skäl”, utan det är endast de statuerade undantagen som kan aktualiseras.¹⁵⁹ Idag torde det enligt min mening dock vara möjligt att få till stånd ett undantag med hänsyn till ”sakliga skäl”. Anledningen är dels att AMN har givits mandat enligt TO-reglerna I.2 att bevilja undantag från reglerna. Vad nedan kommer att framgå har när AMN beviljat undantag skälen varit ”sakliga” i den bemärkelsen att de hänfört sig till kostnads- och tidsaspekter och dessutom grundat detta redan på TO-regeln I.1. Detta är enligt min mening sakliga skäl på så sätt att AMN har sagt att detta är legitima skäl till frånsteg från principen. Nämnden konstaterar också angående den undantagsmöjlighet som vuxit fram med hänsyn till kostnads- och tidskrävande aspekter att ”hittillsvarande svenska praxis är alltså grundad på starka sakliga skäl”.¹⁶⁰

Som ovan konstaterats har likabehandlingsprincipen givits en grundläggande betydelse vid uppköp av bolag på aktiemarknaden. Emellertid har den också fått stå tillbaka för ett inte försumbart antal och betydelselösa undantag. Vad gäller TO-reglerna kan likabehandlingsproblematiken delas in i följande områden.

- 1 – Värdepapper med identiska villkor
- 2 – Värdepapper med icke identiska villkor
- 3 – Förvärv vid olika tillfällen
- 4 – Partiella erbjudanden

Utöver nämnda frånsteg är det inledningsvis värt att endast nämna att principen också kan åsidosättas efter samtycke av den som drabbas eftersom regelns huvudsakliga uppgift är att utgöra ett skydd för denne. Detta sker oftast i praktiken genom beslut på bolagsstämman enligt de särskilda majoritetskrav som gäller i den aktuella frågan.¹⁶¹

6.2 Värdepapper med identiska villkor

6.2.1 Vederlag i annan form vid särskilda skäl enligt II.8

Inledningsvis kan nämnas att säljaren ofta har ett berättigat intresse att erbjuda egna aktier som vederlag. Främsta orsakerna är att en sådan betalningsform minskar påfrestningen på finansieringen och minskar i viss mån också den generella risken för framtiden då denna kommer att delas med säljaren (såvida denne inte säljer mottagna aktier omedelbart).¹⁶² Av olika skäl kan det dock finnas uppenbara fördelar för en budgivare att kunna erbjuda olika vederlag.

¹⁵⁹ Afrell, m.fl. (1998) s. 258

¹⁶⁰ AMN 2006:22

¹⁶¹ Majoritetskraven statueras i ABL 7:37-59

¹⁶² Orrbeck (2006) s. 114

Undantag kan göras från likabehandlingsprincipen vid offentliga bud om *särskilda skäl* föreligger, enligt TO-regeln II.8. Enligt kommentaren till bestämmelsen kan sådana skäl föreligga t.ex. när en aktieägare av godtagbara skäl, t.ex. legala, inte kan ta emot det vederlag som erbjuds. Kommentarens ordalydelse tyder inledningsvis på att undantaget skall tolkas restriktivt. Dock uppluckras denna uttalade restriktivitet något eftersom det kan beviljas undantag även när det föreligger tungt vägande *praktiska skäl*. Enligt kommentaren förekommer sådana skäl t.ex. när ett mycket stort antal aktieägare är för handen och en smärre andel av aktieposterna erbjuds kontant vederlag, trots att annat vederlag erlaggs i övrigt. Ett sådant avsteg från principen kan ske främst i syfte att förenkla processen. Detta kan t.ex. ta sig uttryck i att kontanter erbjuds som betalning för småposter i ett offentligt erbjudande som omfattar ett aktiebyte.¹⁶³ Detta kan exempelvis bero på att bytet sker genom att t.ex. tio aktier i målbolaget ersätts med en aktie i budgivande bolag. Avsikten är då att undvika att aktier, och aktieägare, i så hög grad "blir över" och på så sätt förenkla och snabba på processen vid uppköpet.

I ett partiellt bud som prövades av nämnden (AMN 1994:2) beviljades undantag med hänsyn till praktiska skäl. Erbjudandet innehöll en möjlighet för aktieägare med en aktiepost om högst 20 aktier att erhålla vederlag i form av värdecheckar i det erbjudande bolaget. Nämnden godtog detta med förbehållet att erbjudandet skulle riktas mot samtliga aktieägare.

I AMN 2000:1 konstaterade nämnden att ett kontanterbjudande normalt ger största möjliga frihet för de säljande aktieägarna. Detta framgick också för övrigt av kommentaren till NBK:s rekommendation punkt III.3 där det fanns ett krav på att ett offentligt erbjudande till följd av budplikt alltid måste innehålla ett kontantalternativ.¹⁶⁴ I nämnda fall fann nämnden att det föreslagna erbjudandet som innebar att aktieägare som ägde mindre än 100 aktier erbjöds kontant vederlag till skillnad från övriga som erbjöds aktier som vederlag, vara förenligt med god sed på aktiemarknaden. I likhet med AMN 2000:1 ansåg nämnden i AMN 2001:2 kontantersättning till ett färre antal aktieägare förenligt med god sed på aktiemarknaden. I nämnda fall var kontanterbjudandet tänkt att riktas till innehavare av färre än 200 aktier. För aktieägare av fler än 200 aktier skulle bråkdelen av aktieinnehav avrundas uppåt till närmaste hel aktie. En sådan extra ersättning som detta innebar skulle då uppgå till maximalt två procent. Även en sådan åtgärd fann nämnden acceptabel med hänsyn till de praktiska fördelar som detta innebar.

Ett annat uppköp som kommit att behandla detta undantag skedde i utformningen av budet av Old Mutual på Skandia.¹⁶⁵ Det första uttalandet var AMN 2005:32 där Old Mutuals önskemål i huvuddrag var att erbjuda aktieägare med högst 1 000 aktier ett förenklat förfarande där kontantvederlag kunde väljas. Erbjudandet som riktades till samtliga aktieägare skulle bestå av dels aktier i budgivande bolag samt dels kontanter. Kontanterna var ett lägre belopp än värdet på de aktier som erbjöds. Budgivaren avsåg vidare att erbjuda en matchningsmöjlighet vilken skulle möjliggöra för aktieägare i målbolaget att sälja en större andel av sina aktier i målbolaget mot kontantvederlag eller vederlagsaktier förutsatt att valet kunde matchas med andra aktieägars val. Erbjudandet skulle riktas till samtliga aktieägare men aktieägare med

¹⁶³ Kågerman (2001) s. 226

¹⁶⁴ Numera framgår det av reglerna om förvärv utanför det offentliga budet att om budgivaren under denna period mot kontant ersättning och på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande avseende samtliga aktier i målbolaget, har förvärvat mer än 10 % av samtliga aktier i målbolaget, skall erbjudandet innehålla ett vederlagsalternativ som innebär att aktieägarna har rätt att få kontant betalning. (Se TO-reglerna II.10-12)

¹⁶⁵ Utöver nedan nämnda uttalanden behandlades frågor i detta uppköp även i AMN 2005:46 och 2005:47.

högst 1 000 aktier skulle ges förtur. Nämnden återgav inledningsvis vad som uttalats i AMN 2000:1. Nämnden ansåg dock att detta fall var något mer komplicerat. Först och främst konstaterades att det inte mötte något hinder att värdet på det rena kontantvederlaget var lägre än värdet på vederlagsaktierna. Beträffande matchningsmöjligheten ansåg nämnden inte att den stred mot god sed förutsatt att valet kunde matchas med andra aktieägares val och att möjligheten var öppen för samtliga. Föreslagna företräde avseende matchning och därmed till de högre värderade aktievederlaget, dvs. avsteg från likabehandlingsprincipen, som föreslogs ansåg nämnden dock inte ha blivit tillräckligt motiverad för att beviljas. Nämnden framförde att "(i)ntresset av att aktieägare med mindre innehav skall kunna välja ett kontantalternativ kan sålunda inte åberopas till stöd för ett arrangemang som innebär att dessa aktieägare till skillnad från de övriga garanteras full kompensation genom vederlagsaktier i händelse av önskemål om denna kompensationsform."

Skandia som målbolag inkom efter att budet offentliggjorts med en framställning i nämnda uppköpsförfarande som behandlades i AMN 2005:38. I det nu offentliggjorda budet hade Old Mutual erbjudit aktieägare som innehade högst 1 000 aktier rätt att erhålla hela vederlaget i kontanter. Skandias styrelse ställde sig frågande till detta då det endast riktats till dessa aktieägare och inte envar aktieägares första 1 000 aktier. Nämnden återgav vad som konstaterats i AMN 2005:32 och påtalade de tungt praktiska skäl som skulle kunna motivera en lösning av nämnda slag. Då erbjudandet nu också ändrats på så sätt att aktieägare med ett innehav om högst 1 000 aktier får försteg till kontantvederlaget men däremot inte till det högre värderade aktievederlaget ansåg nämnden att den tidigare riktade kritiken inte längre vara aktuell.

Skandia inkom med en ny framställning som behandlades i AMN 2005:48. Där hävdade målbolaget att Old Mutuals olikabehandling i nämnda budgivning av olika småägare inte var tekniskt motiverad och därför stred mot god sed på marknaden. Vad Old Mutual gjorde enligt Skandia var att de hade avgränsat möjligheten till fullt kontantvederlag till aktieägare innehavandes högst 1 000 aktier till att endast gälla de som innehade sina aktier genom förvaltare auktoriserade enligt Lagen (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument. Övriga ägare bereddes inte per automatik företräde utan blev hänvisade till den rätt ifrågasvarande förvaltare månne ha enligt matchningsmöjligheten. Vidare påtalade Skandia att Old Mutual inte gjort en s.k. aktiebokskörning i anslutning till budet vilket inneburit att det saknats skäl att särbehandla aktieägare som kanske inte har aktier registrerade i eget namn. Old Mutual hävdar att olikabehandlingen gjorts av kontroll- och säkerhetsskäl för att minimera risken för missbruk av kontantgarantin. Kontentan av nämndens uttalande i frågan var att detta förfarande inte stridit mot god sed på marknaden. Nämnden sade att det förvisso kanske hade varit mer följdriktigt att göra en s.k. aktiebokskörning, men att bolaget istället krävt att vardera aktieägare skulle intyga sitt ägande för det aktuella datumet, vilket ansågs tillräckligt. Old Mutual hade i övrigt haft tekniska och praktiska skäl för att göra en skillnad i behandlingen av svenska och utländska förvaltarregistrerade aktier enligt nämnden.

I AMN 2006:27 var omständigheterna något annorlunda. Budgivaren, MAN, hade här för avsikt att i sitt bud erbjuda aktieägarna i Scania som innehade högst en börspost, dvs. 100 aktier, garanterat kontant vederlag i svenska kronor. Alla aktieägare som inlämnade högst 20 000 aktier i erbjudandet skulle också få kontantandelen av vederlaget i svenska kronor, men efter att de växlats för mottagarens räkning. Aktieägare med större innehav än 20 000 aktier skulle dock få vederlaget utbetalt i Euro. Anledningen till att samtliga inte erbjöds Euro berodde, enligt budgivaren, på svenska bankers system för hantering av betalning av vederlag i offentliga erbjudanden och att det därmed inte skulle vara praktiskt genomförbart. Nämnden

konstaterade inledningsvis att särbehandlingen av de småaktieägare om högst 100 aktier ansågs ligga i linje med tidigare beviljade undantag med hänsyn till särskilda skäl. Vidare ansåg nämnden inget hindra särbehandlingen av aktieägarna som inlämnade högst 20 000 aktier, dock förutsatt att förfarandet ordnades så att aktieägarna som erhöll svenska kronor, på den dag budgivaren ställer beloppet till förfogande för utbetalning, får lika stora vederlag uttryckt i motvärdet Euro som de aktieägare som erhåller utbetalning i Euro.

Undantag av detta slag synes således vara relativt entydiga. Det skall enligt nämnden anses tillåtet att rikta ett kontanterbjudande till endast vissa aktieägare av mindre poster. Var gränsen för vad som skall vara tillåtet kan inte utläsas. En naturlig förklaring till detta torde vara att aktiernas värde varierar och att postens storlek i sig därför inte betyder nämnvärt. Nämnden synes ändå inte ha fäst någon större vikt vid hur stort värde en sådan post får uppgå till. Medan beloppet på den post som tilläts erbjudas endast kontantvederlag var ca 6.500 kr i AMN 2000:1 var beloppet i AMN 2005:32 ca 42.000 kr. Nämnden synes snarare fästa vikt vid de argument som framförs till *varför* ett ”riktat” kontantalternativ skulle tillåtas överhuvudtaget samt konstruktionen av en sådan lösning.

6.2.2 Undantagsmöjlighet enligt TO-regel I.1 om tidsödande och kostsamma omständigheter föreligger

I och med ett ökat inslag av utländskt ägande av aktier i svenska aktiemarknadsbolag har budgivaren vid offentliga uppköpserbjudanden i större utsträckning fått iaktta inte bara de svenska reglerna utan även bestämmelser i ett eller till och med flera andra länder. Att utforma ett erbjudande så att det uppfyller även dessa krav kan vara mycket tidsödande och kostsamt. Därför har det ansetts nödvändigt att budgivaren skall kunna med stöd av punkten I.1 beviljas undantag från skyldigheten att rikta erbjudandet till aktieägare i alla länder och från skyldigheten att tillämpa de svenska reglerna fullt ut i alla avseenden. Men eftersom förhållandena kan skilja sig åt i olika situationer har det inte varit möjligt att i ett regelverk av förevarande slag ställa upp principer för hur sådana regelkonflikter skall lösas.¹⁶⁶ Det är inte heller ovanligt att bolag i offentliga erbjudanden exkluderar utländska aktieägare av det skälet att det kan vara praktiskt omöjligt att genomföra det gentemot dem. Följande förekommer inte sällan när nordamerikaner äger aktier i svenska bolag eftersom deras prospektregler kan komma att bli tillämpliga vilket är regler som är både arbetskrävande och kostsamma.¹⁶⁷

NBK:s numera upphävda regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv gavs under punkt I.1 motsvarande bakgrundsbeskrivning. I stället för påpekandet om möjligheten att söka dispens angavs dock därefter följande i kommentaren; ”Eftersom förhållandena kan skilja sig åt i olika situationer, är det inte möjligt att i ett regelverk av förevarande slag ställa upp principer för hur sådana regelkonflikter skall lösas. Det får avgöras från fall till fall, bland annat mot bakgrund av internationell praxis, i vad mån erbjudandet skall riktas till aktieägare i alla länder och om de svenska reglerna skall tillämpas fullt ut i alla avseenden.”

I AMN 2004:24 önskade budgivaren utelämna ca 10 procent av aktierna då innehavarna var från USA. Förfarandet skulle nämligen annars kräva en fullödig amerikansk emissionsdokumentation med konsekvensen att processen skulle bli fördröjd i sex till åtta veckor. Detta skulle omöjliggöra ett uppföljande av offentliggörandet av budet med det

¹⁶⁶ Se kommentar till TO-regeln p. I.1

¹⁶⁷ Kågerman (2001) s. 225 f.

prospekt som krävs enligt svensk rätt inom en rimlig tid. Det svenska prospektet skulle sannolikt inte kunna färdigställas förrän den amerikanska övervakningsmyndighetens (SEC) krav på innehållet blivit kända eftersom båda dokumenten bör innehålla samma information i materiella hänseenden enligt budgivaren. Nämnden fastslog att vid bedömningar av detta slag måste detta ske utifrån det specifika fallet och med hänsyn till internationell praxis. Vidare konstaterar nämnden att dispens måste kunna beviljas i de fall det föreligger en konflikt mellan de svenska reglerna och reglerna i aktieägarens hemland. Eftersom de amerikanska kraven på tidpunkten för framläggande av prospekt inte överensstämde med svenska motsvarigheten förelåg ingen skyldighet att rikta budet även till de amerikanska ägarna. Vad nämnden fastslog, vilket är intressant, var att det heller inte krävdes dispens för att undanta de utländska ägarna till följd av konflikten mellan reglerna. Detta ansågs följa redan av kommentaren till den då gällande punkten I.1 i NBK /OE, vars motsvarighet nu finns i kommentaren till TO-regeln I.1.

I det ovan behandlade uttalandet, AMN 2005:38, ställde sig Skandia (målbolaget) även frågande till att Old Mutual i sitt erbjudande exkluderat aktieägare i USA, Kanada, Australien och Japan. Summan av undantagna aktier var 17,7 % av det totala antalet aktier i Skandia. Nämnden återgav vad som konstaterats i kommentaren till bestämmelsen och poängterade att fall av dylikt slag får avgöras från fall till fall, men nämnde också att utelämnande av utländska aktieägare är vanligt i praktiken. Nämnden ansåg inte heller förevarande förfarande strida mot god sed på marknaden genom att budgivaren på detta sätt särbehandlar vissa aktieägare, *förutsatt* att detta inte sker slentrianmässigt utan att det grundar sig på en noggrann analys av rättsreglerna och omständigheterna i det enskilda fallet. Beträffande antalet aktier som undantas nämns att detta inte är av avgörande betydelse såvida det rör sig om en klar minoritet. En minoritet på 17,7% ansågs utgöra en klar sådan.

Efter uttalandet i AMN 2005:38 valde nämnden också att göra ett vägledande uttalande avseende möjligheten att undanta vissa aktieägare, AMN 2006:22. Här återges i mångt och mycket vad som konstaterats i AMN 2005:38. Utöver nämnda skäl till att få utelägna utländska ägare påtalar nämnden också att det anses innebära ”en ökad legal riskexponering att låta till exempel amerikanska aktieägare delta i erbjudandet”. Vidare noterar nämnden att motsvarande särbehandling av amerikanska ägare förekommer i många andra europeiska länder, bl.a. Storbritannien. För att bekräfta att inställningen statuerad i AMN 2005:38 och den då gällande NBK I.1, fastslår nämnden att det inte krävs dispensbeslut för att utesluta aktieägare på motsvarande vis utan det anses följa även av TO-regeln I.1. Att ordalydelsen i kommentaren påtalar att budgivaren kan hemställa om dispens om det föreligger tidsödande och kostnadskrävande omständigheter synes således vara överflödigt.

Sammanfattningsvis bör undantag enligt den senare behandlade undantagsmöjligheten vara relativt sett stor enligt min mening. Nämnden har intagit en generös inställning så länge godtagbara argument framlagts och beviljat undantag utan att ställa alltför höga krav. Som konstaterats ovan är kravet endast att utländska ägare inte slentrianmässigt utelämnas i det offentliga budet samt att de utgör en relativt klar minoritet av ägarna. Således kan bolagen beviljas undantag förutsatt att de faktiskt har kommersiellt godtagbara skäl i det enskilda fallet. Var gränsen för vad som skall anses vara godtagbara skäl för att utelägna utländska ägare i en budprocess går har inte klagjorts utan avgjorts utifrån det enskilda fallet. Då, mig veterligen, nämnden ännu inte i något fall förvägrat undantag av nämnda slag är gränsen högst oklar. Därför synes, som sagt, denna undantagsmöjlighet i dagsläget vara stor. Viktigt att poängtera är dock att jag finner bedömningen från fall till fall vara nödvändig för att undantaget skall fylla sin praktiska och kommersiella funktion. Undantaget får under inga

omständigheter utgöra ett instrument för omotiverad diskriminering. Men om godtagbara skäl inte föreligger torde rimligtvis inga incitament heller föreligga mot att inte låta det offentliga budet omfatta även de utländska ägarna.

6.3 Värdepapper med icke identiska villkor

6.3.1 Allmänt

I TO-reglernas II.9 statueras budgivarens rätt att behandla innehavare av aktier med icke identiska villkor olika. Ett erbjudande kan rikta sig till såväl innehavare av olika aktieslag som därmed jämställda finansiella instrument. Då det förekommer många olika typer av finansiella instrument med olika villkor och förutsättningar har det inte kunnat anses ändamålsenligt att ställa krav på likabehandling. Det har istället ansetts mer naturligt att budgivaren skall ha en möjlighet att lämna vederlag som skiljer sig både beträffande form som värde. Emellertid ställs det oerhört viktiga kravet på att varje innehavarkategori skall ges en rättvis och rimlig behandling.¹⁶⁸ Vad som också är av stor praktisk betydelse här är att olika värdepapperskategorier får behandlas olika endast i den utsträckning det är kommersiellt och marknadsmässigt motiverat. Förekommer t.ex. olika aktieslag som är noterade och skall dessa köpas upp genom ett offentligt bud skall skillnaderna i pris mellan aktieslagen stå i samma proposition till den börskurs som gäller för respektive aktieslag.¹⁶⁹

6.3.2 Aktier med icke identiska villkor

Under första hälften av 1980-talet var differentierande bud inte vanliga utan det var under senare delen av 80-talet som företag tämligen ofta utnyttjade denna möjlighet, dvs. skilja på vederlaget mellan A respektive B-aktier.¹⁷⁰ Anledningen till att många förvärvare utnyttjar möjligheten att differentiera budet är att ett sådant bud minskar den del av sammanslagningens vinsten som via likabehandlingsprincipen skulle komma de små aktieägarna till del. Eftersom ägarna av stora röstandelar (vanligtvis då A-aktieägare) inte har en motsvarande kapitalandel i företaget är det i princip alltid förmånligare för dem och förvärvaren att A-aktierna ges en premie i offentliga förvärvserbjudanden. Bergström & Rydqvist analyserar även varför premien för A-aktien också kan bli så hög på följande sätt; ”(j)u färre A-aktier de stora ägarna innehar, desto högre blir premien per A-aktie eftersom den del av vinsten som skall gå till dem sprids ut på färre A-aktier. Budpremien till A-aktierna blir också stor om antalet A-aktier utanför blocket är litet, eftersom en mindre del av vinsten måste delas med de små A-aktieägarna.”¹⁷¹

Värt att notera är att det under tiden NBK/OE 1971: s rekommendationer gällde, ställdes frågan i AMN 1986:3 om prisdifferentiering av vederlaget för fria och bundna aktier var tillåtet. Nämnden gick här så långt att de konstaterade att likabehandlingsprincipen är ekonomisk och att eftersom kurserna på de fria respektive bundna aktierna var olika skulle det strida mot NBK/OE 1971 att *inte* differentiera vederlaget. Dock gällde och gäller fortfarande kravet på att premien skall vara lika i förhållande till marknadsvärdet. I det ovan behandlade uttalandet AMN 2006:27 var budgivarens önskemål det just nämnda. Budgivaren avsåg nämligen att erbjuda samma totala vederlag per A-aktie och per B-aktie, vilket skulle innebära att premien skulle bli olika stor i förhållande till börskurserna på respektive aktieslag.

¹⁶⁸ Se kommentar till TO-regeln p. II.9

¹⁶⁹ Kågerman (2001) s. 225

¹⁷⁰ Afrell, m.fl. (1998) s. 256 och Bergström och Rydqvist (1992) s. 63

¹⁷¹ Bergström och Rydqvist (1992) s. 66

Eftersom kursskillnaderna aldrig varit större än 2,6 % ansåg nämnden inte detta strida mot TO-reglerna eller god sed på aktiemarknaden.

Att ha aktier med olika röstvärden har ofta kritiserats för ovan nämnda problematik, nämligen att skillnaderna utnyttjas av kontrollaktieägare för att åstadkomma ekonomiska fördelar åt sig själva till nackdel för minoriteten.¹⁷² Röstvärdesskillnader har också marknadsmässigt kommit att betraktas som mindre önskvärda i några fall. Såväl SKF som Electrolux minskade differensen från 1:1000 till 1:10 eftersom den stora differensen uppfattades som någonting negativt av investerare.¹⁷³ Det rättspolitiska argumentet om rättvisa fick således betydelse i den bemärkelsen att förtroendet för bolaget och marknaden i sin helhet skadades. Nackdelarna med större rösträttsdifferenser översteg alltså fördelarna enligt bolagen och deras aktieägare. Ett argument för röstvärdesskillnader som annars ofta framförts är att det kan hindra en minoritet från att störa bolagets skötsel och därmed vara en förutsättning för att bolaget skall få en stabil och handlingskraftig ledning. Vidare kan rösträttsdifferenser var ett sätt att bibehålla makten för en entreprenör samtidigt som denne kan locka till sig riskkapital.

Vad beträffar vederlaget för aktier på aktiemarknaden anges marknadsvärdet som utgångspunkt i kommentaren till bestämmelsen. Vidare sägs att om det förekommer ett procentuellt påslag på marknadsvärdet, s.k. premie, i budet skall den i princip vara lika stor för alla slag av aktier. Regeln är inte absolut i den bemärkelsen att förhållandena i de enskilda fallen kan skilja sig så pass mycket att en strikt tillämpning inte ansetts lämplig. Undantag är tänkt att beviljas främst av kommersiella och marknadsmässiga skäl.¹⁷⁴

Även NBK:s regler föreskrev att om det fanns olika aktieslag kunde olika vederlag erbjudas dessa. Förbehållet var då att förekommande premier i förhållande till marknadsvärdet skulle vara lika stora om inte *särskilda skäl* föranleder annat. Regeln om proportionellt påslag var naturligtvis inte heller absolut eftersom förhållandena kunde skilja sig från fall till fall. NBK angav bl.a. att röststarka aktier kunde erhålla en större ersättning men att sådana skillnader i behandling av olika ägarkategorier aldrig fick vara oskäligen och skulle vara motiverade i prospektet.¹⁷⁵ Såväl undantagsmöjligheten vid särskilda skäl som sistnämnda gäller även vid tolkningen av TO-reglerna.

I AMN 1989:7 ansåg sökande att särskilda skäl förelåg för att erlagga ett högre vederlag till preferensaktieägarna i förhållande till aktieägarna av stamaktier. I det aktuella fallet var det fråga om en form av preferensaktier som har stora likheter med skuldebrev av den typ som benämns förlagsbrev.¹⁷⁶ Nämnden fann här så betydande särdrag mellan stam- och preferensaktierna att de senare också därför kunde erhålla ett större premium. Den föreslagna höjningen i det offentliga erbjudandet om 5 kronor per preferensaktie utan motsvarande höjning avseende stamaktier stred alltså inte mot god sed på aktiemarknaden. AMN uttalade sig dock inte om huruvida samma differentiering hade godtagits i en likartad situation mellan

¹⁷² Bergström och Samuelsson (2001) s. 174

¹⁷³ AMN 1998:2 (Electrolux). I AMN 1988:2 tog nämnden ställning till det motsatta, då bolaget Nolato ville ändra röstvärdet på utgivna A-aktier från 5 per aktie till 10 per aktie. Nämnden uttalade sig om att uppstämpling av aktier på detta sätt får ske endast i undantagsfall. Med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet ansåg nämnden Nolatots ändring inte strida mot god sed på aktiemarknaden.

¹⁷⁴ Se kommentar till TO-regeln p. II.9

¹⁷⁵ NBK/OE (2003) p. II.9

¹⁷⁶ Enligt Rodhes Aktiebolagsrätt, som nämnden hänvisade till, låg den väsentliga skillnaden – förutom i rösträtten – däri att utdelning på preferensaktien utgick endast efter beslut av bolagsstämman och endast i den mån utdelningsbar vinst fanns tillgänglig enligt reglerna i ABL, medan ränta på skuldebrev alltid skall utbetalas så länge bolaget inte kommit i den situationen att det måste inställa sina betalningar.

A- och B-aktier, utan betonade här endast de skillnader som förelåg mellan preferens- och stamaktier. Ett antal andra uttalanden har dock behandlat tillåtligheten av differentierande vederlag vad gäller A- och B-aktier.¹⁷⁷

I AMN 1991:3 konstaterade nämnden bl.a. att det saknade betydelse för bedömningen av frågan om prisdifferentiering mellan A- och B-aktier är god sed på aktiemarknaden huruvida det varit *nödvändigt* att erbjuda ett högre vederlag för A-aktierna än för B-aktierna för att kunna genomföra förvärvet av A-aktierna. Att budgivaren samt närstående redan ägde A-aktier spelar ingen roll, så länge värderingen av aktierna grundas på marknadsvärdet. Om aktieägare till A-aktier ändå varit beredd att sälja till lägre pris är således oväsentligt. I nämnda fall fann nämnden att en prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden baserat på marknadsvärdet inte stred mot god sed.

I AMN 1999:19 hemställdes till nämnden att uttala sig om huruvida ett 55 % högre pris på A-aktier i förhållande till B-aktier var förenligt med god sed på aktiemarknaden. Efter att ha redogjort för utgångspunkterna vad gäller marknadspris och premier konstaterar nämnden att den prisskillnad mellan A- och B-aktier som Frontline avsåg att göra var väsentligt större än vad som brukat förekomma på den svenska aktiemarknaden och skulle under en i övrigt normal budsituation med stor sannolikhet ha bedömts som oförenlig med god sed på marknaden. Omständigheterna i fallet var dock väldigt speciella då förhållandet mellan olika ägarkonstellationer varit ”synnerligen ansträngd och konfliktsfylld” under två års tid. Det bud som således förhandlats fram fick ses som en framförhandlad totaluppgörelse mellan dessa där behovet av en lösning var närmaste akut. Med särskild hänsyn till detta hänvisade nämnden till en princip som ytterst är avhängig av en allmän skälighetsbedömning och på så sätt fann prisdifferentieringen förenlig med god sed på marknaden. Uttalandet skall dock inte ses som vägledande på området, vilket också följande uttalanden visar på, utan endast utgöra ett exempel på hur stor roll omständigheterna i det enskilda fallet kan spela.

I AMN 2001:3 godtog nämnden en så stor skillnad som 20 %, där A-aktieägarna erhöll mer. Nämnden var dock noga med att poängtera att det även här var omständigheter i det enskilda fallet som gav stöd åt detta, bl.a. uppgifter om vad budgivaren erlagt vid tidigare aktieförvärv samt det förhållandet att erbjudandet föranletts av reglerna om budplikt.¹⁷⁸ I AMN 2004:18, som återger en del av vad som konstaterats i ett icke offentliggjort uttalande, reviderade dock nämnden den i AMN 2001:3 uttalade inställningen något. I det icke offentliggjorda uttalandet konstaterade nämnden att det är en spridd uppfattning på aktiemarknaden att en eventuell prisskillnad mellan onoterade aktier med högre röstvärde och noterade aktier med lägre röstvärde vid ett offentligt erbjudande bör vara högst 10 %. Vidare framförde nämnden att en prisskillnad om 20 % får anses avvika från en spridd uppfattning på marknaden om vad som skall anses vara tillåten prisdifferentiering. Dock ansåg nämnden att det finns en ”gråzon” mellan vad som är marknadsmässig uppfattning om rimlig prisskillnad och vad som faktiskt ska betraktas som oskäligt, som är ett starkt uttryck. Slutligen konstaterar nämnden därför att det skulle vara att gå för långt att utan vidare beteckna en prisskillnad överstigande 10 % som oskälig. I det icke offentliggjorda uttalandet var dock en skillnad på 20 %, med hänsyn till de inte speciellt starka argumenten som framfördes, alltför stor för att vara godtagbar. Den

¹⁷⁷ Utöver de uttalanden som behandlas kan även nämnas bl.a. AMN 1998:1 och AMN 1999:19. I det förra ärendet fann nämnden att ett införande av ett konverteringsförehåll i bolagsordningen som möjliggjorde en omvandling av A- till B-aktier förenligt med god sed på aktiemarknaden såvida denna möjlighet inte var begränsad till vissa akiteägare av detta slag. En sådan konvertering skulle kunna bli aktuell då A-aktien i regel har sämre likviditet, dvs. svårare att omsätta.

¹⁷⁸ Dåvarande regler gav utrymme för att ta hänsyn till sådana omständigheter.

förfrågan som framställts i 2004 års fall av Proventus om huruvida 12 % högre vederlag för A-aktier var förenlig med god sed besvarades dock jakande av nämnden.

I AMN 2004:19 tog nämnden ställning till huruvida en 15 % högre premie för A-aktier var förenlig med god sed på aktiemarknaden. Nämnden upprepade inledningsvis att ett eventuellt procentuellt påslag på det gällande eller beräknade marknadsvärdet i princip skall vara lika stort för alla aktier, men att en strikt tillämpning ej är möjlig utan att avvikelse kan göras med hänsyn till kommersiella och marknadsmässiga skäl. Vidare återgav nämnden vad som framförts i AMN 2004:18. Nämnden utvecklade även sin syn i frågan och uttalade i AMN 2004:19 att "(b)eräkningen av ett marknadsvärde för onoterade röststarka aktier som inte är föremål för någon egentlig omsättning på aktiemarknaden försvåras sålunda av att det i hög grad är beroende av ägarstrukturen och eventuella planerade förändringar i denna i vad mån röststyrkan skall tilläggas ett särskilt värde som innebär att marknadsvärdet av de aktierna skall antas vara högre än för de noterade aktierna". Beräkningen avseende röststarka onoterade aktiers värde, som också behandlats i kommenteraren till NBK:s regler, uppmärksammas alltså här som ett särskilt problem och tillika som ett argument för prisdifferentiering. I den konkreta frågan ansåg nämnden en prisdifferens på 15 % ej godtagbar p.g.a. att sökande inte presenterat något underlag som talar för att en avvikelse från utgångspunkten att samma marknadsvärde för de båda aktieslagen skulle kunna komma ifråga. I uttalandet bekräftas också vad som konstaterats i tidigare uttalanden där nämnden godtagit att vederlaget inte nominellt bestämts i erbjudandet utan gjorts beroende av utvecklingen fram till den tid då vederlagets skall redovisas. Detta innebär således att det är förenligt att göra storleken på premien avhängig en viss anslutningsgrad, här var det fråga om en högre premie om acceptandet av budet innebär att budgivaren uppnådde mer än 90 % av kapitalet och rösterna i målbolaget.

Även i AMN 2005:13 uttalade sig nämnden om tillåtligheten avseende prisskillnad mellan A- och B-aktier vid ett bud. Först och främst konstaterades det som tidigare kunnat utläsas, nämligen att behandlingen aldrig får vara oskälig. Ett utländskt bolag ville här veta om ett bud med 12 % högre vederlag för en A-aktie i förhållande till B-aktien var förenligt med god sed. Uttalandet gick i linje med de två uttalanden som skett 2004, nämligen att prisskillnaden bör vara högst 10 % men att en viss marginal måste finnas från marknadsmässig synvinkel för vad som skall betraktas som oskäligt. Ovan nämnda citat från uttalande 2004:19 återupprepades också. I AMN 2005:13, kom nämnden således fram till, i likhet med tidigare uttalanden, att med hänsyn till vad som framförts i framställningen från sökande är en prisskillnadsnivå om 12 % i det aktuella fallet förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Med bakgrund av redogjorda uttalanden är det svårt att dra entydiga slutsatser av vad som utgör "särskilda skäl". Prövningen sker i allra högsta grad utifrån omständigheterna i det enskilda fallet. Detta tyder inte minst uttalandet i AMN 1999:19 på. Dock har på senare år nämnden utkristalliserat en mer generell acceptabel nivå där en prisskillnad om ca 12 % som acceptabel förutsatt att godtagbara skäl kunnat presenteras. Att nämnden i de flesta fall accepterat föreslagen differens är enligt min mening förstäligt och ändamålsenligt. Budens premieskillnader tyder på att de har speglat de maktförhållanden som förelegat och därmed också ansetts nödvändiga för att genomföra budet. Beroende på rösträttsskillnaderna varierar aktiens inflytande vilket också speglar sig i aktiens värde, därmed torde de röststarka aktieägarna kunna kräva en ett större påslag än övriga aktier. I AMN 1999:19 tog nämnden också vid bedömningen hänsyn till konsekvenserna som kan bli följden om förvärvet inte genomförs. Effekterna skulle då kunna bli än mindre fördelaktiga för t.ex. ett visst aktieslag. Att väga in aspekter som fortsatt negativ eller stagnerad kursutveckling torde inte stå i strid

med AMN: s uttalanden i bl.a. AMN 1986:3 vari det fastslås att förväntningsvärde som inte avspeglats i börskursen inte skall tillmätas betydelse. En dålig eller stagnerad kursutveckling avseende aktierna är till skillnad från ett förväntningsvärde något som redan avspeglat sig i börskursen. Detta måste dock enligt min mening ske med stor försiktighet och en sådan här ”helhetsbedömning” får under inga som helst omständigheter riskera att rubba allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Nämnden har dock kommit att ställa relativt höga krav på att prisdifferensen skall vara väl underbyggt med hållbara argument varför detta förtroende till synes ännu inte rubbats. Vad som inte tidigare framförts, men som torde ha betydelse vid vad som skall anses vara skälig skillnad vad gäller vederlag, är hur stor röstdifferensen är i det enskilda fallet. Om det ena aktieslaget har betydligt högre rösteantal tingar den också rimligtvis ett högre vederlag i förhållande till om skillnaden vore mindre.

6.3.3 Andra finansiella instrument

Som ovan nämnts följer även av punkten II.9 i TO-reglerna att ett offentligt uppköpserbudande avseende aktier också alltid måste omfatta andra av målbolaget utgivna finansiella instrument som är relaterade till aktierna, om prissättningen av dessa instrument väsentligen påverkas av aktiernas prissättning. Det innebär att ett uppköpserbudande typiskt sett också skall omfatta av målbolaget utgivna konvertibler och teckningsoptioner.¹⁷⁹ Detsamma gäller finansiella instrument, där räntan eller återbetalningsskyldigheten knyts till bolagets vinstutveckling, aktiekurs, resultat eller finansiella ställning.¹⁸⁰ Syftet med regeln om att ett erbjudande även skall omfatta till aktien relaterade finansiella instrument är att innehavarna av sådana instrument inte skall behöva riskera att efter ett förvärv av aktierna i bolaget bli sittande med ett instrument kopplat till onoterade aktier som uteslutande eller näst intill uteslutande innehas av budgivaren. Om teckningsoptionerna innehas av ett helägt dotterbolag har nämnden dock ej ansett att dessa behöver omfattas av budet eftersom det då inte föreligger omständigheter likt de nyss redovisade syftena.¹⁸¹ AMN har också konstaterat i ett flertal fall, t.ex. AMN 2006:45, att inget hindrar att innehavaren av sådana instrument undantas förutsatt att de får en *likvärdig* behandling.¹⁸² Då vissa andra finansiella instrument, utöver de ovan nämnda, belöper en större ovisshet har bedömningen också kommit att påverkas av detta, vilket framgår av de uttalanden som nu skall behandlas.

I AMN 1990:5 behandlades den då principiellt viktiga frågan i vilken utsträckning innehavare av teckningsoptioner i ett målbolag bör åtnjuta motsvarande skydd som aktieägare har vid offentliga erbjudanden och tvångsinlösen. Optionsinnehavarna hade inkluderats i budet men några hade inte godtagit erbjudandet och erhöll därefter en sämre ställning, i form av ett lägre vederlag, när tvångsinlösen kom ifråga. Nämnden uppmärksammade här det numera inaktuella problemet om att tvångsinlösenreglerna endast omfattar aktier. Numera innefattas enligt ABL 22:26-28 även teckningsoptioner och konvertibler av tvångsinlösenförfarandet. Där har såväl majoritetsaktieägaren som innehavaren av optionen/konvertibeln rätt att påkalla tvångsinlösen. Nämnden fann dock att budgivaren ifråga behandlat innehavarna av optionsrätterna på ett sätt som inte stred mot god sed på marknaden eftersom optionsinnehavarna haft god tid på sig att överväga teckningsfrågan och att budgivaren vid

¹⁷⁹ AMN ansåg också att god sed *nog* krävde att teckningsoptioner och konvertibler också omfattades genom ett tidigt uttalande i AMN 1987:7. Anledningen till att nämnden reserverade sig med ordet ”nog” berodde på att de ville avvakta den nya NBK/OE:s tillkomst.

¹⁸⁰ Se kommentar till TO-regeln p. II.9

¹⁸¹ AMN 2007:14

¹⁸² Framgår av t.ex. AMN 2007:6

flera tillfällen erbjudit sig att förvärva utestående optionsrätter. En passus är att ett offentligt uppköpserbjudande riktat *endast* till innehavare av köpoptioner inte omfattas av reglerna¹⁸³.

Vad beträffar vederlaget skall budgivarens sammanlagda vederlag för en aktie och en utelöpande köpoption avseende aktien i fråga inte överstiga vad som betalas för andra aktier av samma slag och som inte utgör underliggande tillgång till köpoptionen. Det anses vara aktieägarens sak att befria sin aktie från hinder att acceptera erbjudandet. En utfärdad köpoption anses nämligen utgöra ett sådant hinder som innebär att aktieägaren måste bli kvitt optionsförbindelsen innan denne accepterar budet för att inte begå kontraktsbrott.¹⁸⁴ Någon motsvarighet till den procentuella likabehandling som gäller vederlaget avseende olika aktieslag förekommer inte vad gäller andra finansiella instrument. Anledningen till detta är att utvecklingen av priset på andra finansiella instrument än aktier vanligtvis skiljer sig från den underliggande aktiens kursutveckling.¹⁸⁵ Vad som dock är viktigt att upprepa är att olika värdepapperskategorier får behandlas olika endast i den utsträckning det är kommersiellt och marknadsmässigt motiverat.¹⁸⁶ Kravet är dessutom som sagts att vederlaget skall vara skäligt. I den skälighetsbedömningen bör vederlaget på de finansiella instrumenten sättas i förhållande till vederlaget erbjudet för aktierna.¹⁸⁷

I AMN 1990:6 behandlade nämnden bl.a. frågan huruvida det vid ett offentligt erbjudande förelåg särskilda skäl för högre vederlag till innehavare av konvertibla vinstandelsbevis (KVB). Nämnden ansåg här särskilda skäl föreligga för att erbjuda en högre premie avseende KVB. Motiveringen till detta var för det första att det framgick att omsättningen på aktierna i målbolaget samt KVB var så omfattande att de noterade kurserna skulle anses motsvara marknadsvärdet. Premien skulle således baseras på detta värde och inte något teoretiskt sådant enligt nämnden. För det andra konstaterade nämnden att, trots att B-aktierna hade ett högre värde än KVB, samma vederlag och premium som erbjudits vara förenligt med god sed. Att KVB-ägarna åtnjöt en större premie därav mötte alltså inga hinder. Budgivaren var således inte tvungen att prisdifferentiera med motiveringen att särskilda skäl förelåg eftersom KVB kunde omvandlas när som helst till B-aktier.

6.3.4 Försumbart värde

Som tidigare konstaterats får budgivaren inte utelämna ett visst aktieslag eller viss kategori finansiella instrument utanför budet om detta slag/denna kategoris prissättning *skulle kunna* väsentligen påverkas av att noteringen av de aktier och finansiella instrument som budet avser avnoterades. Bestämmelsen, som i praktiken är tillämplig på framförallt teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev, syftar till att skydda instrumentens innehavare mot den ekonomiska förlust som annars skulle kunna åsamkas dem vid ett genomförande av budet.¹⁸⁸

Även om de väsentligen skulle kunna påverkas kan sådana finansiella instrument kunna undantas från budplikten. En förutsättning för att detta skall kunna ske är avseende teckningsoptioner är att de vid avnoteringstillfället har ett näst intill försumbart ekonomiskt värde och att det inte heller av andra skäl kan antas strida mot god sed på aktiemarknaden att lämna optionsinnehavarna utan ett erbjudande. Vad emellertid gäller konvertibla skuldebrev

¹⁸³ Se kommentar till TO-regeln p. I.1

¹⁸⁴ Se kommentar till TO-regeln p. II.9

¹⁸⁵ Se kommentar till TO-regeln p. II.9

¹⁸⁶ Kågerman (2001) s. 225

¹⁸⁷ Se kommentar till TO-regeln p. II.9

¹⁸⁸ AMN 2003:9

uttalar AMN i sitt uttalande att budgivaren normalt sett skall erbjuda sig att förvärva utelöpande konvertibla skuldebrev, även om konverteringsrättens värde är försumbart eller näst intill försumbart. Anledningen är bl.a. den att om skuldebrevet är noterat och en avnotering av aktien skulle leda till en avnotering även av skuldebrevet kommer också likviditeten i instrumentet att försämrats och detta i sin tur påverka dess värde negativt.¹⁸⁹ AMN 2003:9 utgjorde ett generellt uttalande på området efter att nämnden ett flertal gånger undantagit värdelösa teckningsoptioner från budplikten.¹⁹⁰ I dessa fall har motiveringen, utöver att de i princip varit värdelösa och det av den orsaken inte skulle krävas att de innefattades i erbjudandet, också nämnts att erbjudandet skulle medföra inte oväsentliga kostnader och praktiska problem. Uttalandena kan således också jämföras med avsnitt 6.2.1 och 6.2.2.

6.4 Förvärv utanför det offentliga erbjudandet

6.4.1 Allmänt

Ett förfarande som tidigare inte var ovanligt skedde genom s.k. corneraffärer, där en aktieägare före eller efter budets tillkännagivande förvärvade en så stor andel av aktierna att denne kunde "blockera" budet. I dagsläget är tvångsinlösengränsen på 90 %. Om således aktieägaren erhåller mer än 10 % kan denne förhindra att budgivaren får så stor andel att han kan tvångsinlösa resten av aktierna, vilket inte heller sällan är den gräns till vilket budet är villkorat till. Syftet med att försätta sig i en s.k. cornerposition, dvs. äga mer än 10 %, var vanligtvis att förhandla till sig ett högre bud på aktierna.¹⁹¹ Numera är det dock så att den genom "cornerpositionen" erhållna förhandlingspositionen har urholkats till följd av likabehandlingsprincipen. Om budgivaren och "cornerinnehavaren" således når en överenskommelse kommer budet på samtliga övriga aktier i målbolaget också att höjas eftersom TO-reglerna stadgar att köparen under en sex- respektive niomånadersperiod före, under och efter budet ej får förvärva aktier enligt villkor förmånligare än det offentliga budet.¹⁹²

Principen att målbolagets aktieägare skall ges en likvärdig behandling medför att villkoren i ett erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren i andra aktieförvärv i samma bolag eller vice versa. En villkorsjustering för att upprätthålla principen om likabehandling kan ske mellan det offentliga budet och affärer som sker före, under eller efter nämnda erbjudande. Inledningsvis måste här också påtalas att det vid förvärv utanför erbjudandet sådana affärer vidtagna av närstående är att anses vidtagna av budgivaren själv. Detta kommer, utöver den generella regeln om närstående i TO-regeln I.3, även specifikt till uttryck i TO-reglerna II.10-12. Följande avsnitt presenterar hur förvärv utanför själva budet skall behandlas.

6.4.2 Förvärv före erbjudandet

Antag att det köpande företaget försöker kringgå likabudsprincipen genom att förvärva aktier separat från de stora ägarna för att sedan vänta en tid, och därefter lägga ett offentligt bud på utomstående aktier. Förfarandet, som innebär att hela vinsten kan delas mellan det köpande

¹⁸⁹ AMN 2003:9

¹⁹⁰ Se AMN 2001:29, AMN 2002:24, AMN 2003:1 och AMN 2003:6

¹⁹¹ Ett annat syfte med en s.k. corneraffär uppkommer då cornerinnehavaren istället använder sin position utnyttjar sina minoritetsrättigheter i obstruerande syfte och på så sätt tvingar huvudägaren att lösa ut aktierna till överpris. Denna torde vara vanligare än tidigare nämnda idag.

¹⁹² Bergström och Rydqvist (1992) s. 69 ff.

företaget och de stora aktieägarna, har kritiserats och kallats för utfrysning av minoriteten.¹⁹³ Den här typen av handlande har man velat undvika och därför infört reglerna om att villkoren i budet inte får vara mindre förmånliga än villkoren i förfären.¹⁹⁴ Detta var reglerat även i NBK:s regler.

I TO-regeln II.10 sägs att s.k. förfärer, dvs. affärer som sker inom *sex* månader innan själva erbjudandet utan att utgöra ett tidigare offentligt erbjudande, inte får innehålla mer förmånliga villkor än de som erbjuds i det offentliga budet. Detta gäller förstås inte om undantag enligt II.9, som behandlats ovan, är tillämpligt. I praktiken innebär regeln om förfärer således att sådana förvärv som budgivaren har gjort före det offentliga erbjudandet måste beaktas vid bestämmandet av de villkor som skall gälla för det offentliga erbjudandet. Om det offentliga budet offentliggörs inom sex månader sker ingen prövning av syftet alls idag. I dessa fall anses nämligen kravet på avsikten med att köpa upp bolaget vara uppfyllt.¹⁹⁵ Även detta måste anses som en praktisk lösning för att undvika bevisvårigheter etc. I AMN:s uttalande 1988:4 tolkade nämnden den då gällande rekommendationen så att *inte* varje förfär medför att villkoren i ett senare generellt utformat erbjudande måste anpassas till villkoren i förfären trots att det endast passerat fyra-fem månader sedan förfären. Nämnden ansåg att eftersom budgivaren ännu inte allvarligt övervägt ett samgående så gällde inte kravet på likabehandling. Idag hade dock förfarandet fallit under TO-reglerna II.10 då som sagt ingen prövning sker alls numera.

Vad gäller då affärer företagna tidigare än sex månader? Vad de äldre reglerna i NBK angav var att likabehandlingsprincipen skulle gälla om det offentliga budet både till tid och till syfte sammanhänger med tidigare förvärv av aktier. Trots att det alltså fanns en regel som innebar att förvärv inom sex månader före budet ej fick vara mer eller mindre förmånliga, kunde även förvärv som företagits bortom sex månader omfattas av principen om det från början planerades ett uppföljande bud. Detta synes ha varit en praktisk lösning för att undvika att förvärvaren köpte ut kontrollblocket först, för att sedan vänta ut och förvärva övriga aktier genom ett offentligt bud till ett lägre pris.¹⁹⁶ Motsvarande kommer dock inte till uttryck i dagens bestämmelse eller kommentar. Emellertid torde, enligt min mening, förvärv tidigare än sex månader före det offentliga budet även idag utifrån en teleologisk tolkning kunna aktualisera principen om likabehandling om det vid förfären förelåg ett klart syftessamband med det offentliga budet. Huruvida nämnden skulle anse detta håller jag dock för osannolikt.

Vid jämförelsen mellan budet och förfären skall värdet av vederlaget i förfären normalt sett värderas efter förhållandena vid avtalstidpunkten för den affären. Detta innebär t.ex. att om en del av vederlaget utgörs av aktier skall dess värde baseras på kursen för den tidpunkten förfären skedde. Budgivaren kan om särskilda skäl föreligger söka dispens från bestämmelsen hos AMN.^{197 198}

¹⁹³ Bergström och Rydqvist (1992) s. 62

¹⁹⁴ Inget hindrar dock att villkoren är *mer* förmånliga i budet i förhållande till tidigare förvärv som inte utgjort offentliga bud. Av AMN 2002:20 framgår även att trots om det saknas kontantalternativ i budet så får kontanta förvärv ske utanför budet så länge villkoren inte är mer fördelaktiga.

¹⁹⁵ Afrell, m.fl. (1998) s. 259

¹⁹⁶ Bergström och Rydqvist (1992) s. 62

¹⁹⁷ Se kommentar till TO-regeln II.10

¹⁹⁸ Om något förfär inte finns att lägga till grund för vilket vederlag som skall erbjudas skall den genomsnittliga börskursen för aktien i fråga under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörandet av innehavet utgöra priset. (Se AMN 1999:6 och AMN 2003:32)

Några begränsningar i bestämmelsens tillämplighet har dock skapats. I AMN 2005:34 hade budgivaren ett år tidigare beviljats dispens från budplikt trots innehav av 45 % av rösterna, med villkoret att inom 24 månader nedbringa sin röstandel till 30 %. När budgivaren ett år senare ändå ville ge ett offentligt bud ställdes bl.a. frågan om detta bud skulle anpassas till förvärven ett år tidigare. Då dessa förvärv skett inom koncernen återupprepade nämnden sin sedan tidigare intagna ställning om att sådana förvärv förvisso inte är undantagna från budplikt men att dispens konsekvent beviljats då sådana skett. Nämnden ansåg att en koncernintern transaktion i aktier som omfattas av ett senare bud inte utgör någon verklig förfärfär. Således kan vederlagets storlek i ett sådant förvärv inte heller ligga till grund för bestämmandet av vederlaget som skall erbjudas i det offentliga erbjudandet som lämnas till följd av budplikt.

I AMN 2003:32 framförde nämnden sin principiella ståndpunkt om att förvärv genom teckning och tilldelning i en emission inte var att betrakta som förfärfärer. Nämnden motiverade detta genom följande; ”En sådan ordning, som helt skulle sakna stöd i den likabehandlingsprincip som bär upp bestämmelsen och inte fylla någon funktion i sammanhanget, kan inte antas vara avsedd”. Detta ter sig fullkomligt logiskt då en sådan teckning eller tilldelning sällan speglar det verkliga värdet på aktien på marknaden.

Slutligen är det viktigt att uppmärksamma det undantag som kan åberopas vid en *mycket väsentlig och inte endast tillfällig nedgång* vad gäller kursen på aktierna mellan det tidigare köpet och tillfället för det offentliga budet. Kursnedgången får ej beaktas om det är en effekt av förfärfären. Som riktvärde angavs till NBK:s regler att en avvikelse på 20 % från den kurs som målbolagets aktier i allmänhet noteras till skall betraktas som mycket väsentlig.¹⁹⁹ Någon motsvarande avvikelsegräns står inte att finna i kommentaren i TO-reglerna. Anledningen till detta är att NBK vid senare regelförändringar ansett aktiemarknaden så fluktuerande att det skulle vara svårt att fastställa en absolut nivå.²⁰⁰ Viktigt att poängtera här också är att även om undantag medgives till följd av en väsentlig kursnedgång måste hänsyn ändå tas till förfärfären. Ett procentuellt påslag i förhållande till noterad kurs vid förfärfären skall nämligen följas av ett minst lika stort procentuellt påslag i förhållande till kursen vid erbjudandets offentliggörande.²⁰¹

6.4.3 Förvärv under erbjudandet

I likhet med kravet på anpassning till tidigare affärer statueras i TO-regeln II.11 att förvärv vid sidan av det offentliga budet innehållande förmånligare villkor innebär att budet måste anpassas därefter. Av stor vikt är att om en sådan affär sker och medför att budgivaren måste justera budet, måste sidosaffären offentliggöras omedelbart, dvs. så snart det är tekniskt möjligt. Anledningen till detta är förstås att budgivaren ovillkorligen måste justera budet därefter med hänsyn till det ansvar för kursbildningen som budgivaren får anses ha i dessa fall.²⁰²

Likviden i erbjudandet och likviden i sidosaffären skall normalt värderas efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för sidosaffären. Detta innebär enligt kommentaren till bestämmelsen t.ex. att om vederlaget i erbjudandet helt eller delvis består av aktier, eller om

¹⁹⁹ Se den tidigare gällande regeln i NBK/OE (II) p.7

²⁰⁰ Nyström, Göran, Ohlsson, Robert och Skog, Rolf, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, Stockholm, 2004, s. 34

²⁰¹ Se kommentar till TO-regeln II.10

²⁰² AMN 2005:1

aktier utgör en av flera alternativa vederlagsformer, och aktierna stigit i värde, så kan sidoaffärer göras till den nya kursen, utan att kompensation behöver lämnas till dem som accepterat erbjudandet. Här görs alltså samma bedömning som avseende värderingstidpunkt vid förfärer.

Vid jämförelsen skall också hänsyn tas till förfallen utdelning, medan varken räntekompensation, courtage eller motsvarande överlåtelsekostnader ej ska beaktas. Detta gäller vid jämförelse vid köp före, under såväl som efter.²⁰³ Intressant är också att om ett erbjudande innehåller alternativa vederlagsformer får budgivaren välja vilken av dessa som skall läggas till grund för jämförelsen. I kommentaren till bestämmelsen nämns dock att ”det mest näraliggande torde vara att beakta det alternativ som vid tidpunkten för jämförelsen framstår som förmånligast för den som accepterar erbjudandet”. Men likväl synes inga hinder föreligga för budgivaren att göra jämförelsen på annat vis.

I det tidigare behandlade uttalandet AMN 1990:6 berördes även sidoförvärv. I nämnda fall förekom de s.k. konvertibla vinstandelbevisen, ovan kallade KVB, där dessa åtnjöt samma villkor som vanliga aktier i erbjudandet. Frågan som nu ställdes var om en förinlösen av dessa av målbolaget, innan en eventuell tvångsinlösen skulle ske av budgivaren efter uppköpet, var förenligt med god sed.²⁰⁴ Med hänvisning till då gällande NBK:s bestämmelser angående närstående, som motsvaras av ovan redogjorda närståenderegler i nuvarande TO-regler, skulle enligt nämnden ett av målbolaget gjort erbjudande om förinlösen bedömas på samma sätt som ett erbjudande av budgivaren då målbolaget tillhör företag inom samma koncern som köparen. Nämnden konstaterade också att detta skulle gälla oavsett om erbjudandet görs under anmälningstiden eller under niomånadersperioden efter budet.

Ett annat offentligt bud som här återkommer är erbjudandet av MAN avseende aktierna i Scania. Tidigare behandlade uttalandet (AMN 2006:27) följdes upp av en framställning från Scania, AMN 2006:53. Scania hävdade här att MAN förvärvat aktier vid sidan av budet till ett högre vederlag utan att anpassa budet därefter. Vad nämnden dock tog fasta på var att likviden i erbjudandet och likviden i sidoaffären normalt skall värderas efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för sidoaffären. Likt ovan konstaterats kan om vederlaget i erbjudandet helt eller delvis består av aktier, eller utgör en av flera alternativa vederlagsformer, och aktierna stigit i värde, inget hindra att sidoaffärer görs till den nya kursen. Nämnden hade efter en framställning av MAN redan tidigare uttalat sig om att bolagets förfarande var förenligt med god sed (AMN 2006:35). Där sade nämnden bl.a. att köpeskillingen vid sidoaffärerna motsvarade det erbjudna beloppet, med beaktande av de växelkurser som fastslagits av den så kallade WM/Reuters Closing Spot Rates den aktuella dagen för sidoaffären samt värdet på MAN-aktierna för aktuell dag som ju också utgjorde en del av vederlaget.

I AMN 1992:2 förvärvade ett bolag inom samma koncern aktier i målbolaget vid sidan av budet. Här spelade alltså närståendeproblematiken främst en framträdande roll. Norsk Hydro var vid budtillfället ägare till 41,5 % av rösterna i det norska bolaget Freia. Freia hade lämnat

²⁰³ Se kommentar till TO-regeln II.10,11 och 12. Avseende ränta vid förfärer kom nämnden fram till detta i AMN 1999:16.

²⁰⁴ Lånet skulle annars förfalla till betalning den 31 juli 2025, om inte målbolaget sade upp lånet dessförinnan. Varje KVB berättigade till ett årligt räntebelopp motsvarande 115 procent av vinstutdelningen på det antal aktier som beviset berättigade till vid konvertering. Bevisen berättigade till konvertering till aktier i målbolaget av serie B. Konvertering kunde ske från utgivandet av bevisen och kunde påkallas t.o.m. den 15 juli 2025. Vid förtida uppsägning har innehavarna av bevisen möjlighet att välja mellan att erhålla återbetalning av det nominella beloppet eller att konvertera till aktier.

ett offentligt erbjudande till aktieägarna i (dåvarande) AB Marabou. Norsk Hydro förvärvade dock under tiden budet var gällande aktier motsvarande 7,8 % av rösterna i AB Marabou av ett bolag vid namn Trefond till ett vederlag som vida överskred det som erbjudits i det offentliga budet.²⁰⁵ Först och främst konstaterade nämnden att Trefond inte agerat i strid med god sed, eftersom det står envar fritt att sälja sina aktier i bolag. Vidare sade nämnden att Hydro och Freia inte ingår i samma koncern, då innehavet understeg 50 %. Frågan var istället om *dessa samverkat för att uppnå kontroll över målbolaget* (Numera i TO-regeln I.3 (e), ”närlästandebestämelsen”). Nämnden fann att så inte varit fallet då, trots Hydros vetskap om Freias bud, representanter för bolagen inte fört några diskussioner om Hydros förvärv och att Hydro fattat beslutet utan medverkan från Freias sida. Därför ansåg nämnden inte heller detta strida mot god sed. Emellertid uttalade nämnden att ”Hydro hade vid den aktuella tiden ett väsentligt ägarintresse i både Freia och Marabou och enligt vad Hydro uppgivit i sitt yttrande ansåg sig bolaget ha ett betydande ekonomiskt intresse av att samgåendet mellan Freia och Marabou kunde genomföras enligt de planer som låg till grund för det offentliga erbjudandet”. Därmed ansåg nämnden ändå slutligen att Hydro inte borde ha förvärvat aktierna i Marabou på förmånligare villkor än som erbjudits genom budet utan att förvissa sig om att Freia i sådant fall skulle anpassa budet därefter. Förfarandet stred således mot god sed på aktiemarknaden, men nämnden uttalade avslutningsvis att det inte ankom på den att anmoda eller förplikta aktörer på marknaden att vidtaga vissa åtgärder med anledning av att god sed har åsidosatts.

Vad nämnden alltså gjort via detta uttalande i praktiken är, enligt min uppfattning, att den skapat ytterligare ett närlästandebegrepp. Enligt anvisningen till punkten i den då gällande NBK/OE II.11 framgick dock att uppräknningen i nämnda punkt inte var uttömmande. Något anmärkningsvärt är dock att någon motsvarande kommentar inte förekommer till TO-regeln I.3. Denna regel har istället i och med revideringen av NBK: s regler 1999 fått en mer uttömmande utformning, vilket troligen motiverar varför en sådan kommentar utelämnats. Men likväl förekommer ingen närlästandedefinition som kan liknas med ”väsentligt ägarintresse”. Den punkt i nuvarande bestämmelse som närmast kan liknas vid ”väsentligt ägarintresse” måste anses vara punkten e) som statuerar att ”någon som samarbetar med budgivaren i syfte att uppnå kontroll över målbolaget” skall jämföras med budgivaren. Jag vill dock påstå att denna punkt ändå skiljer sig något från det uttalade undantaget i AMN 1992:2. I förevarande fall ansågs det strida mot god sed trots att nämnden fann att Hydro och Freia inte samarbetat *i syfte att uppnå kontroll*. Ett krav som ställs i nuvarande punkt e). I uttalandet AMN 2002:20 konstaterade nämnden utifrån de reviderade NBK-reglerna att ”(d)et finns enligt nämndens mening i och för sig utrymme för att uppfatta punkt II.11 d) (*motsvarande punkt e) i dagens regler, förf. anm.*) på det sättet att en sådan samverkan som skall tilläggas betydelse inte behöver grunda sig på avtal eller annan öppen eller underförstådd överenskommelse med budgivaren. För att punkten skall bli aktuell måste det dock föreligga ett syfte att gå budgivarens ärenden eller att annars främja genomförandet av budet.”

Frågan är således om en åtgärd vidtagen i en motsvarande situation innebär att den andra förvärvaren jämföras med budgivaren även idag. Enligt min mening vore det ändamålsenligt om nämnden fann att så vore fallet, antingen genom en extensiv tolkning av nuvarande punkt e) alternativt återupprepar ”väsentligt ägarintresse” som en fristående intressegemenskapsdefinition. Att ”väsentligt ägarintresse” skulle kunna vara tillräckligt i sig för att ett bolag ska betraktas som närlästande och därmed förhindrad att agera på motsvarande sätt torde enligt min mening nämligen vara ett praktiskt sätt att bemöta de problem som lätt

²⁰⁵ Budet innehöll flera alternativ. Ett av alternativen var dock SEK 485 kontant per A-aktie och SEK 470 kontant per B-aktie. Norsk Hydro erlade dock SEK 572 per aktie vid sitt förvärv.

skulle kunna uppstå då varken koncernkravet i punkt a) eller samarbetskravet för kontroll i punkt e) uppfylls. Det synes även finnas utrymme för nämnden att i det enskilda fallet tolka in en underförstådd överenskommelse, enligt AMN 2002:20, mellan budgivaren och den andra förvärvaren för att styrka ”det gemensamma syftet”. I nämnda fall fann nämnden dock inte belägg för att den andra förvärvaren haft sådant syfte vid sitt förvärv.²⁰⁶

Bestämmelsen om sidoaffärer gäller intill dess att vederlaget börjat erläggas. Därefter gäller bestämmelsen om förvärv efter erbjudandet som nu ska behandlas.

6.4.4 Förvärv efter erbjudandet

Likabehandlingsprincipen gäller även för förvärv av värdepapper i målbolaget som budgivaren gör under en tidsperiod om nio månader efter det att redovisning av vederlaget enligt det offentliga erbjudandet påbörjats. Detta kallas efteraffärer. Skulle det vid sådana efteraffärer erläggas ett högre vederlag blir budgivaren skyldig att erlagga motsvarande kompensation till de aktieägare som accepterade det offentliga budet. Likt övriga regler om affärer utanför erbjudandet avser anpassningskraven först och främst aktier med identiska villkor. Men likväl kan II.9, bli aktuellt även för andra finansiella instrument.

Villkoren i en efteraffär får inte vara förmånligare än villkoren i erbjudandet vid tidpunkten för offentliggörandet av att erbjudandet fullföljts. I kommentaren till bestämmelsen framgår att värderingen av likviden i erbjudandet respektive efterförvärvet i normalfallet skall ske efter marknadsförhållandena vid tidpunkten för offentliggörandet av att erbjudandet fullföljts. Detta innebär exempelvis att, om vederlaget i erbjudandet helt eller delvis består av aktier, och aktiernas värde stigit, skall denna kursuppgång inte beaktas.²⁰⁷ Även här gäller att om ett erbjudande innehåller alternativa vederlagsformer får budgivaren välja vilken av dessa som skall läggas till grund för jämförelsen.²⁰⁸

Hur bestämmelsen skall tolkas avseende tidsfristens påbörjan vid en förlängning av erbjudandet har behandlats i AMN 2004:22. Enligt nämndens mening i detta fall skall bestämmelsen tolkas enligt sin ordalydelse, dvs. att tidsfristen börjar löpa då budgivaren börjar erlagga vederlaget. Detta oavsett om budet förlängts eller inte. Att acceptfristen således skulle kunna bli längre än själva niomånadersfristen har ingen betydelse.

Bestämmelsen skall tillämpas på efteraffärer som sker efter att erbjudandet är genomfört. Den hindrar alltså inte att budgivaren, i samband med en förlängning av acceptfristen i erbjudandet som helt eller delvis består av aktier, erlaggar vederlag vid olika tidpunkter enligt det ursprungliga utbytesförhållandet, trots att vederlagsaktiernas värde kunnat stiga under tiden. Så var fallet i AMN 1988:8 där nämnden innan den konstaterade att erbjudandet förlängts gjorde ett viktigt principiellt ställningstagande. Enligt uttalandet får det inte vid senare förvärv tillkomma ytterligare alternativ även om de inte ter sig värdemässigt mer förmånliga. Vederlagsformerna bör således vara exakt desamma bortsett från de fall då ett nytt offentligt bud i form av kontanterbjudande uppkommer. Anledningen till att nämnden ansåg även köp

²⁰⁶ Närståendeproblematiken har varit föremål för behandling i ett flertal fall. Angående koncerninterna transaktioner se t.ex. 2004:36, 2005:24 och 2005:34. I AMN 2004:34 ansåg nämnden att aktieägaravtal som gav de största ägarna rätt att utse minoritet av styrelseledamöterna inte innebära att ägarna var att anse som närstående.

²⁰⁷ Se kommentar till TO-regeln II.12

²⁰⁸ För vidare kommentarer se avsnitt 6.4.3 ovan om förvärv under erbjudandet.

med ”sämre” villkor inte vara tillåtna var den risk för olika kombinationer av vederlagsformer som blir alltför svåra att på ett rättvisande sätt jämföra.²⁰⁹

Det har emellertid funnits skäl att bevilja undantag från principen om värdering efter de förhållanden som förelåg vid tidpunkten för erläggandet av vederlaget i erbjudandet. Ett sådant fall är vid s.k. underhandserbjudanden i samband med tvångsinlösen. I AMN 1999:22 var det fråga om NBK:s rekommendation (motsvarande dagens bestämmelse) var tillämplig på erbjudanden som görs i samband med just tvångsinlösen. Inledningsvis konstaterar nämnden att tvångsinlösen i regel är en utdragen process och att i de fall processen föregåtts av ett offentligt erbjudande visar sig att många aktieägare helt enkelt missat att acceptera budet. Av den anledningen erbjuder ofta moderbolaget dessa ägare i det brev där de påkallar tvångsinlösenförfarande, att i efterhand sälja till samma villkor. Frågan som ställdes var då om ett sådant erbjudande omfattades av budreglerna. Nämnden ansåg att det vid en bokstavlig tolkning kunde anses falla under dess tillämpningsområde. Men å andra sidan konstaterade nämnden att en normal budsituation och ett sådant här förfarande väsentligen skiljer sig åt till följd av det påkallade tvångsinlösenförfarandet. Framförallt betonade nämnden att skillnaden låg i att säljaren vid tvångsinlösen förlorat sin valmöjlighet och konstaterar att ”köparen i samband därmed erbjuder sig att direkt förvärva aktier från de aktieägare som inte önskar avvakta utgången av tvångsinlösenprocessen kan närmast beskrivas som ett erbjudande om förlikning.”²¹⁰ Vidare poängterar nämnden, det i sammanhanget relevanta, om att köparen inom den i TO-regeln II.9 angivna tiden om nio månader inte får förvärva aktier i målbolaget till förmånligare villkor utan att ange kompenserande vederlag till dem som accepterat budet. Enligt nämnden omfattas således inte förlikningserbjudande i samband med påkallande av tvångsinlösen av principen.

Två rättsfall av stor principiell betydelse för värderingen av aktier vid tvångsinlösenförfaranden bör nämnas i sammanhanget. De har kommit att benämnas Balken I och II.²¹¹ Tvisten gällde tvångsinlösenbeloppets storlek och beräkning. Valet stod mellan två värderingssätt, aktiernas eller bolagets (substansvärdet) värde. Högsta domstolen valde aktiernas verkliga värde som beräkningsgrund. Domstolen konstaterade att det kunde räcka med att den aktuella kursen överensstämde med det pris moderbolaget hade betalat för sina aktier i målbolaget genom ett offentligt erbjudande. Vidare konstaterade domstolen att för att börskursen inte skulle tillmätas betydelse krävdes ”mycket speciella omständigheter”, t.ex. vilseledande information. Det grundläggande syftet är enligt domstolens resonemang att ett offentligt bud som fått en tillräckligt hög accept av minoriteten medför en presumtion för att det erbjudna priset motsvarar aktiens verkliga värde. Eftersom tvångsinlösenbeloppet med största sannolikhet således är desamma som det som betalats i erbjudandet innebär endast ett erbjudande enligt fallet i AMN 1999:22 uteslutande en fördel för aktieägarna som inte accepterat budet eftersom de får en möjlighet att snabbt avyttra sina aktier.

Sammanfattningsvis avseende köp vid sidan av det offentliga erbjudandet gäller således att vad avser hela perioden, dvs. sex månader innan fram till nio månader efter budet, skall budgivaren behandla alla innehavare av värdepapper rimligt och rättvist. Och vad beträffar

²⁰⁹ I nämnda fall behövdes alltså denna principiellt viktiga inställning ej aktualiseras då nämnden ansåg att budgivarens nya erbjudande var en förlängning av det första budet.

²¹⁰ Se AMN 1999:22

²¹¹ I NJA 1992:872, Balken I, begärde AB Pronator tvångsinlösen av minoritetsaktieägarnas aktier i AB Balken. Sedan högsta domstolen undanröjt hovrättens dom i de delar där prövningstillstånd meddelats återupptogs målet i hovrätten. AB Pronator hade då bytt namn till Nordiska Holding AB. Målet fördes senare vidare till högsta domstolen, där målet (NJA 1996:293) kom att kallas Balken II.

olika kategorier av aktier eller värdepapper skall som konstaterats eventuella skillnader i behandling och villkor vara skälig, dvs. vad som framgår av TO-regeln II.9. I princip är budgivarens handlingsfrihet således under denna period begränsad på samma sätt som under budperioden. Vad beträffar värderingstidpunkten framgår att det vid för- och sidoaffärer är tidpunkten för den affären som relevant, medan det för efteraffärer är tidpunkten för offentliggörandet av att erbjudandet fullföljts som är relevant.

De praktiskt mest viktiga gränsdragningar som kommer ifråga är förvärv gjorda av närstående samt förvärv i anknytning till tvångsinlösen. Vad beträffar närstående kan här endast konstateras att det finns en definition i TO-regeln I.3 men att nämnden tidigare även skapat undantag utöver dessa, vars rättsstatus idag emellertid inte är odiskutabel. Här torde dock nämndens metod att använda sig av ändamålstolkning spela en viktig roll. Detta gäller även de undantag till följd av nära förestående tvångsinlösenförfarande.

Principen om likabehandling över tiden träffar alla typer av förvärvsöverenskommelser som träffas under perioden. Det går inte sätta principen ur spel genom att t.ex. träffa avtal om framtida förvärv eller genom en optionsaffär.²¹² Detta är förstås för att undvika konstruktioner som de facto innebär att ägandet säkras för framtiden till ett pris som skulle missgynna de aktieägare som accepterat budet. Lika logiskt är det att andra typer av förvärvssätt, främst nyteckning, inte är att betrakta som förvärv utanför erbjudandet då dessa ej sker till marknadsvärde.²¹³

6.5 Partiella erbjudanden

Erbjudanden som inte avser samtliga aktier i målbolaget och som inte heller redan innehas av budgivaren benämns partiella erbjudanden. Vad gäller regler för sådana erbjudanden kan konstateras att TO-reglerna är tillämpliga med undantaget i II.13. Första stycket är främst intressant då det konstituerar när sådana erbjudanden är tillåtna. För det första är sådana bud tillåtna då budgivaren efter budet inte kommer att vara ägare till mer än 30 % av aktierna eller röstetalet i bolaget. Detta är en logisk konsekvens av att budplikten inte inträder före denna gräns passerats. För det andra kan även partiella erbjudanden tillåtas trots att innehavet är större än 30 %. Undantaget syftar främst på de tillfällen som budgivaren inte omfattas av budplikt av någon anledning, t.ex. på grund av en meddelad dispens från budplikt. En sådan dispens kan t.ex. bero på att det finns en ägare som har en större andel i bolaget.²¹⁴

Den tidigare redovisade statistiken om att det genomfördes 358 offentliga erbjudanden mellan 1990 och 2004 omfattade regelmässigt samtliga aktier i målbolaget. Endast ett tiotal av dessa erbjudanden var s.k. partiella erbjudanden.²¹⁵ Detta torde bero på att ett offentligt erbjudande i regel innebär en värdestegring på aktierna ifråga, åtminstone på kortare sikt, eftersom det vanligtvis erbjuds en premie också. Om någon således vill köpa aktier i ett bolag utan att passera budpliktsgränsen är det troligtvis mer lönsamt att förvärva dessa genom vanligt uppköpsförfarande. Då undviker förvärvaren förmodligen det förmodade kravet på en premie. Partiella erbjudanden måste således rimligtvis inte ses som ett ekonomiskt sett lika bra alternativ för den budgivare som vill förvärva endast en viss del i bolaget. Däremot kan praktiska eller andra skäl föreligga för ett sådant tillvägagångssätt. Å andra sidan tillkommer

²¹² Kågerman (2001) s. 227

²¹³ Se ovan AMN 2003:32

²¹⁴ Se t.ex. AMN 2006:44

²¹⁵ SOU 2005:58 s. 51 f.

praktiska baksidor i form av främst skyldighet att upprätta prospekt om förvärvaren väljer att ge ett partiellt erbjudande.

I AMN 2001:17 var frågan om ett pressmeddelande utgjort ett offentligt erbjudande. Uttalandet kom främst att behandla själva nyss nämnda fråga, dvs. erbjudande eller ej. Via pressmeddelandet som AB Traction, i form av ”budgivare”, offentliggjort framkom att de beslutat att erbjuda aktieägarna i Matteus AB ett alternativ. Pressmeddelandet innehöll vidare vederlagsförslag och att bolaget inom kort avsåg att framföra ett formellt erbjudande till storägarna i Matteus AB. I efterhand har AB Traction framfört att de endast avsåg att rikta enskilda erbjudanden till vissa storägare. Nämnden ansåg det inte råda någon tvekan om att pressmeddelandet utgjort ett erbjudande i reglernas mening då det bl.a. innehållit generellt angivna villkor. I sammanhanget intressant är att eftersom AB Traction's erbjudande endast avsåg en del av aktierna i Matteus rörde det sig om ett partiellt erbjudande. Som ovan redogjorts, och som nämnden konstaterade, är sådana förvisso tillåtna ibland. Emellertid skall det då framgå det största antalet aktier som köparen önskar köpa. Nämnden konstaterade vidare att det följde av den dåvarande rekommendationen, vilket motsvarar dagens bestämmelse, att även ett partiellt erbjudande måste utformas på ett sådant sätt att alla ägare av aktier av samma slag i målbolaget behandlas lika. Detta innebär således att det inte kan anses förenligt med god sed på marknaden att rikta ett erbjudande till endast ett bolags ”storägare”. Även ett partiellt erbjudande skall alltså också vara i enlighet med likabehandlingsprincipen i den bemärkelsen att även om inte alla kan få avyttra sina aktier i slutändan till budgivaren så skall åtminstone samtliga ägare ges *lika möjligheter* till detta. Om således fler vill sälja än vad budet avser får lottning eller liknande förfarande ta vid.

7. SAMMANFATTANDE SLUTSATSER

7.1 Förhållandet mellan aktiebolagsrättsliga och börsrättsliga likabehandlingsprincipen

Den fundamentala skillnaden mellan den aktiebolagsrättsliga och börsrättsliga likabehandlingsprincipen är att den förra huvudsakligen riktar in sig på rättsförhållandet mellan bolaget och dess aktieägare, dvs. det obligationsrättsliga förhållandet. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen däremot har för avsikt att reglera förhållandet mellan en uppköpare och aktieägarna i målbolaget. Den aktiebolagsrättsliga principen kan således betraktas som en intern princip, medan den börsrättsliga motsvarigheten utgör en extern princip. Aktieägare i målbolaget, som visserligen är presumtiva aktieägare i det erbjudande bolaget, har således inte rätt att bli lika behandlade i samband med en budsituation på grundval av ABL. I en uppsats drar Bergström m.fl. slutsatsen att den allmänna rättsgrundsatsen om att den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen utsträcks till att omfatta även budsituationer, uteslutande bör uppfattas som en begränsningsregel av bolagsorganens beslutsfattande i ett visst bolag.²¹⁶ Däremot hindrar inte principernas olika rättsområden att den aktiebolagsrättsliga principen är vägledande när tolkning av börsrättens princip sker. En åtgärd som ligger i riskzonen för att vara otillåten enligt generalklausulen i ABL är normalt nämligen inte förenlig med god sed på aktiemarknaden.²¹⁷

7.2 Aktiebolagsrättsliga principens ställning vid offentliga uppköpserbudanden

Som konstaterats kan generalklausulen i ABL aktualiseras *i samband med* offentliga uppköpserbudanden vad beträffar händelser som föregår själva erbjudandet. Situationer då detta främst kan komma ifråga är vid s.k. apportemissioner. Det är nämligen inte ovanligt att budgivaren erlärer vederlag till målbolagets ägare genom att ge ut nya aktier till dessa ägare. Vid apportemissioner är inte reglerna om företrädesrätt, som får betraktas som ett likabehandlingsskydd för ett bolags ägare, tillämpliga. Konsekvensen kan således bli den att förvärvarbolaget ger ut nya aktier i form av en riktad emission på bekostnad av sina minoritetsägare som till följd av den utspädningseffekt som inträder förlorar inflytande, och i förlängningen också måhända sitt det grundläggande skydd de åtnjuter vid ägande av mer än tio procent av aktierna. Om så sker kan minoritetsägarna endast åberopa generalklausulen och hänvisa till att någon annan obehörigt gynnsats på bekostnad av deras rättigheter. Huruvida en sådan klandertalan skulle vinna framgång torde sammanfattningsvis bero på graden av skyddsförlust. I doktrin har framförts att en påtaglig maktförskjutning till nackdel för minoriteten torde krävas för att den skall kunna angripas.²¹⁸ Då lagen tillåter riktade emissioner av nämnda slag vore det nämligen föga praktiskt om varje sådan kunde angripas med stöd av generalklausulen. Å andra sidan är det av oerhörd vikt att möjligheten till riktade emissioner inte missbrukas. Ett visst riktämärke för vad som skall betraktas som tillbörligt synes utgöras av marknadsvärdet på aktierna, men ändock inte tillräckligt. En utspädning av det ekonomiska värdet på aktierna i bolaget kan komma ifråga om emissionen sker till ett

²¹⁶ Bergström, Högfeldt, och Samuelsson (1-2/94) s. 120

²¹⁷ AMN 2002:2 och AMN 2002:7

²¹⁸ Skog (2006) s. 59

lägre vederlag lägre än marknadsvärdet. Trots marknadsvärde, kan det som ovan konstaterats, vara till nackdel för minoriteten till följd av den utspädningseffekt en riktad emission får.

Mer generellt har också hävdats att principen om likabehandling kan åsidosättas med motivering att beslutet är företagsekonomiskt riktigt och försvarligt utan att betraktas som otillbörligt gynnande enligt generalklausulen. AMN har t.ex. slagit fast att en riktad kontantemission inte är otillbörlig om bolaget befinner sig i finansiell kris och en sådan emission bedöms vara det enda alternativ, som med erforderlig grad av säkerhet leder bolaget ur denna kris. I doktrin har även hävdats att denna möjlighet borde utvidgas. Likt möjligheten till apportemissionen, finns här således möjlighet att skapa en annan maktbalans i det erbjudande bolaget innan det offentliga erbjudandet, om än mer omständligt.

7.3. Börsrätliga likabehandlingsprincipens ställning vid offentliga uppköpserbjudanden

Utvidgningen av likabehandlingsprincipen till att även kunna åberopas inom börsrätten har kommit att få stor betydelse och hänför sig främst till de ekonomiska och inflytandemässiga rättigheter som tillfaller en aktieägare vid offentliga bud. Principen är ej lagreglerad men återfinns i TO-regeln II.8, vars legitimitet och sanktionsmedel i praktiken är desamma som en lagreglerad sådan förmodligen skulle ha åtnjutit. Det ankommer på budgivaren att behandla alla innehavare av aktier med identiska villkor lika, och vad beträffar övriga aktieslag är åtminstone utgångspunkten densamma. Vidare skall vederlaget vid förvärv av andra finansiella instrument i samband med offentliga bud vara skäligt i förhållande till vederlaget på aktierna. Tanken om rättvisa genomsyrar således behandlingen av alla värdepapper vid offentliga uppköpserbjudanden.

Som framförts skall tolkningen av den börsrättsliga principen emellertid i större utsträckning ske utifrån den s.k. ändamålsinriktade tolkningsmetoden. Ändamålet är då främst att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och inte otillbörligen äventyra enskildas kapitalinsatser, vilket får anses vara ett ständigt förändrande ändamål. Eftersom den börsrättsliga likabehandlingsprincipen syftar till att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, och således inte enbart inriktar sig på befintliga aktieägare i ett bolag, har ett större behov av undantag från principen infunnit sig.

Undantagen från likabehandlingsprincipen synes rent generellt vara präglade av en starkt pragmatisk tillämpning. En tillämpning som jag finner tillfredsställande då utgångspunkten, som sagt, är den goda seden på aktiemarknaden. Tolkningen av en sådan sed måste enligt min mening ske med förankring i hur aktiemarknaden ser ut, hur dess aktörer anser "spelreglerna" skall vara utformade för dels en effektiv aktiemarknad skall kunna upprätthållas samt inte minst för att förtroendet på aktiemarknaden inte skall äventyras. Detta visar sig inte minst genom den delegering som skett till AMN avseende beviljandet av undantag från reglerna. Genom att AMN åtnjutit denna rätt har flexibiliteten ökat. En ökning som lett till en utkristallisering, och enligt min uppfattning, också en utvidgning av de undantag som för ett tiotal år sedan synes ha varit förvisso förutsebara, men samtidigt mindre ändamålsenliga. Utöver den möjlighet till att bevilja undantag från reglerna som AMN erhållit har också "sakliga skäl" kunnat ligga till grund för ett åsidosättande av principen om likabehandling. Nämnden har således åtskiljt på två sätt att åtnjuta generella undantag utan ett specifikt stöd för undantag i reglerna. Å ena sidan möjligheten till dispens enligt TO-regel I.2 och å andra sidan "godtagbara skäl" enligt I.1, vilket dock hitintills uteslutande handlat om utländska

ägare som undantagits från budet. Vad beträffar den senare undantagsmöjligheten har gränsen för vad som skall anses vara godtagbara skäl för att utelämna utländska ägare i ett offentligt bud inte klargjorts utan avgjorts utifrån det enskilda fallet. Denna undantagsmöjlighet synes dock i dagsläget vara relativt stor då, mig veterligen, nämnden ännu inte i något fall förvägrat undantag av nämnda slag. Som konstaterats ovan är kravet endast att utländska ägare inte slentrianmässigt utelämnas i det offentliga budet samt att de utgör en relativt klar minoritet av ägarna. Bedömningen från fall till fall måste återigen poängteras vara nödvändig för att undantaget skall fylla sin praktiska och kommersiella funktion, med den viktiga reservationen om att undantaget under inga omständigheter får utgöra ett instrument för omotiverad diskriminering.

Utöver ”sakliga skäl” och ”godtagbara skäl”, återfinns i TO-regeln II.8 en möjlighet att vid ”särskilda skäl” erbjuda ägare av aktier med identiska villkor olika vederlag. Som ovan framkommit har detta främst kommit ifråga då det förelegat tungt vägande praktiska skäl där undantagen synes vara relativt entydiga. Det skall enligt de uttalanden AMN gjort nämligen anses tillåtet att rikta ett kontanterbud till endast vissa aktieägare av mindre poster. Av avgörande betydelse vid tillåtligheten av olikabehandling av nämnda slag har varit den motivering till *varför* ett kontantalternativ endast omfattande ett antal aktieägare skulle tillåtas samt konstruktionen av en sådan lösning. Vid tolkningen av tungt vägande praktiska skäl har nämnden konsekvent beviljat undantag. Hur många aktier, dess värde eller antalet aktier har inte varit av avgörande betydelse såvida det rör sig om en ”klar minoritet”.

Vad beträffar likabehandling av aktier av olika slag har även denna kommit att präglas av viktiga undantag. Som framgått återfinns vi i svenska bolag inte sällan både A- och B-aktier, vars röstvärde skiljer sig åt. En förekommande premie vid offentliga bud som avser båda sorterna får nämligen avvika från principen ifråga, även om utgångspunkten är att den skall vara lika stor för alla aktier. Motiven till denna möjlighet grundar sig i kommersiella och marknadsmässiga skäl, vilket torde vara att A-aktier åtnjuter större inflytande i bolaget relativt sett och därmed också får betraktas som mer attraktiva för att uppnå en kontrollpost i målbolaget. Huruvida alla aktieägare skall få ta del av den sammanslagningsvinst som ett uppköp förväntas uppnå, och som är tänkt att fördelas mellan aktieägarna och budgivaren, har emellertid varit omtvistat.

I äldre doktrin behandlande de ekonomiska effekterna av principen har det framförts olika argument för ett slopande av likabehandlingsprincipen vid offentliga uppköpserbudanden, där det främsta argumentet är just sammanslagningsvinsten. Om budgivaren tilläts att prisdifferentiera budet skulle den största delen av samgåendevinsten delas mellan det erbjudande bolaget och de största aktieägarna i målbolaget, medan det vid ett förbud sker en jämn fördelning av vinsten. Principen skiftar således en del av samgåendevinsten från det köpande bolaget och de stora aktieägarna till de små aktieägarna i målbolaget. Författarna hävdade således att det till följd av principen, som vid den tidpunkten ännu inte var införd, skulle minska incitamentet att lägga bud på bolag. Detta skulle alltså vara till nackdel också för de småaktieägarna eftersom sannolikheten för ett bud och därmed potentiell budpremie går ned.²¹⁹ Denna grundläggande fråga är av stor betydelse vid en diskussion om principens vara eller icke vara. Inställningen till principen idag hos lagstiftare och aktörerna på marknaden torde dock till följd av den rika floran av undantag vara till synes mestadels positiv, vilket inte minst den höga graden av efterlevnad av nämndens uttalanden pekar på.

²¹⁹ Bergström, Högfeldt och Samuelsson (1-2/94) s. 149 ff., 157 ff.

Som ovan nämnts är vid behandlingen av aktier med identiska villkor principen förhållandevis sträng, medan den vad beträffar aktier av olika slag har varit mer generös enligt min mening. Det framgår också av TO-regeln att så länge sistnämnda olikabehandling inte är oskälig så är den tillåten. Argumenten ovan framförda bär klara ekonomiska kännetecken. Syftet är enligt denna ståndpunkt att uppnå högsta möjliga vinstmaximering och oväsentligt är hur denna fördelas. Dagens argumentation utgår emellertid främst från det klassiska juridiska argumentet om ”skydd för svagare part”.

Sammanfattningsvis har AMN:s inställning klartgjorts först på senare år där en prisdifferentiering om ca 12 % har ansetts förenlig med god sed på aktiemarknaden såvida en sådan särbehandling kunnat motiveras utifrån de olika villkor som de aktieslagen haft. Avvikelser har emellertid förekommit, vilket återigen beror på den bedömning som nämnden gör i varje enskilt fall med strävan att finna en ändamålsenlig lösning. Min åsikt är den att en ”helhetsbedömning” av omständigheter som en dålig eller stagnerad kursutveckling avseende aktierna bör beaktas i en sådan bedömning, likaså omständigheter som kan tänkas hota målbolagets framtida existens. En sådan bedömning måste dock ske med stor försiktighet och en ”helhetsbedömning” får under inga som helst omständigheter riskera att rubba allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Nämnden har dock kommit att ställa relativt höga krav på att prisdifferensen skall vara väl underbyggt med hållbara argument varför detta förtroende till synes ännu inte rubbats.

Vad beträffar förvärv utanför det offentliga erbjudandet är reglerna förhållandevis klara och koncisa. Tidsfristen om att förvärv sex månader innan det offentliga budet samt nio månader efter påbörjan av erläggande av vederlag enligt budet skall innebära att budet skall anpassas därefter om sådana köp innebär mer fördelaktiga villkor måste betraktas som nödvändig och lämplig. Avsaknad av en klart definierad tidsperiod avseende sådana förvärv oavsett eventuella syften att genomföra ett bud skulle innebära svåra bevisfrågor. Några äldre uttalanden visar inte minst på denna problematik. Istället har förvärv vid sidan av budet kommer att kompliceras av att sådana förvärv genomförts av någon till budgivaren närstående, där nämnden i ett uttalande utifrån NBK:s äldre bestämmelser utvidgade närståendedefinitionen till att även omfatta situationer då ”väsentligt ägarintresse” föreligger mellan budgivaren och bolaget som genomför sidoförvärvet. Enligt min mening vore det ändamålsenligt om nämnden fann att så vore fallet även utifrån dagens regler (trots dess förmodligen mer uttömmande formulering), antingen genom en extensiv tolkning av nuvarande punkt e) i TO-regel I.3 alternativt genom en återupprepning ”väsentligt ägarintresse” som en fristående intressegemenskapsdefinition. Att ”väsentligt ägarintresse” skulle kunna vara tillräckligt i sig för att ett bolag ska betraktas som närstående och därmed förhindrad att agera på motsvarande sätt torde det enligt min åsikt nämligen vara ett praktiskt sätt att bemöta de problem som lätt skulle kunna uppstå då varken koncernkravet i punkt a) eller samarbetskravet för kontroll i punkt e) uppfylls.

Enligt min mening är det av stor vikt att principen upprätthålls. Utgångspunkten bör vara att budpremien skall vara lika stor för de olika aktieslagen, men med möjligheten att prisdifferentiera såvida godtagbara skäl kan legitimera detta. Utan den principiella ståndpunkten att alla aktieägare skall ha rätt i den sammanslagningsvinst som uppstår löper aktiemarknaden risk att förlora inte bara förtroendekapital utan även många investerares ekonomiska kapital. Likväl finner jag det lika viktigt att AMN kontinuerligt följer upp utvecklingen på marknaden genom uttalanden som är i linje med de marknadsmässiga och kommersiella intressen som kan tänkas inverka på behovet av undantag från principen.

Käll- och litteraturförteckning

Offentliga tryck

SOU 2005:58, Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden.
SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden.

Prop. 1973:93
Prop. 2005/06:140
Prop. 2006/07:65
Prop. 2006/07:70

Lagutskottet 1973:19

EG-direktiv

Rådets direktiv 77/91/EEG av den 13 december 1976, s.k. Kapitaldirektivet.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden, s.k. Takeover-direktivet.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004, s.k. Öppenhetsdirektivet.

Föreskrifter

FFFS 2006:4

Finansinspektionens promemoria, *Krav på offentliggörande och rapportering av obligatorisk information enligt Öppenhetsdirektivet*, daterat 2006-11-22

Rättsfall

NJA 1977:393
NJA 1985:343 (Företagsfinansmålet)
NJA 1989:751
NJA 1992:872 (Balken I)
NJA 1996:293 (Balken II)

Litteratur

Afrell, Lars, Klahr, Håkan och Samuelsson, Per, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 2:a uppl., Stockholm, 1998.

- Bergström, Clas och Rydqvist, Kristian, *Marknaden för företagskontroll*, Bjärnum, 1992.
- Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 2:a uppl., Göteborg, 2001.
- Dotevall, Rolf, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör*, Malmö, 1989.
- Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Göteborg 2005.
- Johansson, Svante, *Bolagsstämma*, Stockholm, 1990
- Johansson, Svante, *Nials Svensk Associationsrätt*, 8:e uppl, Stockholm, 2001.
- Kristiansson, Björn, *God sed på aktiemarknaden*, Stockholm, 1995.
- Kristiansson, Björn, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Stockholm, 1996
- Kågerman Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem*, Stockholm, 2001.
- Nerep, Erik, *Aktiebolagsrättslig analys, Ett tvärsnitt av nyckelfrågor*, Stockholm, 2003
- Nyström, Göran, Ohlsson, Robert och Skog, Rolf, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Stockholm, 2004.
- Orrbeck, Martin, *Företagsförvärv i praktiken*, Lund, 2006.
- Pehrson, Lars, *Generalklausuler i aktiebolagslagen*. Festskrift till Sveriges Advokatsamfund, Stockholm, 1987.
- Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 21:a uppl., Stockholm, 2006
- Stattin, Daniel, *Takeover, Offentliga uppköpserbjudanden - Reglering, tolkning och tillämpning*, Stockholm, 2006.
- Åhman Ola, *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten*, Uppsala, 1997.

Tidsskrifter

- Bergström, Clas, Högfeldt, Peter och Samuelsson, Per, *Om kravet på likabehandling av aktieägare*, Tidsskrift for Rettsvitenskap 1-2/94.
- Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Intressekonflikter i samband med vissa riktade emissioner, i Intressekonflikter och finansiella marknader*, red. Nord, Gunnar och Thorell, Per, 2006.
- Munck, Johan, *Aktiemarknadsnämndens tio år*, SvJT, 1996.
- Skog, Rolf, *Erbjudandeplikt?*, Jurdidisk Tidsskrift, årgång 5/nr 1 / 1993-94.

Skog, Rolf, *Takeover-direktivet – en historia utan slut?*, Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2001:4, s. 407-416.

Övrigt

Börs 2006/07 regelsamling, FAR förlag.

Näringslivets börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv

Stadgar för Föreningen för Aktiemarknadsfrågor

Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006-07-01)

AMN-uttalanden

AMN 1986:3

AMN 1987:7

AMN 1988:2

AMN 1988:8

AMN 1988:12

AMN 1989:7

AMN 1990:5

AMN 1990:6

AMN 1991:3

AMN 1992:2

AMN 1994:2

AMN 1994:4

AMN 1998:1

AMN 1998:2

AMN 1998:7

AMN 1999:6

AMN 1999:16

AMN 1999:19

AMN 1999:22

AMN 2000:1

AMN 2001:2
AMN 2001:3
AMN 2001:6
AMN 2001:17
AMN 2001:29
AMN 2001:31

AMN 2002:1
AMN 2002:2
AMN 2002:7
AMN 2002:20
AMN 2002:24

AMN 2003:1
AMN 2003:6
AMN 2003:9
AMN 2003:16
AMN 2003:22
AMN 2003:32

AMN 2004:13
AMN 2004:18
AMN 2004:19
AMN 2004:20
AMN 2004:22
AMN 2004:24
AMN 2004:34
AMN 2004:36

AMN 2005:1
AMN 2005:13
AMN 2005:24
AMN 2005:32
AMN 2005:34
AMN 2005:38
AMN 2005:46
AMN 2005:47
AMN 2005:48

AMN 2006:9
AMN 2006:22
AMN 2006:27
AMN 2006:35
AMN 2006:44
AMN 2006:45
AMN 2006:51
AMN 2006:53

AMN 2007:6
AMN 2007:14