



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Thomas Enckell

Budplikt i bolagsordningen

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Krister Moberg

Ämnesområde
Associationsrätt

Termin
HT 1997

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING.....	1
FÖRORD.....	2
INLEDNING	3
BAKGRUND.....	3
SYFTE	4
METOD OCH MATERIAL.....	4
DISPOSITION	5
AVGRÄNSNING.....	5
FÖRFATTNINGSREGLERAD BUDPLIKT PÅ ANDRA MARKNADER	7
DEN BRITTISKA FÖREBILDEN: THE CITY CODE ON TAKE-OVERS AND MERGERS.....	7
ANDRA LÄNDER.....	8
EU.....	9
LAGSTADGAD BUDPLIKT I SVERIGE?	11
INLEDNING.....	11
ARGUMENT FÖR.....	11
ARGUMENT MOT.....	12
DEBATTEN	13
HÄNDELSER SOM PÅVERKAR DEBATTEN. KOMMENTAR TILL TRUSTORHÄRVAN.....	15
AKTIEBOLAGSKOMMITTÉNS SLUTSATSER I SOU 1997:22.....	16
RÄTTSEKONOMISK SYN.....	17
BEGRÄNSNING AV AKTIEÄGARNAS RÄTTIGHETER	18
AKTIEÄGARNAS RÄTTSSKYDD.....	18
ANLEDNINGAR ATT INSKRÄNKA SKYDDET	19
REGLERINGAR I BOLAGSORDNINGEN.....	19
REGLERINGAR I AVTAL	20
MINORITETSSKYDD	21
ALLMÄNT	21
VIKTIGT MED AVVÄGT SKYDD.....	21
MINORITETSSKYDD VID ÄGARSKIFTEN	22
UTVIDGNING AV SKYDDET	23
TVÅNGSINLÖSEN.....	24
KRAV PÅ LIKABEHANDLING.....	25
PRINCIPEN OM AKTIERS FRIA ÖVERLÅTBARHET	26
BEGREPPET ÖVERLÅTELSE.....	26
OM AKTIERS FRIA ÖVERLÅTBARHET	26
ÖVERLÅTELSEBEGRÄNSNINGAR	28
<i>Allmänt.....</i>	28
<i>Hembud (lösningsförbehåll).....</i>	29
<i>Förköpsklausuler</i>	29
<i>Skillnad hembud- förköp.....</i>	30
<i>Samtyckesklausuler</i>	31
<i>Bundna aktier.....</i>	31
<i>Förbud mot förvärv av egna aktier.....</i>	32
<i>Inskränkning enligt Bankrörelselagen.....</i>	32
<i>Begränsningar i avtal</i>	33
<i>Omsättningsbegränsningar i utländsk rätt.....</i>	34

<i>Möjligheter till mer omfattande begränsningar</i>	35
<i>Lagförslagsändringar – SOU 1997:22</i>	37
REGLERINGAR I BOLAGSORDNINGEN	39
ASSOCIATIONSRÄTTSLIGA BEGRÄNSNINGAR	39
BÖRSRÄTTSLIGA BESTÄMMELSER	40
GOD SED	41
AVTALSLAGENS TILLÄMPNING PÅ BOLAGSORDNINGAR	42
KONTROLL OCH TILLSYN. AKTIEMARKNADSNÄMNDEN (AMN).....	44
FÖRSVARSAÅTGÄRDER MOT FIENTLIGA FÖRETAGSFÖRVARV	46
BUDPLIKT I BOLAGSORDNING	48
SYFTEN	48
BUDPLIKT I SANDVIK, SKANSKA OCH PERSTORP	49
REGISTRERING AV BUDPLIKT	51
MINORITETSSKYDDSARGUMENTET	52
PÅVERKAN PÅ FRIA ÖVERLÅTBARHETEN	54
UTVIDGAD TVÅNGSINLÖSEN	55
LIKABEHANDLING.....	57
ÄGARNAS BEGRÄNSADE ANSVAR ELLER PRINCIPEN OM ”FULLGJORD SKYLDIGHET”	59
JÄMFÖRELSE MED HEMBUDET	60
GOD SED PÅ AKTIEMARKNADEN	60
36 § AVTL.....	61
KAN FÖREKOMSTEN AV AKTIEÄGARAVTALET PÅVERKA VILKA KLAUSULER SOM TILLÅTS I BOLAGSORDNINGEN?	62
RÄTTVERKNINGAR AV EN BUDPLIKT	62
AVSLUTNING OCH SAMMANFATTANDE KOMMENTARER	64
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	68
BILAGA A	71

Sammanfattning

Det pågår för närvarande en debatt angående införande av budplikt i svensk lagstiftning. Budplikt innebär att den som förvärvar en kontrollerande del av ett företag tvingas lägga bud på resterande aktier. Dylig reglering har länge funnits i Storbritannien och har till främsta syfte att skydda aktieägarminoriteten, vilken riskerar att "låsas" in i bolaget när ny ägare träder in.

En intressant fråga är huruvida det redan idag är förenligt med gällande lagstiftning att, utan stöd i lag, införa liknande reglering i bolagsordningen. Att tvinga någon att förvärva aktier (eller lägga bud på dem) hämmar fri överlåtelse och kan leda till att investerare drar sig undan marknaden, något som i förlängningen även kan skada minoriteten i bolaget.

Budplikt riskerar kränka reglerna i aktiebolagslagen om fri överlåtelse av aktie och även principerna bakom tvångsinlöseninstitutet, samt kan i viss mån omkullkasta det minoritetsskydd en sådan reglering har för avsikt att stärka. Även om inte en reglering om budplikt kan fastslås strida mot ABL eller annars god affärssed kan den sägas nagga i kanten av vad som är aktiebolagets bakomliggande tanke.

Med de associationsrättsliga regleringar vi har idag ser jag det som tveksamt om budplikt bör accepteras i bolagsordningar. Om det inte anses lämpligt att lagreglera om budplikt kan en lösning i framtiden vara att tillåta bolagen ett införa dylig reglering i sina bolagsordningar. Det måste dock observeras att det då, i alla fall enligt min mening, krävs ett reglerat undantag från ABL:s princip om aktiers fria överlåtbarhet, samt en översyn och ingående prövning av tvångsinlösenreglerna och minoritetsskyddet i aktiebolagsrätten.

Förord

Med föreliggande arbete vill jag ge en annorlunda synvinkel på den debatt som förs angående budpliktens vara eller inte vara i svensk rätt. Den debatt som förs idag inriktar sig i princip enbart på budplikt i lagstiftning, men jag vill se till hur enskilda bolag har möjlighet att i sina bolagsordningar införa bestämmelser om budplikt.

För genomförandet av arbetet har jag haft stor nytta av information och upplysningar som jag erhållit från praktiskt verksamma inom juridik och näringsliv, och vill därför rikta ett tack till dem som bidragit med värdefull information. Speciellt tack till Peter Linderoth, Advokat Vinge Advokatbyrå, Rolf Skog, Sekreterare Aktiebolagskommittén, Per Nordström, Chefsjurist PRV, Susanne Håkansson, Stockholms Fondbörs och Malkolm Falkman, Chefsjurist Sandvik AB för vänligt bemötande och intressanta synpunkter.

Inledning

Bakgrund

Aktierna i börsnoterade aktiebolag är ständigt föremål för ägarskiften, medan det i små familjeaktiebolag vanligtvis gäller det motsatta, nämligen att aktierna sällan byter ägare. Oavsett vilken omsättning det är på aktierna i det enskilda företaget, kan aktieöverlåtelser resultera i att kontrollen över företaget övertas av en ny ägare. Vid dylika kontrollägarskiften är det viktigt att skydda de intressenter och investerare som finns i företaget. En av de viktigare grupperna är minoritetsägarna, vilka måste skyddas mot opportunistiskt beteende från större ägare. I Sverige ges minoriteten ett relativt starkt skydd genom diverse regleringar i ABL, men det förekommer ständigt diskussioner om huruvida detta skydd är tillräckligt. Vid ett kontrollskifte påverkas även de mindre ägarna genom att värdet på deras aktier kan stiga eller sjunka beroende på vilka förväntningar som läggs på de nya ägarna.

Med hänsyn till den betydelse ett dylikt skifte kan ha, har Storbritannien infört en ordning som innebär att den som uppnår ett kontrollerande aktieinnehav i ett bolag förpliktas att också lägga bud på resterande aktier. Denna plikt benämns vanligen ”budplikt” eller ”erbjudandeplikt”. Efter sitt ursprung används ibland också termen ”Londonregeln”. Inom EU förs diskussioner om införande av liknande reglering för att anpassa lagstiftningen till den ökade frekvensen av företagsförvärv på marknaden. I och med Sveriges inträde i den Europeiska Unionen och medföljande krav på att vi anpassar vår lagstiftning till EU:s, är dess inställning till en lagreglerad budplikt av väsentlig betydelse för Sveriges ställningstagande.

I Sverige har det under framförallt senare år framförts krav på att införa ett liknande system, och frågan har behandlats i flera omgångar. Lagstiftaren har hittills valt att inte införa en dylik lagreglering i det svenska rättssystemet.

Några svenska bolag valde i början på 90-talet att införa en budplikt i sina bolagsordningar. Detta gjorde de främst med motiveringen att minoriteten på så sätt ges ett nödvändigt och utvidgat skydd. Eftersom ABL inte uttryckligen ger bolagen denna möjlighet uppkommer frågan huruvida detta är en reglering som överensstämmer med svensk rätt, d v s om det är förenligt med den bolagsrättsliga lagstiftningen och principerna bakom denna, eller om en sådan reglering strider mot de bestämmelser som idag

styr aktiemarknadens aktörer. Budplikten har inte blivit någon vanligt förekommande reglering i de svenska bolagen och man bör fråga sig varför inte fler bolag valt att följa ”initiativtagarna”. Syftet de första bolagen hade med införandet, olika myndigheters, låt oss säga ”inofficiella åsikter”, och även förhållandet till gällande lag är några faktorer som kan tänkas ha styrt övriga bolags ställningstagande.

På marknaden förekommer, i grova drag, två grupper av aktiebolag; de stora börsnoterade bolagen och de mindre familje- eller fåmansföretagen. Det är lätt att inse att behov och regleringar för dessa bolag måste skilja sig åt och att bestämmelser som t ex budplikt kan leda till helt olika resultat beroende på i vilken bolagsordning de införs. Ledningarna i de olika bolagen torde därför ha helt olika incitament till att införa bolagsordningsbestämmelser som styr och påverkar ägandet av bolagets aktier.

Syfte

Syftet med föreliggande arbete är att utreda huruvida införande av en budplikt i bolagsordningar strider mot ABL, och då i första hand reglerna om aktiernas fria överlåtelse rätt, men även t ex reglerna om, eller snarare principerna bakom, tvångsinlöseninstitutet. En övergripande fråga är hur, och i vilken omfattning, minoritetsskyddet, och även vad man torde kunna kalla ett majoritetsskydd, påverkas. Hänsynen till minoriteten är ett argument som förs fram både av förespråkarna och motståndarna till en budplikt och i arbetet undersöks huruvida en minoritet i bolaget i alla situationer skulle gynnas av en budplikt.

Metod och material

För att undersöka förhållandet mellan bolagsordningsreglerad budplikt och gällande lagstiftning, och då i första hand den bolagsrättsliga, studerar jag grundläggande rättigheter aktieägarna ges idag samt vilka inskränkningar i dessa som lagstiftaren tillåter. Detta för att försöka få en bild över lagstiftarens generella inställning till rättighetsbegränsningar. Jag kommenterar vidare hur budplikten regleras i de bolag som har infört den, för att slutligen pröva frågan om budplikt, enligt gällande lagstiftning, bör tillåtas i bolagsordningar.

Arbetet tar som utgångspunkt gällande rätt, och försöker utifrån denna konstatera huruvida budplikt i bolagsordningar kan rättfärdigas.

Inhämtande av information har i första hand skett genom käll-, litteratur-, och i viss mån rättsfallsstudier. Flera av de åsikter jag tar upp och kommenterar har hämtats från nämnders och kommittéers offentliga uttalanden. Dessutom har en del information inhämtats genom samtal med anställda på diverse myndigheter och privata inrättningar. De senare uppgifterna tas med utan anspråk på att vara en allmänt gällande uppfattning och jag reserverar mig från de eventuella felaktigheter dessa uttalanden kan innehålla. Det är dock av intresse att kunna belysa problemen med åsikter även om dessa inte offentliggjorts.

Disposition

Arbetet är huvudsakligen indelat i tre större delar. I den första delen redogörs för frågan om en lagstadgad budplikt. Det är framförallt debatten kring budplikten som behandlas, och någon djupare analys av frågan görs inte. I andra delen behandlas frågan om de enskilda aktieägarnas rättsskydd, vilka rättigheter de har och i vilken omfattning dessa kan begränsas. I sista delen analyseras frågan om detta skydd påverkas av en budplikt i bolagsordningen, och vilken betydelse det har för frågan om budpliktens överensstämmelse med gällande rätt. Det skall observeras att den beskrivna indelningen inte motsvaras av antalet huvudkapitel utan endast beskriver arbetets uppläggning och vilka områden som avses täckas av denna.

Avgränsning

Den debatt som förs idag kring budplikten rör i första hand huruvida lagreglering bör ske, och det är sällan problemet rörande bolagsordningsreglerad budplikt diskuteras. För att få insyn i den senare frågan krävs av naturliga skäl även en inblick i den inställning den svenska lagstiftaren, men även marknaden, har till att reglera budplikt i lag. Flera av de argument som framhålls i diskussionen är också i högsta grad relevanta för frågan om bolagsordningsreglerad budplikt. Därför redogörs relativt omfattande för frågan om lagreglering, men frågeställningar och mer ingående diskussioner rör i princip enbart en bolagsordningsreglerad budplikts förhållande till gällande rätt.

En ekonomisk, och även rättsekonomisk, studie av budplikten är förvisso intressant, men samtidigt alltför omfattande för att kunna utföras inom ramen för detta arbete. Den fortsatta framställningen, bortsett från ett avsnitt

om rättsekonomisk syn på lagreglering av budplikt samt en del allmänna ekonomiska argument, kommer därför att i första hand behandla juridiska konsekvenser av budplikten.

Författningsreglerad budplikt på andra marknader

Den brittiska förebilden: The City Code on Take-Overs and Mergers

Den brittiska regleringen av offentliga uppköpserbudanden och kontrollägarskiftet finns i The City Code on Take-Overs and Mergers. Det är en uppförandekod som ges ut av en sammanslutning av institutioner på den brittiska värdepappersmarknaden kallad The Panel on Take-Overs and Mergers. Koden gavs första gången ut 1968, och syftet var att garantera alla aktieägare en rättvis och lika behandling i samband med företagsuppköp. Budplikten var till en början begränsad till de fall då någon uppnådde ”effektiv kontroll” genom förvärv från personer i bolagets ledning. 1972 kompletterades den med en generell budplikt för den som uppnådde ägande motsvarande 40 procent av rösterna. 1974 slogs de båda bestämmelserna samman till en, vars lydelse alltjämt gäller, vilken ålägger den som uppnår minst 30 procent av röstetalet i ett bolag att erbjuda sig att förvärva resterande aktier i bolaget. Det har ingen betydelse hur ägandet uppkommit, om det skett genom köp, konvertering eller på annat sätt, utan det avgörande är om någon ensam eller tillsammans med annan som handlar i samförstånd med honom innehar mer än 30 procent. Att man även ser till ägande som annan i samförstånd gjort hindrar att någon ”döljer” sitt innehav genom att dela upp det på olika personer. Även i fall då någon som äger mellan 30 och 50 procent ökar sitt innehav kan budplikt utlösas. I vissa förvärvssituationer kan Takeover-panelen ge dispens från budplikten.

När en ägare överträder gränsen är han skyldig att dels offentliggöra det, dels uppvisa en försäkring från en finansiell garant, att köparen har ekonomiska resurser att fullfölja det bud han tvingas lägga. Skulle sedan brist uppkomma är garanten skyldig att täcka denna. Priset skall inte vara lägre än det pris som han betalat för samma aktieslag under den närmast föregående tolv månaders perioden. Ytterligare detaljregleringar styr vidare förutsättningarna för erbjudandet och dess genomförande. Bestämmelserna innehåller inte några direkta sanktioner, men de följs ändå i stor

utsträckning. Risken att förlora anseendet eller berövas möjligheten att fortsätta vara verksam på marknaden fungerar självsanktionande. Huruvida panelen kan ställa företag som inte följt regleringen till svars inför domstol har ännu inte prövats.

Den gräns man valt för budpliktens utlösande beror på när man anser att en ägare uppnår effektiv kontroll i företaget. Det har på senare år lagts fram förslag på att sänka gränsen till 20 eller 25 procent, men detta har ännu inte lett till någon ändring.¹

Andra länder

Det brittiska regelverket har vuxit fram genom mångårig erfarenhet av offentliga uppköpserbjudanden och fientliga företagsförvärv, och inget annat land har skapat ett lika heltäckande regelverk på området. På senare tid har det dock i många länder vuxit fram regler om uppköp och övertaganden och i flera av dessa länder, bl a Frankrike, Belgien, Italien, Schweiz och Spanien, har man också infört bestämmelser om budplikt. Den mest utvecklade regleringen efter Storbritanniens är den franska. Frankrike är också det land som främst påskyndar regleringar i EU.² Även i våra grannländer Danmark, Norge och Finland har man regler om budplikt, dock utformade på lite olika sätt från land till land. Vad som framförallt skiljer regleringarna i dessa länder åt är de ägarnivåer som måste uppnås för att plikten skall utlösas. I Frankrike krävs 1/3 av aktiekapitalet eller röstetalet, i Danmark räcker det att man uppnår ”kontroll” i det nya bolaget, i Norge krävs 45 procent av rösterna och i Finland slutligen inträder skyldigheten när man förvärvat mer än 2/3 av röstetalet. Mellan den brittiska och den franska regleringen förekommer även skillnad i hur många av övriga aktier som måste omfattas av budet.

Bland de länder som valt att inte lagreglera om budplikt märks främst Tyskland och Nederländerna. I Tyskland är fientliga företagsförvärv sällsynta och näringslivet ställer sig kritiskt till lagregleringar.³ Även Portugal och Grekland saknar bestämmelser om budplikt. I USA har några delstater infört regler om budplikt. På federal nivå finns flera regleringar som avses skydda allmänheten vid företagsuppköp, men regler om budplikt saknas.

¹ För en utförligare redogörelse av den engelska regleringen samt hänvisningar till aktuella artiklar i The City Code, se Skog R, JT 1993/94 s 78 ff

² Skog, JT 1993/94 s 95

³ Skog, JT 1993/94 s 101

EU

Den ökande frekvensen av företagsköp på den europeiska marknaden har lett till att EU:s intresse i att reglera på området successivt har ökat. Redan 1974 väcktes förslag om införande av direktiv som skulle ålägga medlemsstaterna att införa nationella regler om budplikt.⁴ Förslaget ledde inte till vidare regleringar, framförallt då intresse saknades bland medlemsstaterna att reglera i ämnet. Frågan väcktes igen och i slutet av 1980-talet framlades ytterligare ett direktivförslag, men även detta avvisades efter omfattande kritik.⁵ Inställningen till en gemenskapsreglering om budplikt var negativ, men vad som fick situationen att ändras radikalt var ett planerat övertagande på den belgiska marknaden vilket hade lett till att samme ägare skulle kontrollera ungefär 1300 företag.⁶ Övertagandet fick EU:s intresse för företagsförvärv att öka och därmed också för regleringar om budplikt. EG-kommissionen presenterade förslag till ett trettonde bolagsdirektiv, vars främsta syfte var att skydda aktieägare i samband med företagsuppköp.⁷ Förslaget hade till stor del den engelska Takeover-koden som förebild. En av de centrala bestämmelserna var en skyldighet för medlemsstaterna att införa en budplikt på aktiemarknaden. Detta ursprungliga förslag utsattes för mycket kritik, bl a från Ekonomiska och Sociala kommittén, och i februari 1996 lade Kommissionen fram en omarbetad version av förslaget.⁸ En stor skillnad i det nya förslaget gentemot det gamla är att medlemsstaterna inte tvingas införa en budplikt utan de ges en möjlighet att istället genom ”likvärdiga sätt” skydda minoriteten.

Art 3 i förslaget lyder:

För sådana fall där en fysisk eller juridisk person till följd av förvärv innehar värdepapper som tillsammans med befintligt innehav ger honom en specificerad andel i ett sådant bolag som avses i artikel 1 och därigenom ger honom kontrollen över det bolaget, skall medlemsstaterna se till att bestämmelser eller andra mekanismer eller arrangemang är i kraft som antingen tvingar denna person att lämna ett anbud i enlighet med artikel 10 eller erbjuder andra lämpliga och åtminstone likvärdiga sätt för att skydda bolagets minoritetsägare.

Den andel av rösträtterna som ger kontroll i enlighet med punkt 1 och sättet för dess beräkning skall fastställas genom lagstiftningen i den medlemsstat där tillsynsmyndigheten finns.

⁴ Report on Takeovers and Other Bids, doc. XI/56/74

⁵ Doc. XV/63/87 – DE/rev. 1

⁶ Carlo de Benedetti lade i januari 1988 bud på kontrollerande del av Société Générale de Belgique (SGB). De bolag SGB kontrollerade motsvarade i runda tal en tredjedel av den belgiska marknaden. För ytterligare bakgrund, se Skog, JT 1993/94 s 88.

⁷ KOM (90) 416-SYN 186

⁸ KOM (95) 655. Se även FAR Info 6/1996

Ekonomiska och Sociala Kommittén har yttrat sig över förslaget, och har framförallt en del synpunkter på utformningen av det.⁹ Vad gäller budplikten anser den att kommissionen missat att ta med regler om undantag, d v s förvärv som inte bör föranleda någon budplikt. För närvarande (december 1997) behandlas förslaget av rådet.¹⁰ Den 8 december 1997 togs frågan upp vid ett rådsmöte, vilket dock slutade med att England reserverade sig i frågan. Efter årsskiftet 1997/98 tar England över ordförandeskapet vilket troligen kan leda till att frågan förblir orörd ett tag framåt. Ur svensk synvinkel blir det så småningom intressant att se vilken slutlig utformning direktivet får, men en utbredd uppfattning synes vara att reglerna om budplikt inte kommer att medtagas i en slutlig lydelse.¹¹

⁹ CES 876/96 (95/0341 COD)

¹⁰ SOU 1997:22 s 293

¹¹ Skog, JT 1993/94 s 92 f

Lagstadgad budplikt i Sverige?

Inledning

Under framförallt 1980-talet ökade företagsförvärven i Sverige och i samband därmed ställdes ökade krav på att undanröja missförhållanden på aktiemarknaden. Flera förslag gick ut på att införa en reglering liknande den brittiska budplikten.¹² Som nämnts har det även inom EU blivit allt aktuellt med regler liknande de brittiska, och i och med Sveriges inträde i unionen blev frågan än mer aktuell. Olika händelser på den nationella marknaden medförde att debatten blommade upp och att krav ställdes på lagstiftaren att agera. Under senaste tiden har t ex frågan om budplikt uppkommit i samband med den ekonomiska brottslighet som förekommit i Trustor AB. Många menar att en budplikt skulle förhindra dylika händelser.¹³ I debatten kring en lagstadgad budplikt är det framförallt en del återkommande och nedan redovisade argument som förs fram.

Argument för

Grundmotivet för en budplikt är att aktieägarminoriteten behöver ett utvidgat skydd vid stora ägarförändringar. Förespråkarna för i debatten fram framförallt tre huvudargument för en lagstadgad budplikt, nämligen likhetsprincipen, rätt till del i kontrollpremie och rätt att lämna bolaget vid önskat kontrollägarskifte.

De förespråkare som stöder sig på *likhetsprincipen* menar att alla aktieägare måste behandlas lika vid företagsförvärv. Kravet på likabehandling i ABL bygger dock på att bolaget och dess organ skall behandla alla aktieägare lika och reglerar inte förhållandet mellan aktieägare och en framtida presumtiv aktieköpare.¹⁴ Det finns i praxis även en princip om krav på likabehandling vid exempelvis offentliga uppköpserbjudanden, vilken har till främsta syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Principen

¹² Motion 1985/86:L 240

¹³ Dagens Industri 10 nov 1997. Fallet med Trustor tas upp i kap 3.5 främst för att exemplifiera den debatt som förs och för att se huruvida det skydd man vill uppnå verkligen uppnås.

¹⁴ Se vidare kap 7

innebär bl a att innehavare av aktier med identiska villkor skall erbjudas identiskt lika vederlag per aktie. Enligt Näringslivets Börskommitté (NBK) avses dock inte att alla aktieägare skall erbjudas sälja sina aktier bara för att någon köper en stor del av aktiestocken.¹⁵

Det andra argumentet bygger på en teori om *rätt till en andel i kontrollvärdet*, nämligen det värde det innebär att äga så stor del så att man erhåller kontroll i bolaget. Denna teori anses föråldrad, och ges ingen betydelse av de olika kommittéerna och behandlas därför inte mera här.

Slutligen framförs kravet att aktieägare som inte är nöjda med kontrollägarskiftet skall ha *möjlighet att lämna företaget*. Huvudargumentet är att skydda minoriteten i bolaget vid kontrollägarskiftet, då de riskerar att missgynnas utan att ha en möjlighet att i praktiken påverka detta. För börsnoterade bolag finns vanligen möjlighet att sälja aktierna på marknaden. Även här kan dock finnas behov av skydd, antingen då handeln i och med ägarskiftet avtar drastiskt, eller då skiftet leder till kraftigt fallande kurser. I icke-noterade bolag har små ägare inte möjlighet att på samma sätt lämna företaget, och riskerar att låsas in i bolaget.

Det tredje argumentet är den centrala och kanske tydligaste minoritetsskyddstanken. Minoriteten måste, menar man, skyddas mot övertaganden som leder till att deras aktier sjunker i värde utan att de har en möjlighet att påverka detta. En budplikt kan aldrig hindra ”raider” mot företag, men skulle, genom att göra det dyrare att köra över en minoritet, utgöra ett önskvärt minoritetsskydd, samtidigt som det skulle visa på en attitydförändring till förmån för alla aktieägare.¹⁶ Det har också hävdats att budplikten är en behövlig utvidgning av den tvångsinlösen skyldighet som finns i flera länder, nämligen för moderbolag att lösa ut minoritetsägare i dotterbolag då man uppnår 90 procent av aktierna. På så sätt förstärker budplikten det minoritetsskydd som i ABL regleras i 14:31.

Argument mot

De ekonomiska argumenten mot en budplikt i svensk rätt är framförallt att det skulle leda till stora kostnader för kontrollpostförvärv vilket skulle få diverse negativa följder som t ex att antalet övertagandebud torde minska med efterföljande risk för en avstannande aktivitet på aktiemarknaden. Skulle flertalet minoritetsaktieägare regelmässigt begagna sig av sin inlösenrätt, skulle det bli svårt att genomföra de mest nödvändiga

¹⁵ NBK:s rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) II:5

¹⁶ Veckans Affärer 1986 nr 4 s 60 och nr 10 s 93

strukturrationaliseringarna i den svenska ekonomin.¹⁷ Uppenbara samordningsfördelar kanske inte kommer till stånd på den ekonomiska risk som är förknippad med en budplikt, då bolag som eventuellt skall uppfylla krav på inlösen måste kunna frigöra kapital med kort varsel. En regel om budplikt kan hämma positiva ägarförändringar eftersom många ägare i en inledningsfas endast vill gå in med en begränsad kapitalinsats. Det leder då till en avtappning av riskkapital.¹⁸ Risken för skatteeffekter på realisationer som köparen tvingas göra för att skaffa fram kapital kan leda till ytterligare återhållsamhet. Vidare främjar inte budplikten ett breddande av aktieägandet, för även om inte alla minoritetsägare skulle acceptera erbjudandet leder varje försäljning av minoritetsposter till en mer koncentrerad makt.¹⁹ För säljaren skulle en budplikt av samma anledningarna innebära att marknaden av potentiella köpare skulle minska.

Bergström m fl har analyserat budplikten ur ett ekonomiskt perspektiv och vad gäller lagstadgad budplikt konstaterat att ”no single and comprehensive rule like the mandatory bid rule is the best choice for all corporations and all potential takeover situations. [...] the interest of the shareholders [...] is better served if the legislators do not regulate the choice of bidform through the mandatory bid rule but leave it as a discretionary choice to the equity owners of each company”.²⁰

Ur juridisk synvinkel riskerar budplikt att strida mot aktiebolagsrättsliga och andra regleringar. Framst kan budplikt ses som en inskränkning i rätten till fri omsättning av aktier. En plikt att lägga bud på återstående aktier i ett bolag kan uppfattas som ett förvärvshinder för den som vill och kan förvärva, låt oss säga, 51 procent av aktierna i bolaget men inte mer. Vid ju högre ägandeandel plikten inträder desto mindre blir problemen. Om budplikt däremot inträder vid ett ägande på exempelvis en procent framstår det som uppenbart otillbörligt och torde alldeles klart försvåra omsättningen av bolagets aktier.²¹

Debatten

¹⁷ En vidare studie i ägarförhållandena på Stockholmsbörsen vore intressant att göra i den meningen att se hur en budplikt med retroaktiv effekt skulle påverka de stora ägarna på börsen. I hur många bolag skulle de kunna uppfylla en inlösen skyldighet utan att sälja av stora innehav i andra bolag? Är detta en situation som är att rekommendera?

¹⁸ Veckans Affärer 1986 nr 6 s 15

¹⁹ Alhanko, *Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag*, s 34

²⁰ Bergström m fl, *The optimality of the mandatory bid rule*, s 24. Författarna menar vidare att denna slutsats har förbisetts av EU i deras arbete med ett eventuellt införande av lagstadgad budplikt.

²¹ Bökmark/Svensson, *Aktiebolagslagen*, s 33. Se även Svensson i Förhandlingar vid Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 250

Frågan om budplikt handlar om en avvägning mellan å ena sidan den påverkan en budplikt skulle ha på ägarfunktionen i företagen och å andra sidan risken för att kontrollägarskiften skadar bolagets övriga ägare. Förespråkarna hänvisar till risken för att småspararna missgynnas vid större uppköpserbjudanden, medan motståndarna menar att övervägande skäl, däribland höjda kostnader och stagnerad utveckling, talar mot en tvingande budplikt.²² Under 1990-talet har flera analyser av budplikten och dess verkningar gjorts. Hittills har alla utredningar kommit till slutsatsen, att skäl inte finns för att införa en lagstadgad budplikt i Sverige.²³ Rolf Skog, sekreterare i Aktiebolagskommittén, avslutar kommitténs utredning om budplikt med att konstatera att ”kraven på en lagstadgad eller på annat sätt tvingande och generell budplikt bör därför avvisas”.²⁴ Det skall dock påpekas att flera remissinstanser har ställt sig positiva till ett införande av budplikt, och att sista ordet med all sannolikhet inte är sagt.

Debatten förs parallellt på ett ekonomiskt och ett juridiskt plan. Samtidigt som dessa samverkar är det viktigt att hålla isär de argument som inom respektive område förs fram för respektive emot en budplikt. De utredningar som behandlat frågan om en lagstadgad budplikt har i första hand studerat de ekonomiska konsekvenserna av en sådan och inte djupare analyserat eventuella juridiska hinder, eller mer precist, konflikten med gällande rätt. Det intressanta i utredarnas ögon har varit om det är motiverat och behövt att införa budplikt på den svenska marknaden. Konflikten med gällande rätt däremot, blir i slutänden avgörande när det gäller möjligheterna att införa budplikt i bolagsordningar, och följaktligen det som i första hand kommer att behandlas i detta arbete.

Debatten rör i princip enbart börsnoterade bolag vilket kan motivera att diskussionen om budplikt istället förs såsom ett börsrättsligt spörsmål. Reglering om budplikt kunde exempelvis tas in i Fondbörsens inregistreringskontrakt om det anses behövt att börsbolagen har denna reglering. Under Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993 menade referenten Jan Schans Christensen att innehållet i den budplikt som tillämpas i bl a Danmark måste ändras. Han föreslog en liknande reglering den i Sverige, med regleringar mellan börsen och de enskilda bolagen.²⁵

I sammanhanget bör nämnas att debatten förekommer även i de länder som idag har lagstadgad budplikt. Exempelvis anser den danske advokaten Jan Schans Christensen att budplikten bör ersättas av andra minoritetsskyddsregler, eftersom plikten, som han uttrycker det; ”bevirker

²² Bergström m fl, *An analysis of the mandatory bid rule*, s 27 f. Författarna menar att en budplikt leder till färre uppköp vilket inte är bra för en marknad som anser att ägarbyten anses spela en stor roll för den nödvändiga utvecklingen av marknaden.

²³ Skog, JT 1993/94 s 122 f. Värdepappersmarknaden i framtiden SOU 1989:72 s 247, Företagsförvärv i svenskt näringsliv SOU 1990:1 s 152 och senast Aktiebolagets kapital SOU 1997:22 s 302

²⁴ Skog R, JT 1993/94 s 122. Aktiebolagskommitténs utredning SOU 1997:22

²⁵ Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 253 f

uden tvivl, at mange forsøk på overtagelse strander, simpelthen fordi det bliver for dyrt.”²⁶ I Finland har flera bolag lämnat börsen som följd av inlösen enligt reglerna om budplikt. Samtidigt som debatten förs i Sverige som en följd av bl a händelsen i Trustor²⁷ överväger börsen i Köpenhamn att föreslå att den danska lagreglerade budplikten i sin nuvarande utformning rivs upp.²⁸ Anledningen är att man anser regeln om att budplikt skall utfalla vid ett visst procentuellt innehav (50 procent) är stelbent och snäv. Det gamla systemet Danmark hade innebar budplikt när aktieägare befanns uppnå ”dominerande ställning” i ett noterat bolag. 50-procents gränsen är enligt börschefen lätt att kringgå genom att vid sidan om ett mindre aktie- (röst)innehav, sluta avtal som garanterar styrelseplatser, och på så sätt uppnå dominerande ställning ändå.

Händelser som påverkar debatten. Kommentar till Trustorhärvan

Regelbundet sker övertaganden och företagsuppköp samt ekonomiskt tveksamma transaktioner på aktiemarknaden. En del av dessa påverkar debatten om budplikt, och då i första hand frågan om en lagreglerad sådan. Det är viktigt att komma ihåg att många gånger motsvarar inte storleken på dessa händelser omfattningen av den debatt de leder till. Under hösten 1997 har en intensiv debatt förts i massmedia om huruvida en budplikt bör införas i svensk lagstiftning. Flera menar exempelvis att en sådan reglering skulle hindrat det som skedde i Trustor AB, medan andra har uppfattningen att det skulle skett ändå eftersom köparna ändå inte hade för avsikt att följa lagen.²⁹ Avsikten med att ta upp härvan i Trustor är att belysa den del av debatten som är fokuserad till konkreta händelser, men även försöka se vilken betydelse dylika händelser har, eller snarare bör ha, i frågan om en budplikt.

Våren 1997 förvärvade engelske lorden Moyne aktier i Trustor motsvarande 27 procent av kapitalet och 51 procent av rösterna. Troligen erlade han köpeskillingen med bolagets egna pengar. Ytterligare pengar har sedan förts ur bolaget. Det som underlättade detta handlande är de svenska bolagsreglerna, bl a möjligheten att ha aktier med olika röstvärde. Det har också höjts röster för att införande av budplikt skulle, om inte omöjliggöra, så i alla fall försvåra dylika transaktioner. Härvan i Trustor har således lett till nya argument för att budplikt bör införas i Sverige. Argumenten gäller oavsett om det lagstadgas eller endast införs i bolagsordningar.

²⁶ Nordiska Juristmötet, Köpenhamn 1993, s 248

²⁷ Se om Trustor vidare under kap 3.5

²⁸ Dagens Industri 11 dec 1997

²⁹ Dagens Industri 11 dec 1997

Jag är inte fullt övertygad över att en budplikt skulle förhindrat den uppkomna situationen i Trustor. Aktieägarna kunde i förevarande fall sålt sitt innehav på börsen direkt efter Moynes förvärv, så vad säger att de skulle sålt enligt en budplikt om denna hade funnits när den nye ägaren köpte in sig i bolaget? Samtidigt är troligen en ny köpare övertygad om att övriga ägare inte kommer att lämna bolaget genom att sälja ut på börsen. Argumentet att en budplikt skulle skydda minoritetsägarna i ett fall som detta anser jag vara relativt svagt. En viktig synpunkt är visserligen den offentlighet som budplikten innebär. I och med att ny köpare måste avge ett bud görs övriga ägare uppmärksammade på att ny kontrollägare inträtt i bolaget. Men inte heller i detta skede är det givet att ägarna väljer att sälja sina aktier. Enda motiveringen skulle vara att oseriösa ägare som endast är intresserade av att tömma bolaget inte skulle våga köpa en kontrollpost om de riskerade att tvingas köpa upp resten av aktierna. I en artikel i Aktiespararna påstås att Moyne sökte sig till ett land med mindre utvecklad börsrätt än i hans hemland England.³⁰ Hans handlande skulle, enligt författaren, varit omöjligt där med de börsrättsliga regler de har, bl a budplikten.

Min slutsats ur fallet med Trustor är att det förstärkta minoritetsskydd många anser budplikten skulle innebära uteblir då det rör sig om börsnoterade bolag med en betydande omsättning i sina aktier.

Aktiebolagskommitténs slutsatser i SOU

1997:22

Den senaste i raden av utredningar som behandlat frågan om budplikt är aktiebolagskommittén i aktiebolagsutredningen (SOU 1997:22). Kommittén bygger sin bedömning främst på ekonomiska grunder, nämligen den ovan nämnda avvägningen mellan å ena sidan den påverkan en budplikt skulle ha på ägarfunktionen i företagen och å andra sidan risken för att kontrollägarskiften skadar bolagets övriga ägare. Marknadens uppgift är att möjliggöra att resurserna överförs till dem som värderar dem högst för att de på så sätt skall kunna styra över dem. Det handlar således om att underlätta kontrollägarskiften i bolaget. Det ligger ett stort värde i att kontrollera ett företag eftersom man då kan använda dess resurser efter eget skön. Det är därför viktigt att inte införa regleringar som försvårar eller i vissa fall omöjliggör ägarbyten. En budplikt skulle avsevärt fördyra och ibland helt omöjliggöra uppbyggnad av kontrollposter, eftersom man vid köp av en

³⁰ Aktiespararna 1997 nr 12

kontrollpost också måste räkna med att behöva köpa även resten av aktiestocken.

Man betonar att minoritetsskyddet visserligen är det starkaste motivet för en budplikt men konstaterar samtidigt att ”småspararnas direkta aktieägande svarar endast för en marginell andel i storleksordningen 10-15 procent av riskkapitalet i de svenska aktiemarknadsbolagen[...] Till detta kommer att kontrollägarskiften långt ifrån alltid missgynnar övriga aktieägare”.³¹ På grund av det anförda föreslår Kommittén inte någon lagfäst budplikt på den svenska aktiemarknaden.³²

Rättsekonomisk syn

Den utilitaristiska inriktningen inom aktiebolagsrätten strävar efter nyttomaximering. Bolaget och dess resurser skall utnyttjas så att största vinst och nytta uppnås. ABL bör enligt detta synsätt inte vara tvingande utan marknadens aktörer skall själva reglera sina inbördes förhållanden. Syftet med en aktiebolagslag måste vara att skapa rättsregler som parterna på egen hand skulle avtalat om, ifall de hade haft fullständig information och inga transaktionskostnader.³³ Utifrån de enskilda bolagens olika verksamhet och behov bör de sedan kunna omformulera de standardregler som lagen uppställer. Macey menar att det är ”högst osannolikt att en enda uppsättning rättsregler – hur omsorgsfullt de än utformats – kan svara mot alla investerares och alla bolags behov.”³⁴ De problem som kan uppkomma och som i flera fall är ofrånkomliga, som t ex riskerna att minoriteten missgynnas, kan lösas genom kontrakt mellan parterna. Ett exempel är de bestämmelser som reglerar försäljning och förvärv av aktier.³⁵ Dylåka regleringar kan dock vara kostsamma och därför i vissa fall omotiverade ur rättsekonomisk synvinkel, samt att de riskerar skapa stora problem med opportunistiskt beteende. Även med rättsekonomiska aspekter blir gränsdragningen mellan vilka skydd man bör lagreglera och vilka som kan avtalas om svår att göra. Som jag nämnt i inledningen kommer framställningen i fortsättningen inte belysa problemen ur en rättsekonomisk synvinkel, men det kan konstateras att Macey troligen skulle förorda en reglering av budplikt i bolagsordningar men inte i lag.

³¹ SOU 1997:22 s 301

³² SOU 1997:22 s 302

³³ Macey, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, s 19

³⁴ Macey, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, s 20

³⁵ Se vidare Macey, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, s 109

Begränsning av aktieägarnas rättigheter

Aktieägarnas rättsskydd

Det är av stor vikt att aktiebolaget och i förlängningen aktiemarknaden fungerar för att näringslivet och därmed också samhällsekonomin skall utvecklas. För att uppnå detta är det viktigt att nuvarande aktieägare och även framtida potentiella sådana har förtroende för marknaden samt att de erhåller viss försäkran att deras investeringar skyddas från missbruk. Ett viktigt led i detta är de grundläggande rättigheter som ges i ABL. Frågan om den enskilde aktieägarens rättsskydd rör dessa rättigheter och befogenheter, men framförallt huruvida de kan begränsas eller upphävas.

Aktiebolagen och deras rättsliga system bygger i grunden på tanken att ha ett rättssubjekt som tillgodoser de intressen som finns hos företagare, borgenärer och samhälle. Ofrånkomligen uppkommer motstående intressen mellan de olika aktörerna på marknaden, konflikter som måste förebyggas med regler som på bästa sätt tillgodoser allas intressen, och på minsta sätt inkräktar på de grundläggande principer som upprätthåller aktiebolagens funktion. Det är samtidigt viktigt att de svagare parterna i bolaget erhåller ett skydd utöver det som i grunden ges av de starkare parternas strävan efter vinstmaximerande. Man måste observera att den i grunden vackra tanken att det inte finns motstående intressen mellan de olika bolagsaktörerna i praktiken fungerar på annat sätt.

Budplikten, framförallt såsom reglerad i bolagsordningar, har från många håll hävdats inkräkta i nämnda rättsskydd. Frågan om vilka regleringar som kan tillåtas i bolagsordningar styrs till stor del av hur dessa rättigheter påverkas, och det är därför av stor vikt att först studera de berörda rättigheterna. När det görs är det viktigt att komma ihåg att de inte är oinskränkbara, utan att lagstiftaren, beroende på vilken rättighet det rör och vilket syfte som ligger bakom inskränkningen, i olika stor omfattning tillåter begränsningar i rättigheterna. I samtliga fall rör alltså frågan vilket skydd som berörs samt hur skyddsvärt detta är när det kommer i konflikt med motstående intressen. Inte enbart begränsningar i berörda rättigheter är intressanta att studera, utan även andra mer eller mindre närliggande, då det ger en bild av lagstiftarens generella inställning till rättighetsbegränsningar. I slutändan måste en prövning göras i varje enskilt fall om hur vidsträckt skyddet måste vara respektive hur långt begränsningen kan sträcka sig.

Även i fall då begränsningen synes vara utvidgning av något skydd är det viktigt att komma ihåg att det kan finnas andra grupper vars skydd i motsvarande mån inskränks. Således kan exempelvis en reglering som har till syfte att förstärka aktieägarnas rättigheter i allt för hög grad inskränka borgenärers skydd. Följden kan, med tanke på det nyss sagda, bli att hela aktiemarknaden påverkas negativt.

Anledningar att inskränka skyddet

Motiven bakom att vilja begränsa de rättigheter aktieägarna tillförs kan ligga dels på ett samhälleligt plan, i form av att hindra ekonomisk brottslighet, utöva offentlig kontroll samt främja konkurrens och omsättning av aktier, dels i bolagsägarnas intresse. I det senare fallet är det dominerande syftet att kontrollera ägarkretsen för att på så sätt underlätta kontroll och drift av företaget, bibehålla maktbalansen eller bevara företagshemligheter.

Skillnaden mellan företagens olika organisationsstrukturer medför att de har olika behov av att kunna begränsa de rättigheter aktieägarna har enligt ABL. Dessa intressen måste i bedömningen vägas mot betydelsen av att ha ett fungerande och förtroendeingivande rättsskydd. Ett ofta använt argument som kan ligga i både samhällets och bolagets intresse är att förhindra fientliga företagsförvärv.³⁶ Ett uppköp av en kontrollerande del av aktiestocken i en konkurrent i rent destruktivt syfte för att eliminera konkurrensen överensstämmer inte med motiven bakom en fri omsättning av aktier, och det är därför i vissa situationer av betydelse att tillåta åtgärder som förhindrar de fientliga företagsförvärven.

Regleringar i bolagsordningen

I ABL ges flera möjligheter till regleringar i bolagsordningen vilka kan begränsa aktieägarnas rättigheter. Jag nämnde ovan att ett syfte med att tillåta begränsningar är att förhindra fientliga övertaganden. För att undvika sådana kan ändringar företas i bolagsordningen som försvårar för ny ägare att vidtaga de åtgärder han avsåg göra. Förvärvets syfte kan gå om intet om han tvingas vänta med att genomföra sina förändringar och följden kan bli att köpet inte blir av. Ett annat exempel på möjlighet att begränsa rättigheter i bolagsordningen är utvidgning eller inskränkning av lagstadgandet i ABL 9:3 att aktieägare endast får rösta för 20 procent av aktiestocken. Möjligheten ges framförallt då starka ägarkoncentrationer anses vara en

³⁶ Se vidare kap 9.6 om fientliga företagsförvärv

förutsättning för fungerande effektivitet i företag samt att det inte står i strid med strävan efter spridning av riskkapitalkällor.³⁷

Avgörande för vad som får tas med i bolagsordningen är i slutänden om det strider mot ABL:s regler eller andra bestämmelser eller principer inom bolagsrätten. Om en begränsning uttryckligen tillåts av ABL uppkommer i sista hand frågan om begränsningens materiella innehåll kan anses skäligt. Dess innehåll måste således överensstämma med de generalklausuler, exempelvis likhetsprincipen, som finns i ABL. I och med att en begränsning sker i bolagsordningen anses den även kommit till tredje mans kännedom och omfattar även honom.

Regleringar i avtal

Det ges även en möjlighet för aktieägarna att i avtal sinsemellan begränsa de olika rättigheter som stadgas i ABL. Detta behandlas mer ingående nedan så här nämns bara möjligheten samt konstateras att det också är möjligt att föreskriva andra och mer långtgående begränsningar i t ex aktiernas överlåtbarhet än som får införas i bolagsordningen. Som exempel kan nämnas ägarnas möjligheter att binda upp sin rösträtt sinsemellan. Ett sådant avtal är giltigt mellan avtalsparterna, men inte gentemot bolaget.³⁸ I vissa fall kan dock ett avtal anses otillbörligt och inte tillåtas. Så är troligen fallet om det t ex ingås för mycket *lång tid*, om det sker mot *vederlag* samt i vissa fall om röstbindningen sker gentemot *utomstående*.³⁹

³⁷ SOU 1988:38 s 317

³⁸ Prop 1975:103 s 314

³⁹ Roos, *Avtal och rösträtt*, s 303 f

Minoritetsskydd

Allmänt

Minoritetsrättigheterna avser att ge en minoritet bland aktieägarna skydd mot övergrepp från majoritetens sida eller mot andra missbruk som möjliggörs av den faktiska dominans som majoritetsställningen ger. Ett bolag utan skydd för minoriteten skulle inte varit attraktivt att investera i, och eftersom näringslivet inte skulle fungera utan riskvilligt kapital är minoritetsskyddet en förutsättning för en fungerande bolagsform och en fungerande aktiemarknad.

Viktigt med avvägt skydd

Det är viktigt att minoritetens makt inte blir så stor att bolagsledningens ställning och därmed bolagets handlingskraft försvagas för mycket. Minoriteten kan vilja eftersätta bolagets intresse till förmån för sina utomliggande intressen, och man måste alltså akta sig för ett minoritetsskydd som ger minoriteten tillfälle till motsvarande maktmissbruk på majoritetens bekostnad.⁴⁰ Oproportionellt hårda skyddsåtgärder för en aktieägarminoritet kan få en, i förhållande till den avsedda, motsatt effekt, dels genom att hindra en effektiv skötsel och utveckling av bolagets verksamhet, och dels genom att möjliggöra för minoriteten att ”suga ut” majoriteten.⁴¹ Ett allt för starkt minoritetsskydd kan således skada övriga aktieägare och därigenom bolaget, vilket kan få till effekt att företagets värde sjunker och att företaget får svårare att skaffa riskvilligt kapital. Ett för svagt skydd gör det riskfyllt att gå in som minoritetsägare i bolaget. Det är följaktligen svårt att finna de gränsvärden vid vilka minoritetsskyddet bör inträda, samtidigt som det ligger i företagets, i alla fall stora sådana, intresse att ha ett lämpligt avvägt minoritetsskydd. Till detta kommer att behovet av minoritetsskydd varierar mellan olika företag.⁴² I små, icke-noterade bolag, är risken för opportunistiskt beteende av förklarliga skäl betydligt större,

⁴⁰ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 250 f

⁴¹ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 72

⁴² Bergström m fl, *Ekonomisk Debatt* 1993, årg 21, nr 2, s 141 f. Författarna ger även ytterligare exempel på hur ett för starkt minoritetsskydd kan skada bolaget.

insynen är mindre och därmed minskar även möjligheten att kontrollera bolaget.

Minoritetsskydd vid ägarskiftet

Det främsta skälet till minoritetsskydd är att minoritetens aktier påverkas av händelser utanför dess kontroll. Vid övertaganden eller andra uppköp påverkas aktiernas värde av det pris som uppköpet görs vid. Vid uppköp över börsen eller annars genom offentligt förfarande styr marknaden priset och minoriteten är därigenom med och påverkar. Sker däremot köpet genom förhandlingar fastställs priset genom förhandlingar mellan två parter och minoritetens aktier styrs av det framförhandlade priset utan att den kan påverka det. Skyddet för minoriteten vid uppköpssituationer framstår därför som viktigast då köpet sker genom förhandlingar mellan säljare och köpare. Minoritetsskyddet spelar följaktligen störst roll vid uppköp genom förhandlingar av icke-noterade bolag, men även i fall då noterade bolag är föremål för förhandlade uppköp.

Man måste dock komma ihåg att ett spekulerande i aktier innebär ett risktagande i vilket man aldrig kan skydda sig mot oväntade kursfluktuationer. Därför är det enligt min mening, också av denna anledning, diskutabelt med ett minoritetsskydd som förstärker minoritetens situation i allt för stor grad jämfört med vad den erhåller genom gällande bolagsrättsliga regleringar.

Minoritetens skydd riskerar dock att försvagas avsevärt i fall då det uppköpande bolaget inte når upp till 90-procentigt ägande, och inte kan tillämpa reglerna om tvångsinlösen.⁴³ Handeln i aktierna riskerar då att stanna av. Vanligen är dock offentliga uppköp kombinerade med ett förbehåll, nämligen att erbjudandet bara blir slutgiltigt bindande om det förvärvande bolaget kontrollerar minst 90 procent av rösterna. Intresset att ett förvärvande bolag skall uppnå denna andel och sedan kräva inlösen är alltså i de flesta fall ömsesidigt. De fall där motstående intressen föreligger är troligen när bolaget uppnår ett ägande som konstituerar en faktisk kontroll. I svenska börsföretag går gränsen för denna position vid 20-30 procent.⁴⁴ Vid så lågt ägande har dock minoriteten fortfarande ett gott skydd genom ABL:s regler och genom möjligheten att sälja sitt innehav. En budplikt skulle ur förda resonemang kunna motiveras i dessa senare fall, men det anser jag är att utvidga minoritetsskyddet utöver vad som är

⁴³ Se vidare under kap 6

⁴⁴ Alhanko, *Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag*, s 4

motiverat och avsett. I normalfallet stiger dock aktiekursen efter ett uppköp varför detta utvidgade skydd kan te sig aningen omotiverat.⁴⁵

Utvidgning av skyddet

Frågan är huruvida det är möjligt att utvidga minoritetsskyddet, på så sätt att bolagsordningen ger minoritetsrättigheter åt en mindre minoritet än den i lagen föreskrivna. Enligt 1944 års AL och grunderna för den tilläts endast i få fall att man införde bestämmelse som utvidgade minoritetsskyddet på nämnda sätt.⁴⁶ I gällande rätt har detta ändrats. Aktiebolagsutredningen 1971 konstaterade dåvarande gällande rätt och menade att det i flera fall vore orimligt att ge en mindre minoritet, än den i ABL stadgade, minoritetsrättigheter. Risken för missbruk, menade man, var överhängande. Dock kunde i vissa fall bolag ge mindre minoriteter rättigheter.⁴⁷ Föredragande statsrådet uttalade dock att det i samtliga fall bör stå bolagen fritt att låta minoritetsrättigheter tillkomma minoriteter, som är mindre än den i lagen angivna.⁴⁸ Behovet av skydd mot eventuellt majoritetsmissbruk väger tyngre än risken för att utövande av minoritetsrättigheter leder till besvär för bolaget. Statsrådets kategoriska ställningstagande synes aningen märkligt. Det borde bero på vilka minoritetsrättigheter det är fråga om huruvida enskilda bolag kan göra avsteg från dessa. Kan det vara rimligt att, låt oss säga, en minoritet på en procent kan väcka skadeståndstalan mot ledningen, sammankalla extrastämma eller tillsätta minoritetsrevisor?

⁴⁵ SOU 1997:22 s 298, se även under kap 10.4

⁴⁶ Birke, *Bolagsordning i aktiebolag*, s 131

⁴⁷ SOU 1971:15 s 218

⁴⁸ Prop 1975:103 s 254-255

Tvångsinlösen

Ett moderbolag som ensamt eller tillsammans med dotterföretag äger mer än 90 procent av aktierna med mer än 90 procent av rösterna i ett företag, har rätt att av övriga aktieägare lösa in återstående aktier, ABL 14:31. Samtidigt har dessa senare aktieägare rätt att påfordra att moderbolaget inlöser deras aktier. Syftet är dels att kunna bilda koncerner utan att minoritetsägare med små aktieposter förhindrar det, dels att ge minoriteten ett skydd eftersom ABL:s positiva minoritetsskyddsregler redan har fallit bort då det för dessa vanligen krävs tio procent av aktieinnehavet. Regeln innebär i princip ett avsteg från principen om aktiers fria överlåtbarhet i den mån att förvärvaren kan tvingas köpa ytterligare aktier samt ägare kan tvingas sälja sitt innehav och dessutom inte kan göra det till vem som helst.

Lagberedningen till 1944 års AL behandlade de betänkligheter som man menade uppstod av en regel som ger majoriteten rätt att lösa in minoritetens aktier.⁴⁹ Eftersom inlösenrätten dock inte bara är ett skydd för majoriteten utan också för minoriteten ansågs dessa ”betänkligheter” kunna vika. Hade denna möjlighet inte givits hade risken varit stor för att minoriteten skulle kräva oskäligen belopp för sina aktier eller majoriteten skulle tvinga minoriteten att sälja till underpris. Rätten att fritt överlåta sina aktier fick vika för tyngre vägande intressen. Bestämmelsen att även dotterbolags aktier skall medräknas är också den i första hand till för att skydda minoritetsägarna på så sätt att deras inlösenrätt kvarstår även om moderbolaget delar upp sitt ägande på dotterbolag.

Enligt gällande rätt krävs att majoritetsägaren är ett moderbolag för att inlösenreglerna skall bli tillämpliga. Aktiebolagskommittén har föreslagit att även i fall då ägaren är en fysisk person eller annan juridisk person än ett aktiebolag borde inlösenkyldigheten inträda.⁵⁰ Härigenom skulle minoriteten ges ett mer omfattande skydd än enligt gällande rätt. Den skulle ha möjlighet att i fler fall än idag bli utlösta ur bolag i vilka den inte längre kunde utöva minoritetsrättigheter. Inlösenkyldighet skulle således inträda för varje aktieägare som uppnår viss majoritetsställning i bolaget. Vad gäller majoritetskravet bygger det idag på andelskrav i både kapital och röster. För att undvika situationer där aktieägare innehar erforderlig ägarandel i röster, men inte i kapital, och följaktligen varken innehar positiva minoritetsrättigheter eller ges rätt att kräva inlösen, föreslår kommittén att inlösenreglerna endast skall baseras på kapitalandelsägandet.

⁴⁹ SOU 1941:8-9 s 24 och 611

⁵⁰ SOU 1997:22 s 255 f

Krav på likabehandling

Den associationsrättsliga principen om likabehandling av aktieägare kommer till uttryck på flera ställen i ABL, och kan sägas gälla generellt som en allmän rättsgrundsats i alla frågor som rör aktiebolagsrätten. För att i lagen intaga en uttrycklig bestämmelse som ställer krav på likabehandling av aktieägarna stadgas det i 9:16 att stämman inte får fatta beslut som bereder aktieägare eller annan otillbörlig fördel till nackdel för annan aktieägare.

I 3:1 stadgas att ”alla aktier har lika rätt i bolaget”, med vilket menas att åtskillnader inte på något sätt får göras mellan enskilda aktier vad gäller exempelvis vinstutdelningar. Någon otillbörlighetsbedömning behöver i det här fallet inte göras.

Det är viktigt att skilja dessa likabehandlings- och likhetsprinciper från en annan likabehandlingsprincip som vuxit fram på aktiemarknaden, i syfte att framförallt upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och som exempelvis tillämpas vid offentliga uppköpserbjudanden. NBK fastslår denna princip i sina uttalanden och rekommenderar bolag att i uppköpssituationer i princip behandla alla aktier lika.⁵¹

Kravet på likabehandling är grundläggande i aktiebolagsrätten och får, med få undantag, inte inskränkas i bolagsordningen. Vad gäller aktiernas lika rätt får en begränsning intagas i bolagsordningen, därigenom att aktier av olika slag utges. Det kan även i andra fall vara försvarligt att behandla aktieägare olika, vilket lagen medger genom att förbudet i 9:16 endast träffar beslut som är ägnade att bereda ”otillbörlig” fördel åt någon. Även beslut som är fattade med kvalificerad majoritet kan upphävas om de strider mot likabehandlingsprincipen. Begränsningar i rätten till likabehandling medges således om rimliga skäl därför finns. Rodhe menar att man måste vara försiktig innan man rättfärdigar en handling, vilken leder till olika behandling av aktieägare, med motiveringen att den är företagsekonomiskt riktig.⁵² Tanken har, fortsätter han, också framförts att det kan vara berättigat att åsidosätta likabehandlingskravet för att i en nödsituation rädda bolaget.

⁵¹ NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) II:5

⁵² Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 266 f.

Principen om aktiers fria överlåtbarhet

Begreppet överlåtelse

Vad innebär egentligen ”överlåtelse”? Begreppet används i olika sammanhang rörande rätten att avyttra och förvärva aktier, utan att tillämpas konsekvent. Aktier skall vara fritt överlåtbara. Innebär det att det inte skall föreligga hinder i avyttringen, eller att hela förfarandet med försäljning och förvärv skall kunna ske utan begränsningar? Jag förespråkar i sammanhanget den senare tolkningen, nämligen att överlåtelse är ett vidare begrepp än enbart avyttring. För att hela överlåtelsen skall kunna ske utan inskränkningar, får det varken vid avyttringen eller förvärvet föreligga begränsningar. I ABL stadgas att aktier skall kunna fritt överlåtas och förvärvas och att den enda begränsningen får vara hembud. Hembudet begränsar möjligheten att fritt förvärva aktier. ABL gör således en åtskillnad på överlåtelse och förvärv. Det EU-direktiv som reglerar frågan om aktiers överlåtbarhet använder endast ordet ”överlåtbara”, och synes använda den mer omfattande tolkningen.⁵³ Jag kommer använda begreppet överlåtelse i princip som en synonym med ”omsättning” i den betydelsen att den fria överlåtelsen innebär att aktier skall kunna omsättas utan begränsningar. Det skall dock påpekas att det inte har någon betydelse för det materiella innehållet, utan mest är fråga om en begreppstolkning, och framförallt ett klagörande för hur jag avser använda begreppet i framställningen.

Om aktiers fria överlåtbarhet

En huvudprincip i svensk aktiebolagsrätt är således att aktier är fritt överlåtbara, följaktligen en rättighet att fritt sälja och fritt köpa aktier.⁵⁴ Aktieägare som vill lämna bolaget har inte möjlighet att begära utträde och få ut sitt satsade kapital utan att företaget träder i likvidation, eftersom aktiekapitalet inte får utraderas under bolagets livstid. För att ge aktieägare

⁵³ Rådets Direktiv 79/279/EEG om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs. I direktivets svenska version står att ”aktierna skall vara fritt överlåtbara”. Se kap 9.1

⁵⁴ ABL 3:2

en möjlighet att lämna bolaget har lagstiftaren upptagit grundsatsen att aktier skall kunna överlåtas fritt. Detta innebär att aktieägaren, om han vill, fritt kan lämna bolaget genom att avyttra sina aktier, vilket han kan göra genom försäljning, byte, gåva eller att testamentera bort dem.⁵⁵ Han kan också pantsätta dem eller själv erhålla dem genom bodelning. En ytterligare tolkning av innebörden ger att aktieägaren frivilligt skall styra avyttring och förvärv av aktier. Han kan aldrig påtvingas detta.

I förslaget till 1944 års AL uttalade lagberedningen följande:⁵⁶

”Att i ett aktiebolag aktierna äro fritt överlåtbara sammanhänger därmed, att aktieägarnas kapital är bundet i bolaget under dettas bestånd, vilket kan bliva mycket långvarigt, och att i bolagets angelägenheter den enskilde aktieägaren i regel är underkastad majoritetens bestämmanderätt. I gengäld för kapitalinsatsens bundenhet och i viss mån såsom ett skydd mot majoritetsmissbruk tillerkännes aktieägaren rätt att överlåta sin aktie utan hinder av övriga aktieägare eller organ för bolaget. En motsatt princip skulle i många fall avhålla kapitalplacering i aktier och därmed försvåra näringslivets kapitalförsörjning. Den fria överlåtbarheten är också från övriga delägares synpunkt i allmänhet utan betänkligheter, när det gäller aktiebolaget, som ju – i motsats till andra bolagsformer – till hela sin struktur är en fullt utpräglad kapitalassociation, där delägarens person träder i bakgrunden.”

Lagberedningen pekar på tre viktiga skäl för att upprätthålla principen om fri överlåtbarhet. För det första ger det uttryck för aktieägarens kompensation för att hans andel inte kan utbrytas. Vidare nämns ett starkt minoritetsskydd, nämligen att en minoritet som känner sig missnöjd alltid har möjlighet att lämna bolaget. Slutligen betonas behovet av aktiens rörlighet som ett led i stimulansen av näringslivets kapitalförsörjning. Dessa skäl utgör samtidigt grunden för den fria överlåtelseätten, och måste följaktligen beaktas vid bedömning av bestämmelsers överensstämmelse med ABL. Sandström ger, efter en jämförelse mellan olika associationsformer, av nämnda skäl principen karaktären av ”associationsrättslig grundsats”.⁵⁷

Den svenska aktiebolagslagen har valt att förankra sina regler i en bolagsrättslig miljö, där bolagens aktieägare blott betraktas som kapitalplacereare.⁵⁸ Det faller sig då naturligt att utgå från grundsatsen om aktiers fria överlåtelse och att endast undantagsvis medge avsteg från denna princip. När lagen dessutom behandlar alla aktiebolagstyper lika blir det följdriktigt att en restriktiv hållning tillämpas gentemot begränsningar i överlåtbarheten.

Särskilt aktier i börsnoterade bolag bör vara fritt överlåtbara.⁵⁹

Begränsningar för dessa kan minska intresset för handeln, framförallt vad gäller större investerare. Prisutveckling och värdering av börsaktier styrs mycket av förutsättningen att det finns en fri och öppen marknad, och en

⁵⁵ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 166

⁵⁶ SOU 1941:9 s 262, jfr Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 6 f

⁵⁷ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 13

⁵⁸ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 14

⁵⁹ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 168 f

begränsad omsättning kunde leda till felvärderingar och osäkerhet. Stora investerarens möjligheter att gå in som huvudägare i ett företag minskar, något som i många fall gör aktien mindre attraktiv för allmänheten. Utan en stor investerare i ryggen känner många placerare osäkerhet och väljer att avstå från placeringen. Aktiernas fria överlåtbarhet öppnar också möjligheter för övertaganden, något som skyddar mindre ägare från följderna av att företaget missköts. Möjligheter till nyfinansiering ges också.

Trots dessa bakomliggande syften är det ofrånkomligt att det i vissa fall är motiverat och nödvändigt att kunna göra avsteg från principen om fri överlåtelse.

Överlåtelsebegränsningar

Allmänt

Den grundläggande principen om fri överlåtelse rätt och innebörden av den ställs mot det behov som kan finnas att kunna styra vem som äger delar i ett företag. I vissa fall anses det sistnämnda behovet vara så stort att det måste ges en möjlighet att införa begränsningar i rätten att fritt överlåta sina aktier. Avgörande för huruvida en begränsning skall tillåtas eller inte är det syfte bolaget i det enskilda fallet har med att införa begränsningen. Efter att ha konstaterat syftet gäller det att avgöra vilket värde detta bör få i bedömningen. Syftet styrs av de organisatoriska förhållandena som råder i det enskilda företaget. Utan att känna till dessa är det således omöjligt att avgöra relevansen i syftet och följaktligen i princip omöjligt att avgöra huruvida en begränsning skall anses tillåten eller inte. För fåmansföretag är av förklarliga skäl syftena annorlunda än i stora börsbolag. I olika bolag eftersträvar man olika styrningar av ägarkretsen. Små bolag föredrar ofta att alla ägare har möjlighet att påverka och vill därför undvika en alltför stark koncentration av makten. I större bolag är det inte ovanligt att ägarna tvärtom anser det mest effektivt med en starkt koncentrerad makt. Med en reglerad budplikt kan man uppnå båda dessa resultat. Antingen förblir makten fördelad eftersom ingen köper kontrollposter, eller blir makten koncentrerad genom att någon köper en kontrollpost och sedan löser in ytterligare aktier. De små bolagen har vanligtvis större incitament för att tillåtas ha begränsningar, och det är lättare att acceptera om domstolar starkt vidhåller omsättningsfrihet när det gäller företag som vänder sig till den investerande allmänheten.⁶⁰ När det däremot gäller små fåmansföretag torde man kunna acceptera en liberalare inställning.

⁶⁰ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 74

Hembud (lösningsförbehåll)

I framförallt små aktiebolag har de ursprungliga ägarna intresse av att kontrollera vilka personer som träder in i bolaget. De kan hindra oönskade personer från att bli delägare genom att i bolagsordningen införa en hembudsklausul, vilken förpliktigar nya ägare att hembjuda de förvärvade aktierna till i förväg utsedda lösningsberättigade, ABL 3:3. Hembudet är den enda begränsningen av överlåtelsefriheten ABL uttryckligen accepterar. Förpliktelsen innebär att nya ägare måste ta i beräkningen att aktierna kan komma att bli inlösta. Följaktligen kan det sägas uppstå en begränsning i den fria överlåtelsen av aktier, och mer exakt, rätten att fritt förvärva aktier. Vidare, om en förvärvare är medveten om att hembud kan inträda kan följderna bli att han inte är villig att betala samma pris för aktien. Osäkerheten motiverar en rabatt. Således kan inte säljaren avtala sig till samma förmånliga pris om han säljer till personer som anar att hembud kan inträda. Denna begränsning har dock ansetts motiverad för att ägarna till framförallt fåmansföretag skall kunna kontrollera vem som träder in i bolaget. Förbehållet i bolagsordningen kan stadga att även annan än aktieägare skall ha rätt att lösa in aktierna. Härmed öppnas möjligheten att ge exempelvis de anställda i bolaget lösningsrätt till aktierna. Frågan uppkommer då hur snävt bolaget kan ange den krets som skall vara lösningsberättigad. En sådan möjlighet skulle ju ytterligare indirekt begränsa aktiernas överlåtbarhet men framförallt deras fria förvärv. Bolagsordningen skall tydligt utse vem som är lösningsberättigad. Det är dock troligen inte tillåtet att utforma bestämmelsen i bolagsordningen så att styrelsen för bolaget får rätt att, när frågan om lösningsrätt blir aktuell, utpeka någon som äger rätt att lösa.⁶¹ Vad som krävs är följaktligen att det måste vara reglerat vem som skall ha rätt att lösa aktierna innan lösning skall ske. Härigenom begränsas bolagsledningens möjligheter att styra vem som skall inneha aktierna. Det dras här sålunda en gräns för hur långtgående begränsningar man accepterar i syfte att skydda bolaget och dess aktieägare från främmande ägare. Vad gäller stora bolag är att märka att Stockholms Fondbörs, enligt regler för de bolag som skall registreras på börsen, i princip inte accepterar hembudsklausuler.⁶²

Förköpsklausuler

Ett vanligt förfarande är att aktieägare i avtal har en förköpsklausul, vilken innebär ett förbud för aktieägare att överlåta sina aktier innan han har

⁶¹ Birke, *Bolagsordning i aktiebolag*, s 60

⁶² Se kap 9.2

erbjudit dem som är förköpsberättigade att förvärva dem.⁶³ Syftet är att kunna hindra att aktier lämnar ägarkretsen, utan att för den skull hindra ägare att lämna företaget. Förköpsklausuler regleras, i motsats till hembudsklausuler, inte i ABL, och tillåts inte i bolagsordningar, vilket bl a framgår av RÅ 1910 s 106.

Förslag har tidigare lagts om att få ta in regler om förköp i bolagsordningen, men har avvisats av lagrådet. Några av argumenten bakom förslaget var dels att förköpsklausuler länge hade förekommit i konsortialavtal och andra avtal mellan aktieägare, dels att förköpsklausuler i avtal inte var ett tillräckligt effektivt instrument för att kontrollera ägarkretsen.⁶⁴ Föredragande statsrådet ansåg flera skäl tala för att vidga avtalsfriheten när det gäller att begränsa den fria rätten att överlåta aktier. Han ansåg att nackdelarna med hembudsklausuler, bl a onödiga kostnader och rättegångar samt aktiernas passivisering, motiverade ett införande även av förköpsklausuler i bolagsordningen. Förslaget avvisades främst med motiveringen att tanken på förköpsrätt till aktier hade avvisats i förarbetena till ABL samt att utredningen vad gällde följderna för svensk rätt var otillräcklig.⁶⁵ Ärendet hade inte tillfredsställande behandlats av remissinstanserna och tidigare utredningar menade att förköpsrätt till aktier vållat osäkerhet och svårigheter i praktiken. Lagrådet menade att ”ovissheten om räckvidden av det föreliggande förslaget är avsevärd och detsamma gäller vilka verkningar det skulle få i den praktiska tillämpningen”. Ett huvudargument synes även vara det faktum att hembud tillåts och att detta enligt många anses tillräckligt. Det är inte lätt att uttolka exakt vilken inställning lagrådet har till begränsningen som sådan, men den sista motiveringen kan indikera att man inte ställde sig helt främmande till dylika regleringar i bolagsordning men att tiden inte var mogen för det. Utredningarna har till dags dato inte lett någon ändring i gällande rätt. Lagrådet har genom sitt uttalande visat på en försiktighet med att tillåta bestämmelser som på ett eller annat sätt begränsar rätten till fri överlåtbarhet, samtidigt som man enligt min mening antyder att det kan vara lämpligt att tillåta regler om förköp lika väl som regler om hembud i bolagsordningen. Hela ställningstagandet präglas, tycker jag, av osäkerhet om vad förköpsklausuler i bolagsordningar skulle få för verkan.

Skillnad hembud- förköp

Hembudsklausuler får således intagas i bolagsordningen. Det kan tyckas egendomligt att hembud men inte förköp idag accepteras av lagstiftaren. Båda instrumenten har för avsikt att begränsa ägarkretsen. Den stora skillnaden blir att de förköpsberättigade när det gäller hembud har möjlighet att göra återköpet beroende av vem den nya aktieägaren är. Just häri ligger

⁶³ Rodhe, *Aktiebolagsrätt*, s 176

⁶⁴ Prop 1979/80:143 s 105. Se även SOU 1978:66 s 155

⁶⁵ Prop 1979/80:143 s 205

lagstiftarens syfte med att acceptera hembud i bolagsordningar; hembudet skall göras beroende av vem som är ny potentiell delägare.

I RÅ 1910 s 106 framhöll Patent och registreringsverket, vars beslut RegR fastställde, angående lösningsrätt och skillnaden mellan förköp och hembud följande:⁶⁶

”...lösningsrätt till aktie ej finge ifrågakomma, så framt icke ett fång verkligen förelåge. Än tydligare framginge detta af motiven till stadgandet, i hvilka syftet med lösningsrätten angåfves vara att bereda förutvarande aktieägare rätt att från bolaget utestänga personer, som de ej ansågo lämpliga till delägare, såsom t ex konkurrenter. Denna rätt måste emellertid med nödvändighet förutsätta, att vid hembjudandet af aktien den nye ägaren af densamma vore känd, ty uppenbarligen kunde förutvarande aktieägare endast i sådant fall veta, om de hade anledning begagna sig af rätten. Någon garanti för att nämnda förutsättning skulle vara för handen lämnade icke det ifrågavarande stadgandet i bolagsordningen.”

Samtyckesklausuler

Den mest långtgående begränsningen av överlåtelsefriheten, bortsett från avyttringsförbud, är krav på samtycke, d v s att övriga aktieägare måste samtycka till försäljningen.

I aktieägaravtal är det fullt möjligt att ta in samtyckesklausuler, och en sådan bestämmelses giltighet begränsas i sista hand av 36 § AvtL.⁶⁷ Samma förhållanden gäller för övrigt även för förbudsklausuler, men risken att sådana klausuler faller under 36 § är ännu större p g a deras ännu starkare inlåsnings effekt.

Klausulen kan varieras såtillvida att den kräver tillstånd vid vissa typer av avyttringar, t ex offentliga, till utpekad aktieägare eller till personer med särskilda egenskaper och kvalifikationer. Samtyckesklausuler är ett mycket effektivt medel för att hindra utomstående att komma in i bolaget, men inkräktar samtidigt i hög grad på principen om fri överlåtelse rätt.

Klausulernas omfattande inlåsnings effekt medför att de måste kompletteras med regler som ger aktieägarna möjligheter att i nödfall komma ur bolaget. En ovillkorlig inlåsnings strider mot grundprinciperna bakom aktiebolagets funktion och kan inte ens accepteras i aktieägaravtal.

Bundna aktier

Rätten att fritt överlåta aktier hör som vi sett till grundprinciperna i svensk aktiebolagsrätt och kan idag inte, förutom i annan lag, begränsas i

⁶⁶ RÅ 1910 s 106. PRV:s utlåtande s 107

⁶⁷ Kansmark/Roos, *Aktieägaravtal*, s 78. Se även vidare under kap 9.4

bolagsordningen utom i ett fall, nämligen hembudsklausuler. Fram till 1992 gavs även möjligheten att ha förbehåll att aktierna skulle vara bundna, vilket innebar att vissa subjekt inte fick förvärva dem. ABL 17:1 stadgade att i bolagsordning kunde intagas förbehåll, att aktier i bolaget ej fick, vare sig genom teckning eller överlåtelse, förvärfas av aktiebolag eller annan sammanslutning eller stiftelse eller av annan än svensk medborgare. Denna reglering var ett undantag från principen i ABL 3:2 att aktier fritt skall kunna överlätas och förvärfas och tillämpades främst för att hindra så kända farliga subjekt att förvärva aktier. Förbehållet kunde även avse enbart utländsk medborgare.⁶⁸

Bestämmelsen utgjorde ett led i kontrollen av utländsk etablering i Sverige.⁶⁹ Denna kontroll har successivt försvunnit, och i och med den ökade internationaliseringen samt Sveriges närmande till, och senare inträde i, EU, har behovet att kontrollera utländska etableringar försvunnit. Systemet med bundna aktier förlorade sin funktion, och efter utgången av 1992 är det inte tillåtet att införa utlänningsförbehåll eller annat förbehåll om bundna aktier i bolagsordningen.

Det intressanta är framförallt att man tidigare tillät ett system där vissa subjekt utestängdes från förvärf av aktier. Motiven bakom detta var i princip statsangelägenheter, ett skyddsintresse som ansågs viktigare än principerna inom aktiebolagsrätten, men framförallt rörde ett helt annat rättsområde. Det är därför vanskligt att dra paralleller till begränsningar med interna aktiebolagsrättsliga syften i allmänhet och budplikt i synnerhet.

Förbud mot förvärf av egna aktier

Förbudet i ABL 7:2 mot förvärf av egna aktier kan även ses som en inskränkning av den fria överlåtbarheten.⁷⁰ Det främsta motivet bakom regleringen är att bolag inte skall kunna påverka kursen på sina egna aktier genom att handla med dem. Även här är det fråga om intressen som anses tvungna att upprätthålla även om en viss begränsning av överlåtelsefriheten sker. Det skall dock påpekas att förslaget ligger på att bolag under vissa förutsättningar skall få förvärva egna aktier.⁷¹

Inskränkning enligt Bankrörelselagen

⁶⁸ Kedner/Roos, *Aktiebolagslagen del II*, s 374 f

⁶⁹ Birke, *Bolagsordning i aktiebolag*, s 61

⁷⁰ Kedner/Roos, *Aktiebolagslagen del I*, s 83

⁷¹ SOU 1997:22

Ytterligare inskränkningar kan framgå av lag, vilket exempelvis görs i Bankrörelselagen (1987:617) (BRL). Enligt BRL skall Finansinspektionen se till att den verksamhet som drivs i banker är sund, för att därigenom stärka allmänhetens förtroende för det finansiella systemet. En god genomlysning samt konkurrens mellan instituten skall befrämjas. Som led i denna kontroll har BRL uppställt ägarbegränsningar. Ett direkt eller indirekt förvärv av aktier i ett bankaktiebolag, som medför att innehavarens sammanlagda innehav utgör ett kvalificerat innehav, får ske bara efter tillstånd av Finansinspektionen, BRL 7:10. Det görs ingen skillnad mellan fysiska och juridiska personer eller mellan svenska och utländska förvärvare. Innehavet anses kvalificerat om det avser tio procent eller mer av kapitalet eller av samtliga röster eller annars möjliggör ett väsentligt inflytande över ledningen av företaget, BRL 1:3 p 2. Det avgörande är således inte aktiepostens storlek i sig utan huruvida förvärvet konstituerar ett väsentligt inflytande. Finansinspektionen skall pröva förvärvarens lämplighet utifrån de kriterier som ställs på en sund bankrörelse. Om förvärvaren kan antas komma att motverka en sund utveckling av bankverksamheten kan tillstånd vägras, BRL 7:11. En dominerande ställning skall inte hindras, utan det är först när den kan tänkas missbrukas som förvärvet kan förbjudas.

Ägarbegränsningen motiveras av hänsyn till det allmänna och dess förtroende till bankverksamheten samt betydelsen ur samhällshänsyn av att ha ett fungerande banksystem.⁷² Den som motverkar en sund utveckling av verksamheten i en bank skall inte heller kunna äga någon större aktiepost i banken. Omständigheter som kan föranleda att en person bedöms som olämplig är t ex allmänna personliga förhållanden, jävsförhållanden eller konkurstillstånd. Banken måste kunna agera fritt och oberoende och inte påverkas av ägare som på ett otillbörligt sätt försöker styra den löpande verksamheten.

Begränsningar i avtal

Den svenska aktiebolagslagen har dragit gränsen snävt och tillåter, bortsett från reglerna om hembud, som nämnts inga begränsningar i bolagsordningar. Som en naturlig och ofrånkomlig följd av detta tillåts aktieägarna i interna avtal införa desto fler begränsningar. Behov av detta föreligger framförallt i fåmansföretag där ägarnas identitet är av större betydelse. Dyliga avtal kan ha två syften, vilka båda kopplas till kontrollen av bolaget. Antingen kan man vilja koncentrera kontrollen till de ursprungliga ägarna, eller se till att kontrollen är spridd och inte hamnar hos ett fåtal ägare. Begränsningar i aktieägaravtal kan göras genom förköps-, samtyckes- eller förbudsklausul.

⁷² Bökmark m fl, *Bankboken, Kommentar till Bankrörelselagen m fl*, s 122

Förbudsklausuler innebär ett avyttringsförbud i den meningen att aktieägarna förbinder sig att inte sälja sina aktier.⁷³ Sådana avtal måste innehålla reglering om hur en aktieägare som vill lämna bolaget skall gå till väga. Att villkorslöst binda en aktieägare innebär ju i förlängningen att bolaget måste upplösas för att en ägare skall kunna frigöras, och skulle troligen strida, inte bara mot syftet med aktiebolag och dess grundläggande princip om fri överlåtbarhet av aktier, utan också mot allmänna avtalsrättsliga principer. Här ser man således hur avtal mellan aktieägare kan komma i konflikt med syftet bakom aktiebolaget och således, kan man säga, strida mot god sed på den svenska aktiemarknaden.

I varje enskilt fall är det sedan givetvis för rättstillämpningen, att genom avvägning av motstående intressen, avgöra lämpligheten av att begränsningen tillämpas i enlighet med sitt syfte, och därifrån bedöma begränsningens giltighet.⁷⁴ HD har i ett fall rörande splittringsförbudet i svensk aktiebolagsrätt, tillämpat en lämplighetsprövning för att avgöra huruvida en avtalsklausul skulle anses giltig eller inte. Innebörden i avtalet överensstämde med parternas avsikt, och HD menade att inget tydde på ”att förbehållen tillkommit i syfte att kringgå aktiebolagsrättsliga eller andra lagregler, så att ogiltighet på dylik grund skulle föreligga.”⁷⁵

Ett avtal är inte bindande mot bolaget och följaktligen torde aktieägare, trots förköpsklausul, med giltig verkan kunna sälja sina aktier till utomstående med följderna att köparen blir ägare i bolaget. Här ges alltså en möjlighet att avtala bort sin överlåtelsefrihet, samtidigt som tredje part inte binds. Så länge förvärvet skett enligt bestämmelser i lagen och bolagsordningen betraktas förvärvaren som ägare i bolaget.

Den här typen av avtal, vilka begränsar aktieägarens frihet att sälja sina aktier, kan dock innefatta så otillbörliga inskränkningar av aktieägarens möjligheter att på rimliga villkor frigöra det i aktierna investerade kapitalet att generalklausulen i 36§ AvtL kan bli aktuell.⁷⁶

Omsättningsbegränsningar i utländsk rätt

⁷³ Roos behandlar dessa två fall och ger exempel på avtalstexter. Hans försök till åtskillnad mellan föryttringsbegränsning som redskap för å ena sidan kontrollkoncentration, å andra sidan kontrollspridning är inte alldeles lätt att förstå. Han verkar mena att det är vanligare att bara ha förköpsklausuler i koncentrationsfallet, men föredrar föryttringsförbud för att uppnå spridning. Roos beskriver hur ett konsortium kan bildas vilket ger konsortiemedlemmarna möjlighet att förvärva aktierna innan de säljs till marknaden. Roos, *Avtal och rösträtt*, s 92 f och 130 f

⁷⁴ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 75

⁷⁵ NJA 1972 s 29, rättsfallet s 46

⁷⁶ Kedner/ Roos, *Aktiebolagslagen del I* s 84. Se vidare under kap 9.4

Synen på vilka omsättningsbegränsningar bolag får införa i sin bolagsordning varierar kraftigt mellan olika länder i Europa. Det kan till stor del tillskrivas det faktum att de EU-regleringar som finns på bolagsområdet inte ger några direktiv i ämnet. Förutom de begränsningar som följer av generella diskrimineringsförbud o dyl står det medlemsstaterna fritt att vidtaga eller tillåta begränsningar i omsättbarheten.

Flera länder tillåter inskränkningar i överlåtelseätten i mycket högre grad än vad Sverige gör.⁷⁷ Synen på ytterligare begränsningar t ex i form av en lagstadgad eller bolagsordningsreglerad budplikt är därför av naturliga skäl annorlunda i dessa länder. Exempelvis tillåter norsk rätt samtyckesklausuler i bolagsordningen, men reglerar samtidigt ingående bestämmelser vilka måste följas för införandet av sådana klausuler.⁷⁸ I Norge motiveras budplikten av ”hensynet til aksjonærer som ikke lenger ønsker å være deltakere i selskapet”.⁷⁹ Utvecklingen bland de nordiska länderna synes dock gå på en gemensam linje, nämligen mot att bolagen endast genom i lagen särskilt angivna förbehåll får inskränka överlåtelsen.⁸⁰

Möjligheter till mer omfattande begränsningar

Behovet av att internt kunna begränsa överlåtelsefriheten uppmärksammades redan i förarbetena till 1848 års Aktiebolagsförordning, och har belysts i flera utredningar sedan dess. Samtidigt har man pekat på de risker som begränsningsmöjligheter kan medföra, framförallt missbruk från majoritetens sida. För att förhindra detta uppställdes i lagen direktiv för hur hembudsklausuler skulle utformas, allt för att åstadkomma en rättvis avvägning mellan de utträdande och de kvarvarande aktieägarnas intressen.⁸¹

Hembudet har kritiserats av anledningen att det är bristfälligt och inte ger bolagen tillräckliga möjligheter att styra ägarkretsen eller den interna maktbalansen.⁸² Det har därför framförts synpunkter på att ABL borde ge fler möjligheter att begränsa avyttringsfriheten i bolagsordningarna.⁸³ I dag måste alla dessa begränsningar ske i avtal, vilket inte ger samma rättsligt bindande status. En stor nackdel med avtal är förstås ”sabotagerisken”, d v s

⁷⁷ SOU 1971:15 s 159, 162. Ang norsk rätt, se Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 173 ff där han redogör för flera olika lagstadgade begränsningar

⁷⁸ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 194 f

⁷⁹ Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 188

⁸⁰ Se möte om fientliga företagsförvärv vid Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993 där de olika nordiska representanterna synes överens om att begränsningar i aktieförvärv skall elimineras. Se t ex Leif S Thorsson, torsdag 19 aug 1993 kl 14 (sid 243). SOU 1971:15 s 162. Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 59 ff

⁸¹ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 55

⁸² Se t ex Balans 1996 nr 6-7, ”Hembudsklausulen – nyckeln till ett tryggt aktieäggande”, där det kommenterats relativt nyligen av Stefan Engström och Suzanna Milovanovic.

⁸³ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 38; jfr även aktiebolagsutredningens förslag på förbud av avyttring utan tillstånd, SOU 1971:15 s 161 ff

eftersom avtalet inte är bolagsrättsligt bindande kan en kompanjon eller familjemedlem i princip sabotera hela avtalet och därmed också bolaget genom att sälja till utomstående. En flexibilitet för framförallt mindre bolag vad gäller möjligheten att begränsa den fria omsättningen av aktier eftersträvas i mycket högre grad än vad aktiebolagslagen erbjuder.

Aktiebolagsutredningen till 1975 års lag föreslog i sitt betänkande bestämmelser som gick ut på att ge företagen möjlighet att i bolagsordningen ha regleringar med innebörden att tillstånd krävs för att få sälja sina aktier. Motiveringen var att för små familjeföretag vore det ödesdigert om en konkurrent kunde komma in som aktieägare och därigenom påverka bolagets verksamhet eller i varje fall få kännedom om dess affärsförhållanden. Observera att utredningen inte menade att avyttring fick vägras av vilka anledningar som helst, och nekades tillstånd på oacceptabla grunder skulle man i princip i domstol kunna få rätt att sälja.⁸⁴ Denna inlåsningseffekt kritiserades hårt av departementschefen och flera remissinstanser, och avvisades såsom alltför begränsande av den fria överlåtelseätten.⁸⁵ Det skulle, menade man, i allt för hög grad möjliggöra ett majoritetsmissbruk vilket skulle vara svårt att komma till rätta med. Minoriteten, som inte heller skulle ha rätt att kräva inlösen, skulle ha varit helt utlämnad åt majoritetens godtycke. Möjligheten att sälja aktier i ett sådant bolag hade alltså starkt begränsats och hade därför behövts kompletteras med ytterligare minoritetsskydd. Det skulle även ha fått effekter på förvärvandet av aktierna. Köpare skulle ha dragit sig för att köpa aktier i ett bolag där man i framtiden skulle kunna vägras rätt att sälja. En sådant regelsystem, menade departementschefen, skulle dessutom ligga mycket nära reglerna om inlösenrätt, vilket gjorde det omotiverat att ha regler av båda slagen.⁸⁶

Det är viktigt att se skillnaden mellan hembudet och de föreslagna tillståndsklausulerna. De senare avvisades eftersom de utan ytterligare skydd för aktieägare ansågs för hårda, och med ett sådant skydd liknade hembudsreglerna, eller åtminstone gav samma skydd för minoriteten. Lagstiftaren har härigenom gjort avvägningen mellan å ena sidan ägarnas intresse att kontrollera ägarkretsen, och å andra rätten att fritt överlåta sina aktier och dragit gränsen för vilka begränsningar som kan accepteras i lag. Denna begränsning hindrar dock som framkommit inte aktieägare att avtalsvägen gå över denna gräns. Sådana regler utanför bolagsordningen anses inte strida mot ABL:s syfte att åstadkomma begränsningar i möjligheterna att inskränka aktiers omsättning, eftersom rättsverkan av dessa avtalsbegränsningar anses stanna mellan parterna.⁸⁷

⁸⁴ SOU 1971:15 s 161 f

⁸⁵ Prop 1975:103 s 229

⁸⁶ Prop 1975:103 s 229 f

⁸⁷ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 58

Lagförslagsändringar – SOU 1997:22

I flertalet europeiska länder görs en tydligare åtskillnad mellan publika och privata bolag än vad som görs i Sverige. I ABL har på senare år gjorts en åtskillnad i form av förenklade förfaranden vad gäller de privata bolagen. För att tillgodose bolagens och marknadens behov krävs dock en ytterligare åtskillnad vad gäller lagregleringen av dessa. Aktiebolagskommittén har utifrån denna inställning föreslagit ändringar i reglerna om fri överlåtelse av aktier.⁸⁸ I övriga Europa präglas bolagsregleringen av att ägarna i de privata bolagen har en betydande frihet att själva utforma bolagets interna förhållanden, vilket inte minst gäller möjligheten att i bolagsordningen begränsa överlåtbarheten av aktierna. I det privata bolaget är ägarnas intresse att hålla ägarkretsen slutet mycket starkare än i det publika. Den uppräknade som görs i lagen av tillåtna begränsningar i rätten att överlåta och förvärva aktier är enligt kommitténs mening uttömmande. För att utvidga bolagens möjligheter till begränsningar krävs därför ändringar i lagen. Kommittén föreslår mer eller mindre genomgripande förändringar i reglerna om hembud, förköp och samtycke.

Reglerna om hembud bör enligt kommittén kompletteras med regler om vem som får utöva rösträtten under tid då aktierna enligt gällande rätt är passiviserade under hembudstiden. På så sätt undanröjs den största nackdelen med hembudsklausuler, nämligen att ingen kan rösta för aktierna under denna tid.

De föreslagna ändringarna vad gäller förköp och samtycke sträcker sig längre. Det föreslås, i enlighet med de flesta övriga europeiska länders rättsordningar, ett införande av möjlighet till förköpsförbehåll i bolagsordningen. Förköp skulle i många bolag vara ett lämpligt alternativ till hembudsklausuler och skulle framförallt eliminera nackdelarna med hembud i form av passiviserad rösträtt och onödiga kostnader i samband med förvärv som blir föremål för hembud. Kommittén föreslår dock ingen skillnad mellan publika och privata bolag vilket kan tyckas lite anmärkningsvärt.⁸⁹

Trots de risker som finns med samtyckesklausuler föreslås att även sådana skall kunna införas i bolagsordningar. Här görs dock en åtskillnad i form av att möjligheten endast skall ges privata bolag. För att förebygga de risker för missbruk som är förknippade med samtyckeskrav vid avyttring av aktier föreslås en detaljerad reglering vilken skulle bygga på reglerna om hembud och förköp.⁹⁰

⁸⁸ SOU 1997:22

⁸⁹ SOU 1997:22 s 212

⁹⁰ För denna reglering se specialmotiveringen till 5 kap 7-12 §§

Värt att märka är att kommittén betonar de skillnader som finns mellan publika och privata bolag i form av att behöva styra kretsen av aktieägare. Min uppfattning är att utvecklingen, mot bakgrunden av ett eventuellt inflytande av internationella tendenser, kräver en betydligt mer distinktiv åtskillnad i ABL än vad som finns idag. De behandlade förslagen ligger väl i linje med en sådan utveckling. Den ytterligare begränsning av aktiernas fria omsättning som förslaget innebär motiveras av intressen som i förlängningen går hand i hand med de grundläggande intressen som ligger bakom principen om en fri omsättning av aktier, nämligen att stimulera företagandets utveckling och effektivitet.

Regleringar i bolagsordningen

Associationsrättsliga begränsningar

ABL reglerar de bestämmelser som måste finnas med i en bolagsordning, men innehåller ingen begränsning av vilka fakultativa regler som får införas.⁹¹ Övriga bestämmelser bör endast medtagas om särskilda skäl därför föreligger.⁹² Av ABL 18:4 följer dock en generell begränsning att bestämmelse inte får stå i strid med ABL eller annan lag eller författning. Enligt Nial/Johansson är i princip enda begränsningen för vad som får tas med i bolagsordning det som är brottsligt eller lagstridigt.⁹³ Självfallet är också alla bestämmelser som har till syfte att kringgå ABL:s tvingande regler förbjudna.

Avgörandet i det enskilda fallet huruvida en bolagsordningsbestämmelse strider mot ABL eller grunderna för denna kan vara svårt att fatta och får avgöras av den praktiska rättstillämpningen.⁹⁴ Här kommer en tolkning av ABL:s regler och syften att styra ställningstagandet.

Svensk rätt intager en mycket restriktiv inställning till regleringar i bolagsordningar. En jämförelse kan göras med norsk rätt som uttryckligen tillåter att man i bolagsordningar begränsar bolagsrättsliga bestämmelser. Exempelvis ges stora möjligheter att begränsa överlåtelsefriheten och det synes näst intill möjligt att låsa in aktieägaren i bolaget.

EG-rätten kräver att noterade aktier är fritt omsättningsbara, och att alla aktieägare skall behandlas lika. Avsteg får göras för aktier som får förvärfvas först efter godkännande under förutsättning att begränsningen inte stör marknaden.⁹⁵ Direktivsbestämmelserna lyder:

p. II nr. 2	st. 1	Aktierna skall vara fritt överlåtbara.	
		st. 3	De behöriga myndigheterna får i fråga om upptagande till officiell notering av sådana aktier, som får förvärfvas först efter

⁹¹ ABL 2 kap 4 §

⁹² Birke, *Bolagsordning i aktiebolag*, s 22

⁹³ Nial, *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, s 67

⁹⁴ Prop 1975:103 s 297 f

⁹⁵ Rådskdirektiv 79/279/EEG, Lista A p. II nr. 2 och lista C p.2

godkännande, avvika från första stycket endast om tillämpningen av godkännandeklausulen inte stör marknaden.

Exakt vilka begränsningar som omfattas beror i hög grad på hur man tolkar begreppen ”överlåtbara” och ”förvärvas efter godkännande”. Vidare är det avgörande huruvida begränsningen stör marknaden eller inte. Varje medlemsland avgör när marknaden störs av en begränsning. En begränsning som ligger i linje med de fungerande nationella bolagsreglerna kan knappast anses störa marknaden och således kan en begränsning i princip alltid rättfärdigas med att den inte stör marknaden.

Av förklarlig anledning får det inte intagas bestämmelser som utsläcker legala överlåtelse- eller omsättningsbegränsningar, d v s bolagsordningen kan inte utvidga kretsen av ägarberättigade.

Börsrättsliga bestämmelser

Aktiebolagen behöver inte följa de börsrättsliga reglerna förrän de önskar noteras på fondbörsen. När bolagen ansöker om registrering på börsen är de skyldiga att följa det inregistreringskontrakt Stockholms Fondbörs har ställt upp. För noterade aktier uppställer Fondbörsen krav på att aktierna skall vara fritt överlåtbara. Noterade aktieslag får t ex inte bära på hembudsskyldighet.⁹⁶

Styrelsen för Fondbörsen har tidigare bekräftat att det på börsen inte förekom några företag som är underkastade hembudsklausuler.⁹⁷ Bolagen kan dock registrera de aktier man inte har hembud på och låta de andra vara oregistrerade. Hur detta förhåller sig idag är mer tveksamt. De företag som i sina bolagsordningar har budplikt är registrerade på börsen, och i anledning av deras införande av budplikt har, vad jag erfarit, Fondbörsen uttalat att man inte ”gillar regleringen”, men samtidigt konstaterat att man inte avser förbjuda regleringarna. Principiellt är Fondbörsen kritisk till budplikt, men har ännu inte stött på några praktiska problem. Visar det sig att spridningskravet inte uppfylls och detta kan härledas till regleringen om budplikt kan Börsen kräva att bestämmelsen tas bort. Det krävs en konstaterad negativ effekt, det görs alltså ingen generell principbedömning. Om ett ”nytt” bolag ansöker om registrering med en reglering om budplikt skulle inregistreringskontraktet aldrig ingås och registrering skulle således inte ske. Däremot för bolag som redan är registrerade på börsen gäller att de har att uppfylla kraven på spridning m m. Detta förklarar att bolag som vill

⁹⁶ Stockholms fondbörs PM (3.6.1982) angående registrering av aktier, s 3. Detta krav har Stockholms fondbörs uppställt med stöd av lag 1979:749 om Stockholms Fondbörs och förordning 1979:996 om Stockholms Fondbörs. Se även Moberg, *Börsrätt*, s 37

⁹⁷ Prop 1975:103 s 316, Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 37

lägga in budplikt i efterhand möter mindre hinder än de som ansöker om registrering. Fondbörsen accepterar alltså i princip budplikt i bolagsordningen om det inte kan visas att den faktiskt hämmar omsättningen. Även PRV anser att hembudsregleringar inte hör hemma på börsen och att det, om det förekommer, kan leda till kaos.

Det generella krav som finns på börsbolag är att deras aktier skall vara anpassade till marknadsförhållandena samt skall uppfylla kraven på en ändamålsenlig börshandel. Vid prövning av fråga om inregistrering skall hänsyn tagas till bl a marknadsförhållandena för det fondpapper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenlig börshandel.⁹⁸ Fondbörsen uppställer vidare krav på att aktierna skall spridas. En börsnotering blir meningsfull först om man med fog kan räkna med att det kommer bli en regelbunden handel i aktierna.⁹⁹ Aktier, som genom bestämmelse i bolagsordningen är föremål för någon form av omsättningsbegränsning, kan följaktligen vägras inregistrering.

God sed

Genom tillämpning av begreppet god sed ges bolagen riktlinjer för hur de bör agera och handla på aktiemarknaden. Bestämmelser som strider mot god sed i allmänhet och god bolagsrättslig sed i synnerhet bör exempelvis inte upptas i bolagsordningen.¹⁰⁰ När Fondbörsen skall registrera aktier på börsen kan den i princip vägra registrering om bestämmelse anses alltför kränkande av god sed. Att iakttaga god sed innebär enligt Aktiemarknadsnämnden först och främst att agera i enlighet med gällande lagar, förordningar, föreskrifter samt övrig reglering och normgivning.¹⁰¹ I sista hand bör företagen följa börsetiska handlingsnormer. Värdepappersmarknadskommittén definierar börsetiken som det skrivna och oskrivna normsystem som, vid sidan av lagstiftningen, påverkar eller bör påverka beteendet hos de olika aktörerna på marknaden.¹⁰² Exempel på vad som i allmänhet borde betraktas som stridande mot god sed på de flesta områden kan vara villkor som görs beroende av hudfärg, kön, religion o s v. En viss grad av saklighet torde krävas för att en reglering inte skall anses stridande mot god sed.

Reglering som enbart har till syfte att utan motivering frångå bestämmelsen om aktiers fria omsättning bör kunna ogiltigförklaras såsom stridande dels

⁹⁸ Lag (1979:749) om Stockholms fondbörs 19, 24 §§

⁹⁹ Stockholms fondbörs PM (3.6.1982) angående registrering av aktier, s 2

¹⁰⁰ Detta kan bl a uttolkas ur den prövning AMN gör angående förfrågningar om godkända bolagsordningsbestämmelser. Se exempelvis uttalandet rörande Sandviks bolagsordning, 1992:6, nedan under kap 10.2

¹⁰¹ Kristiansson, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, s 31 f

¹⁰² SOU 1989:72 Del 1 s 287

mot ABL och dels mot god sed på aktiemarknaden. Även i fall då bolagsrättsliga regler inte överträds kan en reglering eller ett förfarande anses strida mot god sed på aktiemarknaden.¹⁰³

Avtalslagens tillämpning på bolagsordningar

Bolagsordningen kan liknas vid ett avtal på två plan, dels mellan bolaget och aktieägarna och dels mellan aktieägarna sinsemellan. Följaktligen uppkommer frågan huruvida AvtL kan tillämpas på klausuler eller villkor i bolagsordningen. Jag har nämnt att den avtalsrättsliga generalklausulen (36 §) kan bli aktuell i fall då aktieägaravtal innehåller alltför långtgående begränsningar.¹⁰⁴ Ett aktieägaravtal torde enligt min mening vara betydligt mer angripbart med 36 § än en bolagsordning eftersom avtalet är ett avsteg från den lagstadgade associationsrätten. Aktieägaravtalen ger de enskilda parterna en möjlighet att enligt den allmänt gällande principen om avtalsfrihet reglera sina mellanhavanden. Vad som krävs för att generalklausulen också skall kunna åberopas av en aktieägare som köpt en kontrollerande post i ett företag och enligt bolagsordningen tvingas lägga bud på resten är framförallt en avtalsrättslig fråga.

En bolagsordning är underkastad bolagsrättsliga regler och utrymmet för tillämpning av vanliga avtalsregler är mindre. Föredrar aktieägarna att underkasta sig AvtL:s regler bör de i första hand reglera sina mellanhavanden i avtal. Tillämpningen av generalklausulen ges dock, visserligen framförallt genom analog tillämpning, allt större utrymme även på bolagsrättsliga områden.¹⁰⁵ I rättspraxis har prövats huruvida 36 § kunde tillämpas angående föreningsstadgar och så har ansetts vara fallet.¹⁰⁶ Någon prövning i förhållande till bolagsordningar har mig veterligen inte gjorts.

Tillämpningen av motsvarande 36 § i norsk rätt på bolagsordningar synes skilja sig från svensk i den mån att 36 § med tveksamhet kan tillämpas, och Høyesterett har visat en försiktighet med att tillämpa avtalsrättsliga regler på förhållanden som regleras av aktiebolagslagen.¹⁰⁷ Bråthen tolkar svensk rättstillämpning så att 36 § kan tillämpas och att rättspraxis intagit denna ståndpunkt. Ställningstagandet måste ses med försiktighet eftersom det rör föreningsstadgar och inte bolagsordningar.

¹⁰³ Se diskussionen i samband med AMN:s uttalande rörande Sandviks bolagsordning, kap 10.2

¹⁰⁴ Se ovan kap 8.3.9

¹⁰⁵ Se Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 139 f

¹⁰⁶ Se t ex NJA 1982 s 853

¹⁰⁷ Rt 1995 s 1026. Se hänvisning i Bråthen, *Personklausuler i aksjeselskaper*, s 502

Enligt aktiebolagsutredningen 1975 bör den avtalsrättsliga generalklausulen även kunna användas på associationsrättens område, trots att flera remissinstanser ansåg att tillämpningsområdet då blev för vidsträckt.¹⁰⁸ På områden där speciella regler finns blir tillämpningsområdet mindre men fortfarande fyller klausulen en viktig funktion som kompletterande skyddsregel. Inom associationsrätten finns åtskilliga skyddsregler för minoriteten och dessa kompletteras vidare i form av generalklausulerna i ABL 9:16 och 8:13 samt likhetsprincipen i 3:1. Dessa bestämmelser torde enligt utredningen så gott som alltid ge ett tillfredsställande skydd för minoriteten, och en avtalsrättslig generalklausul får därför begränsad betydelse inom detta område. Utredningen lämnade dock möjligheten öppen att i vissa situationer tillämpa 36 § även inom aktiebolagsrätten. Som exempel nämns möjligheten att jämka bestämmelse i bolagsordning som har kommit att framstå som oskälig på grund av ändrade förhållanden.¹⁰⁹ Oskälighetsbedömningen skall inte enbart göras i relation till de lagregler och principer som gäller på området, utan hänsyn måste också tas till övriga bestämmelser i bolagsordningen vilka är ägnade att bereda aktieägarna ett tillfredsställande skydd.

Bolagsordningens innehåll fastställs genom stämmobeslut, och klandrar någon detta har domstol att ta ställning till huruvida bolagsordningen strider mot exempelvis likhetsprincipen. Avtalet, d v s bolagsordningen, är då uppe till prövning och domstolen kan, om den finner klausuler strida mot bolagsrättsliga regler, jämka alternativt lämna det utan avseende. Enligt aktiebolagskommittén 1995 skall domstolen i sådana fall pröva huruvida avtalets innehåll, omständigheterna vid avtalets tillkomst, senare inträffade förhållanden eller omständigheterna i övrigt kan påkalla jämkning.¹¹⁰ Kommittén menar då att 36 § bör kunna tillämpas analogt på aktiebolagsrättsliga förhållanden.

Generalklausulutredningen menade att 36 § bör vara tillämplig på bolagsordningar, föreningsstadgar o dyl.¹¹¹ Det borde enligt den inte finnas skäl att göra undantag för bestämmelser som ingår i bolagsordningar, och det borde inte heller finnas skäl att beträffande dessa inskränka jämningsmöjligheten till vissa särskilda föreskrifter. Som ytterligare skäl anger man det faktum att de bestämmelser som finns i bolagsordningar lika väl kan finnas i aktieägaravtal, och att de senare utan tvivel kan jämkas med 36 §. Bedömningen kan dock påverkas av ytterligare regler som finns i den enskilda bolagsordningen.

Vid prövning enligt 36 § skall särskild hänsyn tas till behovet av skydd för den som intar en underlägsen ställning i avtalsförhållandet. I ett bolag intar vanligtvis den enskilde aktieägaren en underlägsen ställning gentemot

¹⁰⁸ Prop 1975/76:81 s 112 f

¹⁰⁹ Prop 1975/76:81 s 113

¹¹⁰ SOU 1995:44 s 206

¹¹¹ SOU 1974:83 s 122 f

bolaget och således skulle 36 § kunna tillämpas för att jämka villkor i bolagsordningen.

Huruvida en bestämmelse i en bolagsordning i det enskilda fallet kan jämkas eller lämnas utan avseende beror på hur bolagsordningen i sin helhet ser ut. I slutänden är det avgörande huruvida regleringen i sitt sammanhang kan antas strida mot god affärssed på bolagsområdet. 36 § är framförallt tillämplig då villkoret strider mot tvingande lagstiftning, men även om det står i överensstämmelse därmed kan avtalet ses som oskäligt. Sker en prövning av en reglering i en bolagsordning är det troligt att regleringen inte står i strid med lag, eftersom den då inte borde registrerats. Prövningen skulle därför i de flesta fall troligen inriktas på huruvida regleringen kan anses oskälig, något som med stor sannolikhet inte görs i samma omfattning vid registreringsförfarandet. Villkor i strid med god sed anses vanligen oskäliga om inte andra regleringar väger upp ”nackdelarna”.

För att jämka klausuler i en bolagsordning krävs att det skett en förändring som för enskilda aktieägare framstår som oskälig. En reglering som finns i bolagsordningen när ny ägare träder in kan svårligen angripas med 36 §. Skulle bestämmelsen inte anses strida mot bolagsregler finner jag det långsökt att se klausulen såsom oskälig i förhållande till nya aktieägare.

Tillämpningsområde och tolkningstvister är bara två områden som berörs. Vad gäller allmän tolkning kan sägas att tolkning av bolagsordningar måste ske mer objektivt än tolkning av enskilda aktieägaravtal. Bolagsordningen kommer till stånd genom medverkan av flera personer och associationen kan ha många medlemmar samt bestå under lång tid. Medlemmar tillkommer och bortfaller ständigt vilket gör det nästan omöjligt att fastställa parternas avsikter och intentioner både vid avtalets ingående och i nuvarande situation. En inom bolaget etablerad praxis kan vara av betydelse vid tolkningen.¹¹² Det väsentliga är att vara uppmärksam på problemet och se vilka verkningar olika tolkningar kan få. Jag går av utrymmesskäl skäl inte djupare in på problemet här. Ramen för detta arbete ger endast utrymme att belysa problemet med att se bolagsordningen som ett avtal och klausuler om budplikt som vanliga avtalsklausuler.

Kontroll och tillsyn. Aktiemarknadsnämnden (AMN)

¹¹² Nial, *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, s 68

För att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden är det viktigt att de bolag som är verksamma på denna regelbundet kontrolleras, och att tvister och konflikter kan lösas av oberoende organ utan att behöva tillämpa domstolsprövning. Frågor som kan uppkomma är exempelvis vilka regleringar de enskilda bolagen får införa i sina bolagsordningar. I slutänden blir det domstol som har att avgöra dylika frågor, men det är viktigt att kunna få förhandsbesked o dyl om vilken inställning aktiemarknaden har till tänkta regleringar. På så sätt undviks kostnadskrävande domstolsprövningar.

Som ett led i denna kontroll men kanske framförallt för att stärka självanseringen på aktiemarknaden och på så sätt undvika lagstiftning på börsetikens område, inrättade Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund 1986 en nämnd för aktiemarknadsfrågor, Aktiemarknadsnämnden (AMN).¹¹³ Nämnden skall vara ett fristående organ som skall ge råd och göra uttalanden i viktiga frågor på värdepappersområdet. AMN har som främsta uppgift att via förhandsbesked och eftergranskningar övervaka att etiken och lagligheten på aktiemarknaden följs, samt tolka och konkretisera begreppet ”god sed”.¹¹⁴ Den skall i princip täcka hela aktiemarknadsområdet, och i princip skall alla förfaranden av intresse för aktie i aktiemarknadsbolag kunna komma under nämndens prövning.¹¹⁵ Nämndens tolkning av begreppet ”god sed” på aktiemarknaden skall ske på grundval av gällande lagstiftning och utfärdade rekommendationer, men även kunna gå utöver det befintliga regelsystemet, och på så sätt bidra till att föra normgivningen framåt. Nämnden är opartisk och dess uttalanden förväntas bli snabba och kompetenta. Bedömningen är dock inte på något sätt bindande och dess avgörande kan inte förenas med några sanktioner, men nämndens auktoritet samt risken för negativ publicitet medför att företagen vanligen följer dess beslut. Nämnden har försökt att så långt som möjligt undvika definitiva ställningstaganden i frågor som det ankommer på allmän domstol att bedöma.¹¹⁶ Heuman hävdar att AMN:s verksamhet inte är grundad på lag, vilket innebär att nämnden aldrig kan fungera såsom rättsskipare och lösa rättstvister mellan enskilda.¹¹⁷ Nämndens förespråkare, bl a i form av Ulf Franke, menar dock att det inte är det syfte nämnden har, utan den skall endast fungera som rådgivare och ge förhandsbesked.¹¹⁸ Denna form av självreglering är, menar man, efterfrågad av näringslivet och bygger på samförstånd mellan de inblandade aktörerna på marknaden. AMN fyller, enligt deras mening, detta behov. Heuman säger vidare att domstol alltid kan gå emot AMN och finna åtgärder som den senare ansett tillåtna straffbara eller skadeståndsgrundande. Om ett förhandsbesked från nämnden blir underkänt av domstol, bankinspektionen

¹¹³ Kristiansson, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, s 22

¹¹⁴ DsFi 1986:21 s 102

¹¹⁵ Kristiansson, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, s 27

¹¹⁶ Kristiansson, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, s 28

¹¹⁷ Veckans Affärer 1986 nr 22 s 15

¹¹⁸ Veckans Affärer 1986 nr 23 s 14

eller borsstyrelsen, kan nämndens förtroende hastigt undergrävas.¹¹⁹ Han menar t o m att nämndens etiska praxis kan komma att raseras. Detta, hävdar Franke, kommer inte alls att bli följd, och avslutar med ”Heuman behöver inte vara orolig”.¹²⁰

Försvarsåtgärder mot fientliga företagsförvärv

Fientliga företagsförvärv är, trots att de ökat under senare år, relativt sällan förekommande i Sverige, vilket framförallt beror på det svenska näringslivets struktur med koncentrerat ägande samt ett nätverk med stark lojalitet.¹²¹ Under 1980-talet var en tiondel av alla uppköpserbjudanden att betrakta som ”fientliga”, men efter påtryckningar och uppmaningar resulterade endast fyra i fullbordat förvärv.¹²² Dessutom är gränsen mellan ”fientliga” och ”icke-fientliga” uppköpserbjudanden diffus och de som betecknas som ”fientliga” övergår vanligen till ”icke-fientliga” om det erbjudna vederlaget höjs.

Fientliga företagsförvärv, och följaktligen även åtgärder mot dessa, är vanligare i exempelvis USA. Åtgärderna har för avsikt att på olika sätt försvåra ett övertagande av bolaget, genom att göra förvärvet finansiellt betungande eller allmänt sett mindre attraktivt. Åtgärderna måste samtidigt se till att inte missgynna de nuvarande aktieägarna. I Sverige kan bolag i bolagsordningen införa regler om rösträtt, styrelsetillsättning och annat för att på så sätt begränsa de möjligheter och fördelar en potentiell förvärvare söker. Frågan som uppkommer i Sverige är huruvida dylika regleringar är tillåtna enligt ABL. Utgångspunkten är att åtgärder som ligger inom ABL:s ramar, och i vissa fall uttryckligen tillåts, inte vållar några problem. Andra exempel på reglering som troligen tillåts är ”golden parachutes” för företagsledare som utlöses vid fientliga förvärv, utfärdande av konvertibla skuldebrev och korsvist ägande.¹²³ Om en bolagsordningsreglering i allt för hög utsträckning tillämpas enbart för att försvåra övertaganden, och detta sker på ett otillbörligt sett, har det i praktiken visat sig att lagstiftaren agerar genom att vidtaga förändringar i lagstiftningen. Så är fallet med exempelvis utomstående tillsättande av styrelse.¹²⁴ Ett förfarande som fördyrar och på så vis gör ett förvärv mindre attraktivt accepteras i viss utsträckning av lagstiftaren, men om det i praktiken försvårar eller omöjliggör ett

¹¹⁹ Veckans Affärer 1986 nr 22 s 15. Även Alhanko, *Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag*, s 30 f

¹²⁰ Veckans Affärer 1986 nr 23 s 14

¹²¹ Jonsson, JT 1996-97:4, s 911

¹²² SOU 1990:1 s 38

¹²³ Redogörelse över olika åtgärder, vilka framförallt tillämpas i USA men även i viss mån troligen accepteras i Sverige framställs av Jonsson i JT 1996-97:4

¹²⁴ SOU 1995:44 s 42. Se även Jonsson, JT 1996-97:4 s 896

övertagande uppkommer samma frågor som föreliggande arbete behandlar avseende budplikt, nämligen i vilken omfattning ABL:s regler om exempelvis fri överlåtelse rätt påverkas. En alltför ingående begränsning kan medföra att lagstridighet anses vara för handen.

Följaktligen ges svenska bolag möjligheter att i bolagsordningen införa bestämmelser som skyddar företaget från att utsättas för uppköpserbjudanden så länge det inte sker på ett otillbörligt sätt eller strider mot ABL:s regler eller andra associationsrättsliga principer.

Budplikt i bolagsordning

Syften

Det genomgående uttalade motivet till ett införande av budplikt i bolagsordningar är att skydda minoriteten.¹²⁵ Lagstiftaren har hitintills valt att inte lagreglera om budplikt vilket torde betyda att han inte ser minoritetens ställning så svag att den måste skyddas med en budplikt. Man kan då fråga sig vilket argument de enskilda bolagen har för att i bolagsordningen införa en budplikt, om det inte är för att skydda sig från oönskat inträde av andra aktieägare. Sandvik uppgav inför AMN att deras syften för att införa budplikt i sin bolagsordning bl a var att skydda minoritetsaktieägarnas intressen och att tillgodose en kontinuitet i styrelsearbetet till gagn för aktieägarnas långsiktiga intressen.¹²⁶ Genom budplikt hindrar man sådana andra bolag att köpa upp en kontrollerande del av bolaget, vilka inte samtidigt är beredda att även förvärva resterande del. Detta är dock ett omdiskuterat försvar mot förvärvare av kontrollposter.¹²⁷

Det starkaste motivet för en budplikt i bolagsordningen är alltså att minoriteten skyddas, men det är viktigt att komma ihåg att ett starkt minoritetsskydd inte alltid är gynnsamt för minoriteten, utan risken finns att det i praktiken blir tvärtom, nämligen att regler om budplikt motverkar minoritetens intressen.¹²⁸ Ett för starkt minoritetsskydd som hindrar majoriteten att agera kan bl a leda till dels att stora ägare söker sig utomlands eller finner andra investeringar, dels att aktiesparandet blir mindre riskfyllt vilket i sin tur sänker avkastningen och minskar anledningarna för att satsa pengar på börsen. Risken måste således ligga kvar på en rimlig och önskvärd nivå. För aktieägare som enbart är intresserade av hög avkastning är det viktigt att det förekommer en aktiv marknad för kontrollposter. Ett bolag utan någon stor kontrollägare styrs av bolagsledningen, och en budplikt begränsar nya kontrollaktieägares möjligheter att köpa in sig i företaget. Om inte ledningen upplever att det åtminstone finns en potentiell risk för att aktieägare utövar inflytande över bolaget, kan detta leda till att de vidtar åtgärder som inte är i aktieägarnas intresse. Det är därför av synnerlig vikt att företagsledningar i börsnoterade

¹²⁵ Se uttalanden i artikel i Aktiespararen, 1990 nr 6-7, s 6-8

¹²⁶ AMN:s uttalande 1992:6 s 2

¹²⁷ Se bl a Urwitz artikel ”Är budplikt verkligen laglig?” i DI 24/6 1993 och JT 1996-97:4 s 898

¹²⁸ Urwitz, DI 24/6 1993

bolag känner det potentiella hotet av kontrollaktieägare.¹²⁹ I ett långsiktigt perspektiv kommer en budplikt att medföra väsentligt mindre marknad för kontrollposter. Det kommer i sin tur att gå ut över småaktieägarna, eftersom en mindre aktiv marknad för kontrollposter medför ett överflyttande av makten från aktieägarna till företagsledningen. Detta indikerar också att bolag som inför en budplikt gör det av andra anledningar än att skydda minoriteten.

De skäl som brukar anföras *för* respektive *mot* en lagstadgad budplikt kan i de flesta fall även anföras när budplikten istället grundar sig på bestämmelse i bolagsordning.¹³⁰

Även i de länder som har en lagstadgad budplikt förekommer sådana i vissa större bolags bolagsordningar. Syftet är då att ytterligare skydda minoriteten. I Finland förekommer t ex att bolag i bolagsordningen reglerar en budplikt vid 1/3 av rösterna, medan den enligt lagen inträder vid 2/3 ägande. Även här kan man dock fråga sig om inte regleringen i första hand avser att försvåra maktövertaganden.¹³¹

Budplikt i Sandvik, Skanska och Perstorp

Tre bolag som idag har budplikt reglerat i sin bolagsordning är Sandvik AB, Skanska AB och Perstorp AB. Andra bolag har, vad jag erfarit, fört diskussioner om att införa det, men av olika anledningar valt att inte göra så. Min uppfattning är att anledningen till ”osäkerheten” troligen ligger i den osäkerhet som råder om regleringens egentliga rättsliga ställning.

Sandvik var det företag som var först ut med att uppta budplikt i sin bolagsordning och var således de som först ”introducerade” möjligheten i svensk bolagsrätt. Efter detta, samt efter att AMN godkänt regleringen¹³², följde Skanska och Perstorp efter. I princip kopierade de två senare bolagen Sandviks reglering.

Enligt Sandviks bolagsordning (§ 7) gäller följande.¹³³ Budplikten inträder när röstetalet för samtliga aktier uppnått eller överstiger något av gränsvärdena 33 ½ procent eller 50 procent av det totala röstetalet. Förvärvspriset blir enkelt uttryckt det högsta av snittkursen på börsen de senaste fem dagarna och genomsnittspriset på de aktier förvärvaren köpt i

¹²⁹ Urwitz, DI 24/6 1993

¹³⁰ AMN:s uttalande 1992:6 s 3

¹³¹ Se bl a uttalande av Gerhard af Schultén under Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 249

¹³² AMN:s uttalande 1992:6

¹³³ För klausulerna i fulltext, se utdrag ur bolagens bolagsordningar i arbetets bilaga

bolaget. Aktier som bolag i samma koncern förvärvat skall medräknas. Ändring av bestämmelserna kräver stämmobeslut, vilket biträds av aktieägare med minst tre fjärdedelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädde aktierna.

Inlösen skall ske enligt följande tidsplan. Den lösningskyldige skall anmäla förvärvet inom sju (7) dagar, styrelsen i bolaget skall inom trettio (30) dagar från det att anmälan inkom eller den fick kännedom om förvärvet meddela aktieägarna, vilka skall göra framställan om önskad inlösen senast trettio (30) dagar efter utgången av nyss angivna trettiodagarsperiod och slutligen skall den lösningskyldige inom trettio (30) dagar mot kontant betalning förvärva aktierna. I det fall alla tidsfristerna utnyttjas till fullo skall alltså förvärvaren senast nittiosju (97) dagar efter ursprungsförvärvet försäkrat sig kapital för att lösa in resterande aktier i bolaget.

Regleringarna i Skanskas och Perstorps bolagsordningar (§ 13 resp § 5) överensstämmer i materiellt hänseende i princip med Sandviks. Bolagen reglerar dessutom att ABL 14:31, oavsett vad som föreskrivs i bolagsordningen, fortfarande skall gälla.¹³⁴ Förhållandet mellan budplikten och ABL:s regler om tvångsinlösen behandlas nedan och då återkommer jag till vilken betydelse detta stadgande kan tänkas ha.¹³⁵

För ett förvärv som omfattar, låt oss säga 1/3 av ett bolag, måste således förvärvaren vara beredd att betala tre gånger så mycket för det fall samtliga aktieägare önskar få sina aktier inlösta. Det synes inte alltför vågat att dra slutsatsen att nämnda villkor försvårar, och säkerligen i vissa fall omöjliggör, större företagsförvärv. Vad gäller tidsfristen måste dessutom uppmärksammas att den kan krympa så, att om information och anmälan görs omgående, förvärvaren blir skyldig att inlösa aktier efter drygt en månad.

Sandviks reglering har kommenterats av AMN i ett uttalande¹³⁶, men det måste observeras dels att uttalanden från AMN generellt gäller enskilda fall, dels att deras ”prejudicerande” verkan är omdiskuterad.¹³⁷ AMN:s bedömning begränsades dock till huruvida den typ av reglering Sandvik ville införa stred mot god sed på aktiemarknaden. Sandviks bolagsordning innehöll förutom budplikt även andra bestämmelser vilka alla var led i att försvåra övertagandet av kontrollen i bolaget eller av dess tillgångar. När flera olika bestämmelser av den här typen kombineras är risken stor att det

¹³⁴ Att observera är att endast Perstorp har ett stadgande som säger att 14:31 gäller. Varken Sandvik eller Skanska har i sina bolagsordningar ändrat till 14:31, utan har kvar tidigare paragrafbetydelse på stadgandet, nämligen 14:9. Detta kan förefalla märkligt med tanke på att Sandviks bolagsordning antogs 9 juni 1997 och Skanskas ändrades senast på bolagsstämma 4 augusti 1997, medan paragrafen ändrades redan 1994 (genom lag 1994:802).

¹³⁵ Se kap 10.6

¹³⁶ Aktiemarknadsnämndens uttalande 1992:6

¹³⁷ Se under kap 9.5

får negativa konsekvenser på aktiemarknaden, men AMN konstaterar att verkningarna i praktiken är mycket svåra att bedöma. Däremot menar nämnden att bestämmelserna, däribland budplikten, var för sig inte strider mot god sed på aktiemarknaden, och i princip kan tillåtas. Den prövning AMN gör synes dock inte väl underbyggd och det saknas i uttalandet mer ingående motiveringar till ställningstagandet. Det är följaktligen svårt att bedöma vilken betydelse som kan tillmätas uttalandet, och jag anser att ett ställningstagande till huruvida en budplikt i bolagsordning kan godtas måste grundas på en djupare analys av den gällande bolagsrätten samt dess syfte och motiv. En förklaring till att AMN begränsat sin prövning till god sed är att Sandvik i sin framställning anhöll om nämndens uttalande huruvida deras reglering stred mot god sed på aktiemarknaden.¹³⁸

AMN konstaterar således att en reglering i bolagsordningen vilken har till avsikt att utgöra ”led i att försvåra övertagandet av kontrollen i bolaget eller av dess tillgångar” sedd för sig inte kan antas strida mot god sed på aktiemarknaden. Även denna motivering anser jag lite anmärkningsvärd. Prövning huruvida en reglering strider mot god sed på aktiemarknaden torde i första hand ske genom en prövning om lagstridighet. Skulle den inte anses strida mot ABL eller annan författning kan den ändå tänkas strida mot god sed om grundläggande principer bakom bolagsrätten äventyras. Det är således troligare att en bestämmelse strider mot god sed än mot författning. Åtskilliga bestämmelser i ABL samt i av bolagsrätten tillåtna regleringar, möjliggör för bolagen att införa bestämmelser som försvårar övertaganden och ägarskiften. Syftet bakom dessa är framförallt att små familjeföretag i större utsträckning kan skadas av att konkurrenter och andra fritt kan komma in i bolaget. När det rör börsnoterade aktier intar lagstiftaren en betydligt restriktivare syn på dylika överlåtelsehinder. AMN:s uttalande borde således lättare rättfärdigas vad gäller de nämnda småbolagen, men det rörde här ett stort börsnoterat bolag, vilket gör uttalandet betydligt svårare att acceptera. Enligt min mening går det inte att uttala sig generellt om budplikts giltighet eller strid mot god sed om man inte samtidigt gör en åtskillnad mellan små och stora bolag. Även av denna anledning bör AMN:s uttalande ses med skepsis och dess prejudikatvärde starkt ifrågasättas.

Registrering av budplikt

Vad gäller registrering av budplikt hänvisar PRV bolagen till de uttalanden som gjorts av framförallt Aktiebolagskommittén och AMN, vilka antyder en tveksam inställning till att i bolagsordningen ta in reglering om budplikt. PRV anser sig gjort den undersökning man är skyldig till och påpekar den ovissa och till vissa delar känsliga situation som råder i ämnet samt risken

¹³⁸ Se AMN:s uttalande 1992:6 s 2

att bolagen eventuellt kan tvingas ta bort regleringen om den i framtiden anses lagstridig. När det gäller bolag som idag vill införa budplikt så hänvisar PRV till vad som sagts i Aktiebolagskommitténs betänkande (SOU 1997:22). PRV menar att det är viktigt att bolagen känner till den negativa inställningen till reglering av budplikt som där finns redovisad. Vill bolaget trots allt ta in bestämmelse om budplikt i bolagsordningen registrerar PRV tills vidare detta. Avgörande för frågan om budplikt, blir enligt PRV i vad mån regeringen tar upp frågan i den proposition som är under utarbetande med anledning av Aktiebolagskommitténs förslag, och ett eventuellt riksdagsbeslut därefter. Naturligtvis kan frågan också komma upp domstolsvägen i samband med någon tvist.¹³⁹

Intressant här är att PRV, vad gäller Skanskas bolagsordning, registrerat regleringen som en hembudsklausul, och följaktligen funnit den fullt i överensstämmelse med ABL. Hur omfattande utredning som föregick denna registrering kan jag inte uttala mig om, men det är ett ställningstagande som jag har svårt att förstå. Intressant är i sammanhanget det faktum att Fondbörsen i princip inte accepterar att aktier med hembud registreras på börsen. Om PRV registrerar budplikt såsom ett hembud borde Fondbörsen principiellt inte godtaga ändringen. Utan ytterligare utredning vågar jag dock inte dra vidare slutsatser.

Minoritetsskyddsargumentet

När det gäller minoritetsskydd är viktigt att observera den skillnad som föreligger mellan börsnoterade bolag och fåmansföretag. Det yttersta minoritetsskyddet, nämligen möjligheten att avyttra sina aktier och lämna bolaget, är starkt i ett stort börsbolag där det finns en öppen marknad för aktierna, medan det i ett litet bolag i princip är fiktivt, eftersom det sällan finns någon marknad för aktierna. En budplikt är ur denna synvinkel mer motiverad i de senare bolagen. Vidare grundas argumentet att aktieägare måste ges möjlighet att lämna bolaget vid ett övertagande på risken att aktievärdet sjunker när kontrollskifte sker.¹⁴⁰ En sådan ståndpunkt tycks förutsätta att risken för värdesänkning är stor. Undersökningar har dock givit vid handen att aktiekursen vanligtvis stiger efter ett kontrollägarskifte.¹⁴¹ Det har dessutom ansetts orimligt att ålägga en ny aktieägare en budplikt med det minoritetsskyddsargumentet utan att först konstatera att en skada faktiskt uppkommer för övriga ägare.

¹³⁹ Enligt intervju med Per Nordström, Chefsjurist, Bolagsavdelningen PRV 1998-01-08

¹⁴⁰ Detta argument förs vanligen fram när det gäller lagstadgad budplikt. Se ovan under kap 3.2

¹⁴¹ SOU 1997:22 s 298

En budplikt, såsom en utvidgning av inlösenrätten i ABL 14:31, skulle också kunna motiveras med ett utvidgat minoritetsskydd, såtillvida att minoriteten kan åberopa sin rätt till inlösen tidigare.¹⁴² Jag ställer mig dock tveksam till att sådana utvidgningar inte skulle strida mot ABL. Minoriteten får ett relativt starkt skydd genom de minoritetsregler som finns i ABL, och det främsta syftet med 14:31 är att täcka upp när detta skydd faller, d v s när minoritetens ägarandel inte uppnår tio procent av aktierna.¹⁴³ Att ge minoritetsaktieägarna en möjlighet att kräva inlösen innan deras övriga minoritetsskydd fallit kan synas enbart förstärka skyddet. Så långt menar jag dock inte lagstiftaren velat gå. I slutänden måste det vara majoriteten som styr företaget och minoritetsskyddet torde inte kunna få bli hur starkt som helst.

Ovan behandlades möjligheterna att utvidga minoritetsskyddet. Departementschefens uttalande tyder på att svensk rätt för närvarande intar ståndpunkten att bolag i bolagsordningarna kan inta regler som utvidgar minoritetsskyddet i förhållande till vad som gäller i ABL.¹⁴⁴ Jag anser dock att det finns fog att i alla fall ifrågasätta hans motivering, och fråga sig om bolagen skall ha möjligheten att obegränsat utvidga minoritetsskyddet på bekostnad av majoriteten. Hans ställningstagande skulle visserligen legitimera utvidgningen utifrån minoritetens synpunkt, men det kvarstår fortfarande att avgöra huruvida övriga regler och principer i ABL kommer i kläm, och majoritetens försvagade ställning kan då enligt min mening knappast rättfärdigas.

Vidare kan en budplikt som påtvingar en ny ägare att lägga bud på resterande aktier tänkas strida mot syftet bakom att man *inte* utsträcker inlösenrätten även till fall när majoritetsägaren inte uppnått 90 procent men har ändå har tillräckligt för att kontrollera företaget.

Aktiekurser kan sjunka av flera olika skäl, som att en konkurrent tar över en marknad eller bolagets produkter visar sig generera lägre vinst än väntat, och i de flesta fall är detta faktorer som en minoritet har dålig insyn i, mindre möjligheter att påverka och mindre möjligheter att skydda sig mot. Jag är tveksam till att dessa och liknande kurspåverkande händelser borde skilja sig från ett affärsmässigt uppköp av kontrollerande del av ett bolag. Agerande från dominerande ägares sida är både en förutsättning för aktiemarknadens utveckling och en naturlig del i densamma. Uppköp torde således aldrig varken vara helt överraskande eller innebära ett destruktivt handlande. De dominerande ägarna behöver minoritetens riskkapital och det

¹⁴² Anders Fällman, (bilaga 2 till SOU 1990:1), menar att en reglering av motsvarande innebörd inte skulle inskränka aktieägarnas minoritetsskydd. Tvärtom, menar han, skulle deras skydd stärkas. Han säger att tillämpningen av 14:31 (dåvarande 14:9) inte skulle inskränkas. Han uttalar sig dock inte direkt om förfarandet kan tänkas strida mot grunderna i ABL, men ur det han skriver får man lätt uppfattningen att han anser så inte vara fallet.

¹⁴³ Se vidare kap 10.6

¹⁴⁴ Se ovan under kap 5.4

är därför viktigt att de garanterar minoriteten en dräglig ställning och därigenom får förtroende.

Det kommer alltid att finnas situationer där majoriteten missgynnar minoriteten, oavsett vilken lagstiftning som införs. För börsbolag i synnerhet ligger lösningen troligen i självsanering eftersom bolagens intressen i grunden överensstämmer med samhällets.¹⁴⁵

Påverkan på fria överlåtbarheten

Lagstiftaren är noga med att betona den frihet som är grunden till hela aktieägandet: en frihet att fritt kunna köpa och sälja aktier. Frågan uppkommer då i vilken omfattning man internt i företaget kan binda villkor till förvärv av aktierna. Budplikt ger troligen konsekvensen att många företagsförvärv som annars skulle bli av inte genomförs.¹⁴⁶ På så sätt begränsar en bestämmelse om budplikt överlåtelsen, och skulle följaktligen strida mot den grundläggande principen om fri överlåtelse.¹⁴⁷ Det blir också svårare för den som äger aktier, framförallt den som sitter på stora, s k ”kontrollerande” poster, att sälja dessa. Här uppkommer en liknande situation som den som gäller inlåsnings av minoritetsägarna. Andra anser att frågan om budplikt inte rör rätten att fritt överlåta aktier. Motiveringen är bl a att den som erbjuds köpa aktier kan avstå från detta, samt den som tvingas lägga budet känner till villkoren i förväg.¹⁴⁸

Avgörande för huruvida budplikt strider mot principen om fri överlåtelse är hur man tolkar rätten att överlåta aktier när man vill, till vem som helst och i vilken omfattning som helst. Budplikten innebär att man som villkor till ett förvärv förbinder sig att lägga bud på ytterligare aktier, och frågan uppkommer då om det strider mot nämnda rättigheter. Flera av de argument som används för att begränsa överlåtelser, som att främja konkurrens eller hindra oönskade nya aktieägare är inte godtagbara som motiv för att försvara budplikten såsom omsättningsinskränkande.

ABL förbigår med tystnad förköps- och samtyckesklausuler i bolagsordningen. Den enda begränsningen av överlåtelsefriheten ABL godtar är hembudsklausuler. En förköps- eller samtyckesklausul i en bolagsordning behandlas som ogiltig, trots att något uttryckligt förbud mot sådana bestämmelser inte förekommer. Det ligger nära till hands att

¹⁴⁵ Bergström m fl i Ekonomisk Debatt 1993, årg 21, nr 2, s 143

¹⁴⁶ SvD 20/7 1986

¹⁴⁷ Urwitz anser att aktiebolagslagen omöjliggör införandet av budplikt eftersom det kränker aktiernas fria överlåtbarhet. Budplikt skulle därför vara direkt olaglig. DI 24/6 1993.

¹⁴⁸ Se uttalande av Advokat Per Björkman under Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 252

behandla bestämmelse om budplikt i bolagsordningen på samma sätt.¹⁴⁹ Detta dock under förutsättning att budplikt kan antas strida mot den fria överlåtelseätten.

De förslag Aktiebolagskommittén har lagt fram vad gäller ändringar i bl a hembudet grundas i den brist kommittén menar finns i gällande lagstiftning. Kommittén konstaterar att lagen uttömmande tar upp de begränsningsmöjligheter som tillåts enligt gällande rätt.¹⁵⁰ Det motiverar också, menar jag, att det blir svårt att finna utrymme för en budplikt inom de ramar lagen idag ställer upp. Kommittén föreslår ändringar i de regler som gäller för hembud, förköp och samtycke, men anser inte att en lagstadgad budplikt bör införas.¹⁵¹ Sammanfattningsvis kan sägas att kommitténs ställningstagande utmynnar i att någon ytterligare inskränkning av överlåtelseätten inte får göras utan lagändring samt att budplikt inte är fullt motiverat på den svenska marknaden. Jag menar då att en budplikt reglerad i enskilda bolags bolagsordningar inte överensstämmer med de slutsatser vilka kommittén kommit fram till.

Vad gäller begränsningar av överlåtelseätten synes klart att alla regleringar som till för stor del inskränker denna inte accepteras att införas i bolagsordningen, om inga andra syften kan anses väga tyngre. Flera gånger accepteras inte begränsningar med hänvisning till regler som redan finns och som anses tillräckliga. Om budplikt ses som en utvidgning av de regler som finns i ABL är det tveksamt om de borde tillåtas i en bolagsordning.

Utvidgad tvångsinlösen

När aktieägare innehar mer än 90 procent av aktierna och rösterna i ett bolag har minoriteten rätt att kräva att deras aktier löses in.¹⁵² En budplikt skulle ge denna reglering en delvis ny innebörd och ge minoriteten en form av dubbelt skydd.

Ett av syftena med bestämmelsen i ABL 14:31 är att skydda minoritetsägarna när deras skydd enligt ABL i princip bortfallit i och med att deras aktieinnehav är mindre än tio procent.¹⁵³ Om budplikten istället skulle utformas såsom en rättighet för minoritetsägarna att få sina aktier

¹⁴⁹ Bökmark/Svensson, *Aktiebolagslagen*, s 34. Se även Svensson under Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 251

¹⁵⁰ Se ovan under kap 8.3.12

¹⁵¹ SOU 1997:22 s 302

¹⁵² ABL 14:31

¹⁵³ Se ovan kap 6

inlösta så fort någon förvärvat mer än exempelvis 30 procent av rösterna i bolaget, uppkommer frågan hur detta strider mot ABL:s regler om tvångsinlösen i 14:31.

Utgångspunkten är att regleringen i 14:31 primärt inriktar sig på kapitalägandet, d v s andelen aktier respektive ägare innehar. Budplikten rör enbart röstägandet. Trots denna diskrepans föreligger fortfarande frågan hur en budplikt påverkar tillämpningen av 14:31, och kanske ännu mer intressant, huruvida en budplikt överensstämmer med regleringen i 14:31. I de bolag där aktierna har lika röstvärde spelar diskrepansen ingen roll. I övriga bolag kvarstår det faktum att minoriteten dels erhåller ett skydd genom rättigheten att kräva tvångsinlösen, dels skulle få en ytterligare möjlighet att kräva inlösen enligt budplikten. Aktiebolagskommittén föreslår att 14:31 görs om såtillvida att kravet på rösträttsinnehav tas bort och att det endast krävs ett kapitalägande på nio tiondelar.¹⁵⁴ Budplikten skulle, om det förslaget bifalls, medföra att minoriteten får ett skydd i fall där de redan uppfyller kraven för minoritetsrättigheterna i ABL. De kan alltså kräva inlösen enligt budplikten trots att de enligt 14:31 inte anses behöva denna möjlighet.

Gränsdragningen vid tio procent motiverades av utredningen till 1944 års AL enligt följande: ”rätten till inlösen synes böra föreligga vid den gräns, där det skydd för de enskilda aktieägarna upphör som minoritetsrättigheterna innebära”.¹⁵⁵ Inskränkning i överlåtelseätten motiveras här av en sammanjämkning av två intressen, nämligen möjligheterna att utveckla och driva företaget utan minoritetens påverkan samt minoritetens behov av skydd när deras minoritetsskydd enligt ABL bortfallit. Att införa en budplikt innebär i princip att en minoritet över tio procent kan kräva inlösen. Detta går, enligt min mening, utanför motivet till inlösenrätten i 14:31 och frågan uppkommer då om det inte står i strid med lagens intentioner, nämligen att kravet på inlösen skall vara ett sista minoritetsskydd när tio procentigt ägande underskridits. Även om man kommer fram till att minoritetens stärkta skydd är godtagbart faller det andra ledet i inlösenrätten, nämligen att majoriteten skall ges en möjlighet att bli av med en ”besvärlig” minoritet. Detta intresse finns inte i samma omfattning om minoriteten äger mer än tio procent. De kan då fortfarande göra sina minoritetsrättigheter gällande.

Vilken betydelse kommer då 14:31 få om budplikt införs i bolagsordningen? Bolagen stadgar i sina bolagsordningar att oavsett vad som föreskrivits skall 14:31 gälla enligt sin lydelse (§5).¹⁵⁶ Jag ställer mig tveksam till innebörden av stadgandet, med tanke på att det, enligt det ovan sagda, är tveksamt om 14:31 kan gälla enligt sin lydelse om en budplikt införs. Frågan är vilket syfte bolagen har att påpeka gällandet av tvångsinlösenreglerna. Att 14:31 *inte* skulle gälla genom införandet av budplikten förefaller egendomligt,

¹⁵⁴ SOU 1997:22 s 255 f

¹⁵⁵ SOU 1941:8-9 s 611

¹⁵⁶ Sandvik och Skanska stadgar att 14:9 skall gälla enligt sin lydelse, vilket är tidigare betäckningen på nuvarande 14:31. Se vidare not 135

eftersom detta stadgande är tvingande såtillvida att det inte kan frångås i bolagsordning till nackdel för minoriteten.

Genom förslaget på ändrade regler vad gäller majoritetsägandet ville aktiebolagskommittén undvika ett glapp mellan de positiva minoritetsrättigheterna och möjligheterna till inlösen. Att utvidga minoritetsskyddet såtillvida att inlösenrätt skulle föreligga vid ett ännu tidigare stadium, var aldrig under diskussion. Det betonades att minoritetens skydd behövde utsträckas utöver vad som gäller enligt gällande rätt, men gränsen drogs vid att komplettera de regler som finns idag. Ett dubbelt skydd var aldrig aktuellt.¹⁵⁷

ABL 14:31 ger minoritetsaktieägarna möjlighet att få sin aktier inlösta. En majoritetsägare som vill undgå inlösenkyldighet kan begränsa sitt innehav till under 90 procent, med följderna att minoriteten kan försvåra den löpande driften av bolaget. Det är en avvägning av för- och nackdelar som förvärvaren måste göra, och en valmöjlighet som ABL:s regelverk ger. Denna möjlighet försvinner delvis vid en budplikt och 14:31 får då en annan innebörd. Det är därför tveksamt om en budplikt kan förenas med en intakt tillämpning av ABL 14:31.

Förslaget om tillåtna samtyckesklausuler i bolagsordningen avvisades då det hindrade överlåtelseätten i alltför hög grad, samtidigt som de låg nära reglerna om inlösenrätt. De senare bestämmelserna räckte menade man, och det var onödigt att ha båda regelkomplexen.¹⁵⁸ Kanske kan man här dra en parallell till budplikten vilken också är en utvidgning av inlösenrätten, och med stöd i detta se budplikt i bolagsordningar såsom en ”onödig” bestämmelse.

Likabehandling

Kravet att alla aktieägare skall behandlas lika vid budsituationer och uppköp används ofta som argument för budplikten. Vad man avser då är en tillämpning av den i ABL 3:1 uttryckligen stadgade likhetsprincipen, vilken rör aktiernas rätt i bolaget. I och med att alla aktier skall behandlas lika, följer, menar förespråkarna, att alla aktieägare också skall behandlas lika i budsituationer.

De aktiebolagsrättsliga principerna, i motsats till den ovan beskrivna ”aktiemarknadsrättsliga”¹⁵⁹, gäller, vad jag i sammanhanget kallar

¹⁵⁷ SOU 1997:22 s 255 f. Se även ovan under kap 6

¹⁵⁸ Se ovan kap 8.3.11

¹⁵⁹ Se ovan under kap 7

bolagsinternt, d v s mellan bolaget och dess ägare. De gäller inte gentemot tredje man i den meningen att de skulle reglera hur exempelvis en potentiell framtida ägare är skyldig att agera.

Det har diskuterats huruvida en aktieförvärvare vid en budgivning måste behandla alla aktieägare lika som ett utslag av likhetsprincipen i ABL 3:1. Regleringen i 3:1 gäller aktiernas rätt i bolaget och kan inte anses omfatta offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Frågan är om något generellt krav på likabehandling kan åberopas. Det generella stadgandet i 9:16 och även den allmänt gällande principen om likabehandling i aktiebolagsrätten torde även de gälla bolagsinternt. Om rekommendationer från exempelvis NBK om likabehandling grundar sig på de associationsrättsliga principerna är det, på grundval av det som sagts, en alltför vid tillämpning av dessa.¹⁶⁰ Krav på likabehandling från utomståendes sida får istället uppställas som fristående principer i aktiemarknadsrekommendationer o dyl.

HD har i "företagsfinansmålet"¹⁶¹ diskuterat frågan om likabehandling av aktieägare och hävdar att det förekommer en likabehandlingsplikt även i budsituationer. Detta trots att det ligger utanför den formella betydelsen av NBK:s rekommendationer. Det är oklart om HD resonerar utifrån den i ABL stadgade eller generella principen, men är så fallet är det tveksamt vilken bärkraft resonemanget har.¹⁶²

Likabehandlingskravet i ABL har alltså ett företagsinternt tillämpningsområde. Att utsträcka det till att även omfatta budsituationer är tveksamt. NBK stadgar i sina rekommendationer att alla aktieägare vid ett uppköp skall behandlas lika, d v s lika aktier skall ge lika villkor.¹⁶³ Däremot finns inga bestämmelser om någon budplikt, och att utsträcka likabehandlingsprincipen så långt att den skulle legitimera en budplikt är att utvidga tillämpningsområdet för mycket.¹⁶⁴ Motiveringen skulle vara att den som köpt aktier i ett bolag sedan skall behandla övriga ägare på samma sätt som dem man förvärvat aktierna från, något som troligen inte kan krävas. Enligt aktiebolagskommitténs uppfattning bygger ett krav på likabehandling som stöd för en budplikt på en missuppfattning av den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipens innebörd.¹⁶⁵

¹⁶⁰ Bergström, Högfeldt och Samuelsson, TFR 1994, s 146 f, vilka riktar kritik mot synsättet att ABL:s krav på likabehandling skulle sträcka sig utanför bolaget.

¹⁶¹ NJA 1985 s 343

¹⁶² Bergström m fl kritiserar detta med stöd i ovan förda resonemang. Vad gäller möjligheten att HD velat utsträcka likhetsprincipen utöver den interna relationen uttalar de: "en så oförbehållslös utvidgning av likhetsprincipen kan emellertid knappast ha föresvävat HD och det går för övrigt inte att finna något stöd för en sådan tolkning i domskälen", TFR 1994, s 149

¹⁶³ NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1988) II:5. SOU 1997:22 s 298 f

¹⁶⁴ SOU 1997:22 s 298 f

¹⁶⁵ SOU 1997:22 s 297. Se även i Bergström m fl i TFR 1994, och Urwitz i DI 24/6 1993

Ägarnas begränsade ansvar eller principen om ”fullgjord skyldighet”

ABL 1:1 stadgar att ”i aktiebolag svarar delägarna ej personligen för bolagets förpliktelser.” Ett utfall av denna grundläggande aktiebolagsrättsliga princip om ägarnas begränsade ansvar är att aktieägare, efter att betalt för sin aktie inte är skyldig att göra ytterligare tillskott till bolaget genom att teckna sig för ytterligare aktier. Den lagstadgade garantin för aktieägarna att inte behöva ansvara för mer än det inbetalade kapitalet infördes genom 1895 års aktiebolagslag.¹⁶⁶ Tidigare var det möjligt att i exempelvis bolagsordningen ha bestämmelser om tillskottsplikt för aktieägarna.¹⁶⁷ En bestämmelse i bolagsordningen som ålägger aktieägare ytterligare förpliktelser torde följaktligen sakna verkan mot aktieägaren.¹⁶⁸

Kan en reglering i bolagsordningen som utan uttryckligt lagstöd ålägger aktieägaren en skyldighet att lägga bud på resterande aktier av samma anledning förklaras ogiltig i förhållande till nye ägaren? Principen om ”fullgjord skyldighet” gäller framförallt i samband med bolagets bildande samt rör frågan om ägarnas ansvar och är ett utfall av principen om att aktieägaren endast svarar med det redan insatta kapitalet. Aktieägaren har, genom att betalt för de aktier han innehar, fullgjort den skyldighet som åligger honom i fråga om kapitaltillförsel till bolaget. En budplikt ålägger honom att, om budet accepteras, erlagga ytterligare betalning. Denna förpliktelse ger dock en motprestation till samma värde som det erlagda kapitalet vilket ger en lite annorlunda situation än ren tillskottsplikt. En jämförelse är ändå intressant att göra. Att tvinga någon att förvärva ytterligare aktier, oavsett vem det är från, innebär därmed en skyldighet som tveksamt stämmer överens med principen om aktieägarnas begränsade ansvar och att de inte skall behöva göra ytterligare tillskott efter fullgjord betalning. Kravet på fri omsättning av aktier tillsammans med det begränsade ansvaret för ägarna indikerar att en förvärvare har rätt att köpa det antal aktier han önskar utan att kunna åläggas ytterligare tillskotts- eller förvärvsförpliktelser.

¹⁶⁶ Peterson, *Hallsberg-Motala-Mjölby järnvägsaktiebolag mot A. O. Wallenberg och frågan om aktieägares begränsade ansvar*, s 462

¹⁶⁷ Peterson, *Hallsberg-Motala-Mjölby järnvägsaktiebolag mot A. O. Wallenberg och frågan om aktieägares begränsade ansvar*, s 433 ff, om järnvägsaktiebolags bolagsordning och reglering in denna om tillskottsplikt.

¹⁶⁸ Bökmark/Svenson, *Aktiebolagslagen*, s 34. Se även Svensson under Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 251

Jämförelse med hembudet

Budplikt jämförs ofta med hembudet, vilket tillåts enligt ABL. Syftet med hembudet är i första hand att skydda stiftarna av ett aktiebolag från att vem som helst köper in sig i företaget. Det eventuella minoritetsskydd som kan sägas motivera hembudet får anses subsidiärt. Eftersom minoritetsskyddet används som huvudargument för en budplikt är jämförelsen inte helt berättigad. Effekten av de båda regleringarna synes överensstämma, men motiven skiljer sig delvis åt. Vi har sett att diverse begränsningar av överlåtelsefriheten accepteras om syftet kan anses väga tyngre än överlåtelsefriheten, vilket exempelvis var fallet med bankverksamheten och tidigare regleringar om bundna aktier. Hembudet bör därför enligt min mening inte användas som argument för varför budplikt bör accepteras i bolagsordningar. Ytterligare en aspekt är det faktum att lagstiftaren valt att reglera hembudet såsom en tillåten begränsning, medan man avsiktligt utelämnat andra begränsningsmöjligheter som exempelvis samtyckes- och förköpsklausuler. Lagens reglering om hembud bör därför ses som en uttömmande reglering av i vilken form lagstiftaren accepterar en begränsning av den fria överlåtelseätten i bolagsordningar.

God sed på aktiemarknaden

Bedömningen om huruvida budplikt i bolagsordning kan accepteras kan i slutänden, om det inte kan antas strida mot ABL, komma att helt handla om huruvida det strider mot god sed på aktiemarknaden. Detta är omöjligt att generellt säga, utan bedömningen får göras i varje enskilt fall utifrån de omständigheter som föreligger. Äventyras syftet eller tankarna bakom reglerna om aktiebolag är det uppenbart att en reglering kan strida mot god sed. AMN har som nämnts uttalat sig om god sed angående Sandviks bolagsordning, och ansett att budplikten visserligen inte var lämplig, men kunde i det här fallet inte konstatera att den stred mot ”god sed”. Uttalandet tyder, enligt min mening, på att även om budplikt inte strider mot ABL kan den i vissa fall tänkas strida mot god sed på aktiemarknaden om omständigheterna är annorlunda än de var i fallet med Sandvik.

36 § AvtL

En avtal som innehåller en sidoförpliktelse torde kunna anses oskäligt om sidoförpliktelsen är så betungande att huvudavtalet blir orimligt att ingå. Möjligheten, eller i sammanhanget bättre uttryckt, risken, att behöva köpa hela det företag i vilket man är intresserad att köpa en kontrollerande aktiepost kan ses som orimligt betungande. Även om inte en reglering om budplikt kan fastslås strida mot ABL eller annars god affärssed kan den sägas nagga i kanten av vad som är aktiebolagets bakomliggande tanke. Avtalsvillkor som motarbetar ett system av rättigheter, skyldigheter och möjligheter ligger nära till hands att anse som stridande mot god sed och således inte önskvärda att ha med i avtalsregleringar. Till saken hör att en bolagsordning är ett avtal med sakrättslig verkan mellan avtalsparterna i den betydelsen att den binder även framtida aktieägare, och bör följaktligen ses med striktare synsätt än ”vanliga” avtal. Det kan inte sägas med säkerhet huruvida budplikt i en bolagsordning generellt kan ses som oskälig och jämkas eller lämnas utan avseende enligt 36 § AvtL, utan en prövning måste ske i varje enskilt fall. Det måste dock observeras att en bolagsordning kan underställas en prövning enligt 36 § och att budplikt i vissa fall kan ses som på gränsen till oskälig gentemot ny aktieägare.

Budplikten handlar om att en presumtiv ägare åläggs förpliktelser, genom vilka han binds både gentemot företaget och tredje part. Det är tveksamt att denna avtalsmöjlighet skall tillåtas när det gäller aktiehandel.

Vad gäller god affärssed i generalklausulens mening uttalade departementschefen att domstolarna skall ha en fri prövningsrätt, och att lagtexten inte bör ange ”gott affärsskick” eftersom prövningen då skulle komma att utgå från redan etablerade synsätt i berörda affärskretsar.¹⁶⁹ Att AMN konstaterar att budplikten inte stred mot god sed kan således inte ges större betydelse än att det är nämndens ståndpunkt i det enskilda fallet.

En intressant tanke är att ge 36 § större tillämpning om det skulle vara en privatperson eller mindre bolag som ”drabbades” av budplikten. Generalklausulen har som främsta tillämpningsområde förhållanden mellan näringsidkare och konsumenter, och ju svagare aktieägaren är i förhållandet desto större vikt kan läggas vid tolkningen enligt 36 §. Aktieförvärvare av kontrollerande del av ett bolag torde sällan utgöra ”svagare” part, men även om parterna är jämnstarka är generalklausulen självklart tillämplig, och prövningen utgår då endast från villkorets utformning och tillämpningsområde.¹⁷⁰

¹⁶⁹ Prop 1975/76:81 s 238

¹⁷⁰ Prop 1975/76:81 s 238

Kan förekomsten av aktieägaravtalet påverka vilka klausuler som tillåts i bolagsordningen?

Lagstiftaren tillåter att man har regleringar i aktieägaravtal vilka inte tillåts i bolagsordningen. En intressant tanke är om det förhållandet kan få någon betydelse för vilka regleringar som i slutänden tillåts i bolagsordningen. Om det inte är praktiskt möjligt att ta med en reglering i avtalet, kan detta då ge en annan syn på huruvida man borde få ha den i bolagsordningen? Ett intressant förhållande mellan aktieägaravtal och bolagsordning är alltså om praktiska hinder för avtal ger större möjligheter för reglering i bolagsordning. Troligtvis är så inte fallet, men å andra sidan tas det ofta med i beräkningen att man kan ta in regler i avtal när man inte accepterar att ha det i bolagsordning. I Sverige accepterar man avtal i hög utsträckning, och det är inte omöjligt att ABL:s strikta inställning till vilka begränsningar i den fria överlåtelseätten som kan accepteras i bolagsordningen till stor del beror på att det finns en möjlighet att reglera det i avtal. Utan avtalsmöjligheten hade troligen mer accepterats i bolagsordningar. Frågan hade i så fall handlat om huruvida det är praktiskt möjligt att reglera budplikt i aktieägaravtal. Jag skall inte undersöka denna fråga djupare utan bara peka på att aktieägaravtalets existens och dess omfattning eventuellt kan påverka vad som kan tas in i bolagsordningen

Rättsverkningar av en budplikt

Utgångspunkten är att en förvärvare binds av de bestämmelser och begränsningar som finns i bolagsordningen. Det följer av ”en allmän och på naturliga skäl grundad regel, att den, som förvärvar aktie i ett bolag, måste underkasta sig de bestämmelser bolagsordningen innehåller och att han alltså handlar på egen risk, om han underlåter att skaffa sig kännedom om bolagsordningens bestämmelser”.¹⁷¹

Det kan inträffa att PRV genom förbiseende registrerar en otillåten bolagsordningsbestämmelse. Bestämmelsen är dock alltså olaglig och får inte tillämpas. Registreringen gör följaktligen inte det olagliga lagligt.¹⁷²

Börsrättsliga frågor prövas av domstol enligt avtalsrättslig, skadeståndsrättslig och straffrättslig lagstiftning. Det är tveksamt om den

¹⁷¹ Sandström, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, s 281

¹⁷² Birke, *Bolagsordning i aktiebolag*, s 23

som förvärvat aktier i en sådan omfattning att budplikt föreligger enligt bolagsordningen av domstol kan åläggas att fullgöra budplikten.¹⁷³ Skulle domstolen finna en bestämmelse om budplikt olaglig, ogiltigförklaras den och klausulen upphävs. Även om domstolen inte skulle finna klausulen olaglig kan den, om den anser att klausulen på avtalsmässiga grunder är för betungande och därmed oskälig, ogiltigförklara eller jämka den. I dessa fall är det dock viktigt att komma ihåg att bolagsordningens innehåll anses kommit till förvärvarens kännedom oavsett om han faktiskt läst den, och följaktligen anses han medveten om de förpliktelser han kan komma att åläggas. Frias förvärvaren från förpliktelsen får bestämmelsen om budplikt i realiteten ingen verkan.

Avgörande är i slutänden vilket ställningstagande domstolen gör i frågan om huruvida bolagsrättsliga regler överträds av budplikten

¹⁷³ Bökmark/Svenson, *Aktiebolagslagen*, s 32, se även hänvisning i Jonsson i JT1996-97:4, s 898. Vad de grunder sitt ställningstagande på framgår inte. Se även uttalande av Bo Svensson under Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993, s 250

Avslutning och sammanfattande kommentarer

Vad gäller frågan om lagstadgad budplikt kan konstateras att debatten går vidare och att händelser liknande den ovan nämnda i Trustor ger förespråkarna nya argument i diskussionen. Lydelsen i det föreslagna EU-direktivet har ändrats, och när det gäller utvecklingen inom EU finns incitament att en budplikt inte kommer att krävas av medlemsstaterna. Sverige har dessutom en lagstiftning med relativt starkt minoritetsskydd vilket gör det troligt att vi inte behöver införa lagstadgad budplikt för att uppfylla EU:s krav om minoritetsskydd.

Det är inte säkert att de avsedda effekterna uppnås med en lagreglerad budplikt, och i vissa fall kan de uppnås på andra sätt. Budplikten i London har exempelvis inte fått den avkylningseffekt på stora uppköp som delvis var avsikten.¹⁷⁴ När AGA köpte 67 procent av Tresor sjönk kursen på Tresoraktierna ordentligt, men AGA var medveten om att minoriteten misshandlades och inom kort lade man ett bud på resterande aktier.¹⁷⁵ En dylik ”självsanering” av missbehandlade minoriteter får samma effekt som en lagstadgad budplikt, och är dessutom att föredra då den sker på frivillig basis.

För att kommentera händelser av den typ som inträffat i Trustor kan konstateras att det i princip bara var ekonomiska brottslingar som tog ut pengar ur bolagets kassa. Det kan vilken firmatecknare som helst göra. Budplikt skulle, hävdas i debatten, förhindra detta. För att aktieägarna skulle sälja sitt innehav enligt budet, måste nye ägaren, samt hans förvärv framstå som mycket oseriöst. Man kan fråga sig hur ofta en storköpare lägger ett sådant bud? Gör han det lär ju aktieägarna lämna bolaget genom att försöka sälja ut över börsen. Debatten kring Trustor har enligt min mening lite fel syn på vilka problem budplikt kan lösa. Plundring av bolag kan ske ändå och det måste hindras genom andra bolagsrättsliga regleringar. Dessutom är att märka att bolag i Trustors storleksordning är relativt sett små och att det är farligt att lagstifta utifrån händelser som sker i sådana mindre företag. Det är viktigt att se till hela marknadens behov, risken att skada stora företag samt i slutänden vilka kostnader dylika regleringar kan leda till. Man får inte stirra sig blind på sådana händelser, de kan alltid inträffa.

Oavsett om budplikt införs i lag eller i bolagsordning är det viktigt att vara medveten om de möjligheter som finns att genom avtal kringgå bestämmelsen. Trots ett procentuellt mindre innehav kan ägare genom avtal försäkra sig om den faktiska dominerande makten, t ex genom att

¹⁷⁴ SvD 20 juli 1986

¹⁷⁵ SvD 20 juli 1986

tillförsäkra sig platser i styrelsen eller rent av ordförandeposten. En reglering om budplikt måste således, för att få avsedd effekt, täcka alla de fall då någon genom aktieinnehav, avtal eller på annat sätt, ensam eller tillsammans med någon som han samverkar med, uppnår faktisk kontroll i bolaget. Var denna gräns procentuellt bör gå torde vara av sekundärt intresse. Denna kringgåendemöjlighet ligger bakom att börserna i Danmark funderar på att riva upp nuvarande bestämmelser om budplikt.

Jag avser inte ta ställning i frågan om budplikt bör lagregleras då det inte är det främsta syftet med arbetet, och dessutom i grunden handlar om ekonomiska aspekter samt avvägningar mellan dessa och juridiska rättigheter. Den grundläggande frågan i föreliggande arbete är i stället huruvida bolagen skall ges möjlighet att införa budplikt i bolagsordningen.

Budplikt i bolagsordningen motiveras vanligen med behov av minoritetsskydd, men är nog för vissa bolag snarare en metod att hindra fientliga förvärv. Risken för fientliga företagsförvärv nämns som ett allmänt motiv bakom att tillåta begränsningar i den fria överlåtelseätten. Som sådan åtgärd är budplikten enligt många en omdiskuterad och tveksam metod. Till skillnad från exempelvis de amerikanska och engelska marknaderna är sådana dock relativt sällsynta på den svenska marknaden.

Många menar att budplikt är en tveksam reglering dels att införa i bolagsordningen, dels att ha i bolag som är registrerade på börserna. Att många är tveksamma tyder på att frågan rör ett gränsland för vad som är tillåtet enligt ABL. Det finns också förespråkare som hävdar att budplikt klart strider mot ABL. Frågan är när, och eventuellt om, gränsen för det tillåtna har överskridits, och i slutändan får man troligen se till omständigheterna i det enskilda fallet.

Det ligger enligt min mening nära till hands att anse att budplikt strider mot den fria överlåtelseätten och därmed även ABL. Tvångsinlösenreglerna och syftet bakom dessa sätter också budplikten i en tveksam situation. Lika som vad gäller övriga minoritetsskyddsregler finns det ett behov av att inte enbart se till minoriteten, utan även beakta majoritetens ställning. Med detta menar jag att det argument som många anser vara det största motivet till införande samt rättfärdigande av en budplikt, nämligen minoritetsskyddet, inte får beaktas isolerat från andra skyddsregler i ABL.

Aktierna skall vara fritt omsättningsbara. Det skall alltså inte finnas några begränsningar i möjligheten att överlåta aktier. Avgörande blir då hur strikt man tolkar detta. En storägare som vill köpa kontrollen i olika bolag kommer kanske undvika de bolag som har en reglerad budplikt. Förvärvet skulle således styras av denna reglering och en helt fri handel skulle inte förekomma. En inskränkning av möjligheterna att överlåta aktier kan alltid anses vara för handen så fort någon, som direkt följd av budplikten, inte genomför ett förvärv han annars skulle gjort. Denna relativt strikta tolkning

är enligt min mening i alla fall inte i strid med lagstiftarens intentioner bakom principen om aktiers fria överlåtbarhet.

Aktier skall således fritt kunna överlätas och förvärvas. Däri borde ligga att ett förvärv skall ske helt frivilligt, d v s att ingen kan påtvingas att förvärva aktier eller påtvingas att sälja sina aktier. För att ”friheten” bli innebär detta talar det faktum att ABL stadgar att överlåtelse- och förvärvsfriheten endast får begränsas genom hembud. Hembudet innebär att någon (den nye förvärvaren) tvingas sälja sina aktier, och följaktligen ett avsteg från att man inte kan tvingas till detta. Budplikt rör den andra sidan av transaktionen, nämligen förvärvet. Någon (en ny förvärvare, tillika ny aktieägare) tvingas lägga bud på ytterligare aktier och vidare, om detta bud accepteras, tvingas förvärva ytterligare aktier. Således strider det mot fria (och närmare frivilliga) förvärvsrätten på samma sätt som hembudet strider mot den fria (frivilliga) avyttringsrätten. I det ena fallet (hembudet) tvingas man efter förvärv sälja sina aktier, i det andra (budplikten) tvingas man efter förvärv köpa ytterligare aktier. Vari ligger skillnaden sett utifrån regleringen i ABL; ”aktie kan fritt överlätas och förvärvas”?

Rösträttsbegränsningen i ABL infördes i första hand såsom ett minoritetsskydd i den meningen att större ägare inte skulle kunna styra utan begränsningar. Bestämmelsen gjordes dock dispositiv med följden att de flesta bolag avtalade bort den, och regeln har idag i princip tappat sin betydelse. Behovet av att kunna skapa större ägarkoncentrationer ansågs för stort. Ett införande av budplikt skulle på samma sätt motiveras av ett minoritetsskydd på bekostnad av möjligheten av att skapa stora ägarkoncentrationer. Anses inte behovet av ägarkoncentrationer stort här?

En bestämmelse hos ett enskilt bolag som förpliktigar aktieägare att köpa ytterligare aktier väcker lite anstöt i olika hänseenden. Det är tveksamt om en sådan reglering i sitt bolagsrättsliga sammanhang kan anses skälig enligt vanliga avtalsrättsliga regler. Även principen om det begränsade ansvaret i dess olika utformning ligger i vägen för att ålägga enskilda aktieägare ytterligare förpliktelser.

Det är viktigt att se bestämmelsen om budplikt i sitt sammanhang, d v s tillsammans med övriga klausuler i bolagsordningen, innan det är möjligt att fastställa om lagstridighet föreligger. Även om överlåtelsefriheten inte påverkas kan en budplikt vara lagstridig eller i vart fall strida mot god sed på aktiemarknaden. En sådan prövning måste göras utifrån alla de rättigheter och bestämmelser den påverkar. En alltför tunn motivering måste ifrågasättas, som t ex Urwitz’ åsikt att budplikt strider mot ABL, eller AMN:s uttalande att den inte strider mot god sed. Båda dessa uttalanden är enligt min mening vaga ställningstaganden, och därför vanskliga att sätta för stor tilltro till, utan ytterligare motivering eller insyn i bakomliggande utredning.

Vad gäller rättsverkningarna av en registrerad budplikt har domstol i slutänden att avgöra huruvida regleringen överensstämmer med lag. Några bolag har fått bolagsordningar med budplikt registrerade, av vilket, kan man tycka, borde följa att lagstridighet inte är för handen. Det är dock svårt att säga hur ingående prövning PRV, och även Fondbörsen, gjort och hur mycket de har förlitat sig på de skäl och motiveringar bolagen lagt fram. Som PRV också säger kommer budpliktens faktiska rättsverkningar styras av det ställningstagande regeringen och i slutändan riksdagen gör.

Det är intressant att fundera över scenariot att samtliga bolag på börsen skulle införa budplikt i sina bolagsordningar med innebörden att om en ny ägares aktieinnehav överstiger 20 procent av rösterna är han skyldig att, vid begäran, kontant lösa in övriga aktier. Skulle detta bidra till att ge ett starkare minoritetsskydd? Troligen inte, risken finns att stora investerare söker upp andra kapitalplaceringar, t ex utländska börser, något som minoritetsaktieägare knappast gynnas av. De stora bolagen idag kontrolleras av ägare som troligen inte enbart ser sitt aktieinnehav som en kapitalplacering utan även söker maktpositionen. Jag anser att det är viktigt att se budpliktens verkningar i ett större perspektiv än att bara konstatera huruvida det är acceptabelt att enstaka bolag inför det i bolagsordningen.

Hade en budplikt funnits på den svenska aktiemarknaden tidigare hade en uppenbar krympningseffekt inträtt. Flera stora bolag hade troligen försvunnit från börsen om de företagsuppköp som skett genomförts med en lagstadgad budplikt.¹⁷⁶ I England har regeln funnits i ungefär 30 år, men dess företagsmarknad har aldrig varit något föredöme för industriell effektivitet. Sverige bygger sin företagskultur på stark kontroll och att ett stort ansvar ligger på ledningen. En lösning skulle kunna vara att tillämpa regler, liknande de i England, men anpassa dem till svensk aktiemarknad. Vid en jämförelse med andra länder är det viktigt att komma ihåg att det väsentliga är att börsetiken är genomtänkt och förankrad i varje lands ekonomiska kultur. Då medför den också respekt.

Med de associationsrättsliga regleringar vi har idag ser jag det som tveksamt om budplikt bör accepteras i bolagsordningar. Om det inte anses lämpligt att lagreglera om budplikt kan en lösning i framtiden vara att tillåta bolagen ett införa dylik reglering i sina bolagsordningar. Det måste dock observeras att det då, i alla fall enligt min mening, krävs ett reglerat undantag från ABL:s princip om aktiers fria överlåtbarhet, samt en översyn och ingående prövning av tvångsinlösenreglerna och minoritetsskyddet i aktiebolagsrätten.

¹⁷⁶ SvD 20 juli 1986

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

- Alhanko P, *Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag*, Rättsvetenskapliga Institutionens skriftserie, Handelshögskolan Stockholm
- Bergström m fl, *An analysis of the mandatory bid rule*, Working paper no 32, Stockholm, 1994
- Bergström m fl, *The optimality of the mandatory bid rule*, Working paper no 50, Stockholm, 1994
- Birke G, *Bolagsordning i aktiebolag*, 9:e uppl., Förlags AB Industrilitteratur, Göteborg, 1995.
- Bråthen T, *Personklausuler i aksjeselskaper*, Ad Notam Gyldendal 1996.
- Bökmark J m fl, *Bankboken, Kommentar till Bankrörelselagen m fl*, Fritzes AB, Stockholm, 1994.
- Bökmark J, Svensson B, *Aktiebolagslagen*, 13:e uppl., Tholin och Larssons Förlag, Göteborg, 1996.
- Kansmark J, Roos C M, *Aktieägaravtal*, 2:a uppl., Fritzes AB, Stockholm, 1994.
- Kedner G, Roos C M, *Aktiebolagslagen Del I, (1-9 kap)*, 5:e uppl., Norstedts Juridikförlag, Stockholm, 1995.
- Kedner G, Roos C M, *Aktiebolagslagen Del II, (11-17 kap)*, 4:e uppl., Norstedts Juridikförlag, Stockholm, 1991.
- Kristiansson B, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Juristförlaget, Stockholm 1996.
- Macey J, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, SNS Förlag, Stockholm, 1993
- Moberg K, Samuelsson P, *Börsrätt*, Norstedts Förlag AB, Stockholm, 1989.
- Nial H, Johansson S, *Svensk Associationsrätt i huvuddrag*, 6:e uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 1995. Peterson C, *Hallsberg-Motala-Mjölby järnvägsaktiebolag mot A. O. Wallenberg och frågan om aktieägares begränsade ansvar*, Festschrift till Jan Hellner, PA Norstedt & Söners Förlag, Stockholm, 1984.
- Rodhe K, *Aktiebolagsrätt*, 17:e uppl., Fritzes Förlag AB, Stockholm, 1995
- Roos C M, *Avtal och rösträtt*, Almqvist och Wiksells förlag AB, Uppsala, 1969
- Sandström J, *Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie*, PA Norstedt & Söners förlag, Stockholm, 1976.

Övrig ej refererad litteratur

- Sandström S, *Aktiemarknadens reaktion på större förvärv av aktier*, Occasional paper nr 54, Stockholm, mars 1994
- Högfeldt P, *Essays in Corporate Finance*, Stockholm School of Economics, 1993
- Abrahamsson O, m fl, *EG:s bolagsrätt*, Allmänna förlaget, Stockholm, 1991
- Kedner G, Roos C M, *Aktiebolagslagen Del II, (10-19 kap)*, 5:e uppl., Norstedts Juridikförlag, Stockholm, 1996
- Taxell L E, *Aktieägarnas rättsskydd*, Åbo, 1961

Tidskriftsartiklar

Skog R, *Budplikt?*, Juridisk Tidskrift 1993/94 nr 1
Jonsson T, *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk Tidskrift 1996/97:4
Bergström C, Högfeldt P, Samuelsson P, *Tidsskrift för rettsvetenskap* 1994
Bergström m fl, *Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt?* Ekonomisk Debatt 1993, årg 21, nr 2

Tidningar och tidskrifter

Svenska Dagbladet 20 juli 1986
Dagens Industri 24 juni 1993
Aktiespararen, 1990 nr 6-7, 1997 nr 12
Balans 1996 nr 6-7
FAR INFO 6/1996
Veckans affärer 1986 nr 4, 6, 10, 22, 23

Övrigt

Förhandlingar vid Nordiska Juristmötet i Köpenhamn 1993
NBK Recommendations, 2nd ed., Företagsjuridik, Stockholm 1995
NBK Rekommendationer ang Offentligt Erbjudande om Aktieförvärv 1988

Offentligt tryck

Sverige

SOU 1941:8-9 Förslag till lag om aktiebolag
SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m m
SOU 1974:83 Generalklausul i förmögenhetsrätten
SOU 1978:66 Andelsbolag, delbetänkande av 1974 års bolagskommitté
SOU 1988:38 Ägande och inflytande i svenskt näringsliv
SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden
SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv (med bilaga)
SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation
SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital

Prop 1975/76:81
Prop 1975:103
Prop 1979/80:143

Motion 1985/86:L 240

EU

Förslag till ett trettonde bolagsdirektiv från Europaparlamentet och Rådet om bolagsrätt vad avser övertagandebud. KOM(95) 416-SYN 186

Förslag till ett trettonde bolagsdirektiv från Europaparlamentet och Rådet om bolagsrätt vad avser övertagandebud. KOM(95) 655 Slutlig

Yttrande om ” Förslag till ett trettonde bolagsdirektiv från Europaparlamentet och Rådet om bolagsrätt vad avser övertagandebud” CES 876/96 (95/0341 COD)

Rådets Direktiv 79/279/EEG om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs

Rättsfall

NJA 1985 s 343

NJA 1972 s 29

NJA 1982 s 853

RÅ 1910 s 106

Rt 1995 s 1026

Bilaga A

Utdrag ur bolagsordningen för Sandvik AB antagen på bolagsstämma den 9 juni 1997.

§ 7

Aktieägare, som förvärvat aktier i Bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstetalet för samtliga aktieägarens aktier i Bolaget uppnått eller överskridit något av gränsvärdena $33 \frac{1}{3}$ procent eller 50 procent av det totala röstetalet för Bolagets samtliga aktier (lösningsskyldig aktieägare), är skyldig att efter begäran av annan aktieägare (lösningsskyldig aktieägare) i den utsträckning den lösningsskyldige aktieägaren begär förvärva dennes aktier – oavsett slag – i Bolaget. Förvärvspriset för aktierna skall motsvara det högsta av (1) den genomsnittliga börskursen – för det aktieslag beträffande vilket lösen begäres – på Stockholms fondbörs under de senaste fem börsdagarna före den dag som bolaget erhöll sådan anmälan som anges i nästa stycke, och (2) det vägda (efter antal) genomsnittspris som den lösningsskyldige aktieägaren betalt för de aktier oavsett aktieslag i Bolaget under en period av sex månader före den dag Bolaget erhöll nyss angivna anmälan.

Lösningsskyldig aktieägare, vars aktieinnehav i Bolaget kommit att uppgå till något av i första stycket angivna gränsvärden, skall senast inom sju dagar från förvärvet av den aktie som medförde att gränsen uppnåddes, skriftligen anmäla sådant förhållande till styrelsen under Bolagets adress. Det åligger därvid den lösningsskyldige aktieägaren att i anmälan uppge antal och slag av aktier han förvärvat under närmast föregående sexmånadersperiod ävensom det pris han betalt för olika aktieposter under perioden. Anmälan skall innehålla uppgift om den adress under vilken aktieägaren kan nås.

Styrelsen skall inom 30 dagar från den dag då anmälan inkommit till Bolaget eller då styrelsen för Bolaget eljest erhållit kännedom om att den lösningsskyldige aktieägarens aktieinnehav i Bolaget uppnått något av gränsvärdena informera aktieägarna i Bolaget om de rättigheter som tillkommer aktieägarna innefattande bl a när och på vilka villkor inlösen kan begäras. Informationen till aktieägarna skall ske dels genom brev som skall avsändas till varje aktieägare vars postadress är känd för bolaget, dels på det sätt som är angivet i bolagsordningen för kallelse till bolagsstämma.

Senast 30 dagar efter utgången av nyss angivna trettiodagarsperiod skall lösningsskyldig aktieägare, som önskar begära inlösen, göra framställan härom hos den lösningsskyldige aktieägaren enligt vad som angivits ovan, varvid i framställan skall anges det antal och slag av aktier som framställan gäller. Kopia av sådan framställan skall tillställas styrelsen. Görs ej sådan framställan inom nu angiven tid är lösningsrätten förlorad.

Lösningsskyldig aktieägare har rätt att återkalla sin framställan intill dess att lösen skett.

Därest aktieägare är juridisk person, skall, för beräkning av huruvida ovanstående gränsvärden uppnåtts och lösningsskyldighet sålunda uppkommit för aktieägaren, inräknas jämväl aktier som tillhör aktier i samma koncern som den lösningsskyldige aktieägaren ifråga. Med företag i samma koncern som den lösningsskyldige aktieägaren avses juridisk person som (1) kontrollerar den lösningsskyldige aktieägaren, (2) kontrolleras av den lösningsskyldige aktieägaren och/eller (3) kontrolleras av samma juridiska och/eller fysiska person som kontrollerar den lösningsskyldige aktieägaren. Med kontroll avses härvid sådant inflytande, som konstituerar moder-dotterbolagsförhållande enligt 1 kap 2 § andra stycket aktiebolagslagen (1975:1385) i dess lydelse den 22 maj 1992 eller som skulle ha konstituerat moder-dotterbolagsförhållande om situationen varit att bedöma enligt nämnda bestämmelser.

Skulle flera aktieägare vara lösningsskyldiga skall lösningsskyldigheten åligga dem i förhållande till det antal aktier envar innehar i Bolaget.

Med förbehåll för vad som stadgas i nästföljande stycke är lösningsskyldig aktieägare skyldig att senast 30 dagar efter det att annan aktieägare gjort framställan enligt fjärde stycket förvärva mot kontant betalning sådana av den lösningsskyldige aktieägaren i framställan angivna aktier.

Beträffande aktieägare, som genom förvärv av aktier eller andelar i juridisk person på sådant sätt att koncernförhållande konstitueras enligt vad i femte stycket stadgas kommit att, gemensamt med andra koncernbolag, äga aktier i Bolaget till sådant antal att det sammanlagda röstetalet för nämnda aktier uppnår eller överskrider angivna gränsvärden skall, oavsett vad ovan stadgas, lösningsskyldighet icke inträda tidigare än sex månader från den dag aktieägaren förvärvat den juridiska personen. Lösningsskyldigheten förutsätter vidare att aktieägare eller koncernbolag enligt femte stycket icke före sexmånadersperiodens utgång avyttrat aktier i Bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstvärdet för koncernens aktier i Bolaget underskrider 33 1/3 procent av det totala röstetalet för Bolagets aktier. Skulle aktieägaren eller koncernbolag enligt femte stycket efter aktieägarens förvärv av den juridiska personen förvärva aktier i Bolaget, så att det sammanlagda röstetalet för aktieägarens och den juridiska personens innehav av aktier i Bolaget ökar jämfört med vid tidpunkten, då sexmånadersperioden började löpa, skall dock lösningsskyldighet inträda enligt vad i föregående stycke stadgas.

Ändring av ovanstående bestämmelse erfordrar beslut på bolagsstämma, som biträts av aktieägare med minst tre fjärdedelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädde aktierna.

Oavsett vad som ovan föreskrivits, gäller 14 kap 9 § aktiebolagslagen.

Utdrag ur bolagsordningen för Skanska AB antagen vid konstituerande bolagsstämma den 25 februari 1887 och ändrad senast på bolagsstämma den 4 augusti 1997.

§ 13

Aktieägare, som förvärvat aktier i Bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstetalet för samtliga aktieägarens aktier i Bolaget uppnått eller överskridit något av gränsvärdena $33 \frac{1}{3}$ procent eller 50 procent av det totala röstetalet för Bolagets samtliga aktier (lösningskyldig aktieägare), är skyldig att efter begäran av annan aktieägare (lösningsberättigad aktieägare) i den utsträckning den lösningsberättigade aktieägaren begär förvärva dennes aktier – oavsett slag – i Bolaget. Förvärvspriset för aktierna skall motsvara det högsta av (1) den genomsnittliga börskursen – för Bolagets B-aktie – på Stockholms fondbörs under de senaste fem börsdagarna före den dag som bolaget erhöll sådan anmälan som anges i nästa stycke, och (2) det vägda (efter antal) genomsnittspris som den lösningskyldige aktieägaren betalt för de aktier oavsett aktieslag i Bolaget under en period av sex månader före den dag Bolaget erhöll nyss angivna anmälan.

Lösningskyldig aktieägare, vars aktieinnehav i Bolaget kommit att uppgå till något av i första stycket angivna gränsvärden, skall senast inom sju dagar från förvärvet av den aktie som medförde att gränsen uppnåddes skriftligen anmäla sådant förhållande till styrelsen under Bolagets adress. Det åligger därvid den lösningskyldige aktieägaren att i anmälan uppge antal och slag av aktier han förvärvat under närmast föregående sexmånadersperiod ävensom det pris han betalt för olika aktieposter under perioden. Anmälan skall innehålla uppgift om den adress under vilken aktieägaren kan nås.

Styrelsen skall inom 30 dagar från den dag då anmälan inkommit till Bolaget eller då styrelsen för Bolaget eljest erhållit kännedom om att den lösningskyldige aktieägarens aktieinnehav i Bolaget uppnått något av gränsvärdena informera aktieägarna i Bolaget om de rättigheter som tillkommer aktieägarna innefattande bl a när och på vilka villkor inlösen kan begäras. Informationen till aktieägarna skall ske dels genom brev som skall avsändas till varje aktieägare vars postadress är känd för bolaget, dels på det sätt som är angivet i bolagsordningen för kallelse till bolagsstämma.

Senast 30 dagar efter utgången av nyss angivna trettiodagarsperiod skall lösningsberättigad aktieägare, som önskar begära inlösen, göra framställan härom hos den lösningskyldige aktieägaren enligt vad som angivits ovan, varvid i framställan skall anges det antal och slag av aktier som framställan gäller. Kopia av sådan framställan skall tillställas styrelsen. Görs ej sådan framställan inom nu angiven tid är lösningsrätten förlorad.

Lösningsskyldig aktieägare har rätt att återkalla sin framställan intill dess att lösen skett.

Därest aktieägare är juridisk person, skall, för beräkning av huruvida ovanstående gränsvärden uppnåtts och lösningsskyldighet sålunda uppkommit för aktieägaren, inräknas jämväl aktier som tillhör aktier i samma koncern som den lösningsskyldige aktieägaren ifråga. Med företag i samma koncern som den lösningsskyldige aktieägaren avses juridisk person som (1) kontrollerar den lösningsskyldige aktieägaren, (2) kontrolleras av den lösningsskyldige aktieägaren och/eller (3) kontrolleras av samma juridiska och/eller fysiska person som kontrollerar den lösningsskyldige aktieägaren.

Med kontroll avses härvid sådant inflytande, som konstituerar moder-dotterbolagsförhållande enligt 1 kap 2 § andra stycket aktiebolagslagen (1975:1385) i dess lydelse den 22 maj 1992 eller som skulle ha konstituerat moder-dotterbolagsförhållande om situationen varit att bedöma enligt nämnda bestämmelser.

Skulle flera aktieägare vara lösningsskyldiga skall lösningsskyldigheten åligga dem i förhållande till det antal aktier envar innehar i Bolaget.

Med förbehåll för vad som stadgas i nästföljande stycke är lösningsskyldig aktieägare skyldig att senast 30 dagar efter det att annan aktieägare gjort framställan enligt fjärde stycket förvärva mot kontant betalning sådana av den lösningsskyldige aktieägaren i framställan angivna aktier.

Beträffande aktieägare, som genom förvärv av aktier eller andelar i juridisk person på sådant sätt att koncernförhållande konstitueras enligt vad i femte stycket stadgas kommit att, gemensamt med andra koncernbolag, äga aktier i Bolaget till sådant antal att det sammanlagda röstetalet för samtliga aktier uppnår eller överskrider angivna gränsvärden skall, oavsett vad ovan stadgas, lösningsskyldighet icke inträda tidigare än sex månader från den dag aktieägaren förvärvat den juridiska personen. Lösningsskyldigheten förutsätter vidare att aktieägare eller koncernbolag enligt femte stycket icke före sexmånadersperiodens utgång avyttrat aktier i Bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstvärdet för koncernens aktier i Bolaget underskrider 33 1/3 procent av det totala röstetalet för Bolagets aktier. Skulle aktieägaren eller koncernbolag enligt femte stycket efter aktieägarens förvärv av den juridiska personen förvärva aktier i Bolaget, så att det sammanlagda röstetalet för aktieägarens och den juridiska personens innehav av aktier i Bolaget ökar jämfört med vid tidpunkten, då sexmånadersperioden började löpa, skall dock lösningsskyldighet inträda enligt vad i föregående stycke stadgas.

Ändring av ovanstående bestämmelse erfordrar beslut på bolagsstämman, som biträts av aktieägare med minst tre fjärdedelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädde aktierna.

Oavsett vad som ovan föreskrivits, gäller 14 kap 9 § aktiebolagslagen.

Utdrag ur bolagsordningen för Perstorp AB

§ 5

Aktieägare, som förvärvat aktier i bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstetalet för samtliga aktieägarens aktier i bolaget uppnått eller överskridit något av gränsvärdena $33 \frac{1}{3}$ procent eller 50 procent av det totala röstetalet för bolagets samtliga aktier (lösningsskyldig aktieägare), är skyldig att efter begäran av annan aktieägare (lösningsskyldig aktieägare) i den utsträckning den lösningsskyldige aktieägaren begär förvärva dennes aktier – oavsett slag – i bolaget. Förvärvspriset för aktierna skall motsvara det högsta av (1) den genomsnittliga börskursen – för det aktieslag beträffande vilket lösen begärs – under de senaste sex börsdagarna (aktiens genomsnittskurs) före, och inklusive, den dag som bolaget erhöll, eller senast borde erhållit, sådan anmälan som anges i tredje stycket, och (2) det vägda (efter antal) genomsnittspris som den lösningsskyldige aktieägaren betalt för aktier oavsett aktieslag i bolaget under en period av sex månader före, och inklusive, den dag bolaget erhöll, eller senast borde ha erhållit, nyss angivna anmälan. Förvärvspriset per aktie skall i tillämpliga fall omräknas om under angivna perioder sådan händelse har inträffat som utgör en grund för omräkning av förvärvspriset enligt rekommendationer (definition och beräkning av resultat per aktie) utfärdade av Sveriges Finansanalytikers Förening. Omräkningen av förvärvspriset skall därvid ske i enlighet med de principer som däri anges för omräkning av aktiekurser. Omräkningen skall utföras av bolaget.

Aktiens genomsnittskurs skall anses motsvara genomsnittet av det för varje nyss angiven börsdag framräknade medeltalet av den under dagen noterade högsta och lägsta betalkursen enligt Stockholms fondbörs officiella kurslista. I avsaknad av notering av betalkurs skall istället den som slutkurs noterade köpkursen ingå i beräkningen. Dag utan notering av vare sig betalkurs eller köpkurs skall inte ingå i beräkningen.

Med förbehåll för vad som stadgas i åttonde stycket skall lösningsskyldig aktieägare, senast inom sju dagar från förvärvet av den aktie som medförde att gränsen uppnåddes, skriftligen anmäla sådant förhållande till styrelsen under bolagets adress. Det åligger därvid den lösningsskyldige aktieägaren att i anmälan uppge antal och slag av aktier han förvärvat under den sexmånadersperiod som anges i första stycket ävensom det pris han betalt för dessa olika aktieposter under perioden. Anmälan skall innehålla uppgift om den adress under vilken aktieägaren kan nås.

Styrelsen skall inom 30 dagar från den dag då anmälan inkommit till styrelsen eller då styrelsen eljest erhållit kännedom om att den lösningsskyldige aktieägarens aktieinnehav i bolaget uppnått något av

gränsvärdena informera aktieägarna i bolaget om de rättigheter som tillkommer aktieägarna, innefattande bl a när och på vilka villkor inlösen kan begäras. Informationen till aktieägarna skall ske dels genom brev som skall avsändas till varje aktieägare vars postadress är känd för bolaget, dels på det sätt som är angivet i bolagsordningen för kallelse till bolagsstämma.

Senast 30 dagar efter utgången av nyss angivna trettiodagarsperiod skall lösningsberättigad aktieägare, som önskar begära inlösen, göra framställan härom hos den lösningskyldige aktieägaren, varvid i framställan skall anges det antal och slag av aktier som framställan gäller ävensom förvärvspriset för aktierna. Kopia av sådan framställan skall tillställas styrelsen. Görs ej sådan framställan inom nu angiven tid är lösningsrätten förlorad. Lösningsberättigad aktieägare har rätt att återkalla sin framställan intill dess att lösen skett.

Om aktieägare är juridisk person skall, för beräkning av huruvida ovanstående gränsvärden uppnåtts och lösningskyldighet sålunda uppkommit för aktieägaren, inräknas jämväl aktier som tillhör aktier i samma koncern som den lösningskyldige aktieägaren ifråga. Med företag i samma koncern som den lösningskyldige aktieägaren avses juridisk person som (1) kontrollerar den lösningskyldige aktieägaren, (2) kontrolleras av den lösningskyldige aktieägaren och/eller (3) kontrolleras av samma juridiska och/eller fysiska person som kontrollerar den lösningskyldige aktieägaren. Med kontroll avses härvid sådant aktie- eller andelsinnehav eller inflytande, som konstituerar moder-dotterbolagsförhållande enligt 1 kap 5 § andra stycket aktiebolagslagen (1975:1385) i dess lydelse den 25 januari 1997 eller som skulle ha konstituerat moder-dotterbolagsförhållande om situationen varit att bedöma enligt nämnda bestämmelser.

Skulle flera aktieägare vara lösningskyldiga skall lösningskyldigheten åligga dem i förhållande till det antal aktier envar innehar i bolaget.

Beträffande aktieägare som, genom förvärv av aktier eller andelar i juridisk person på sådant sätt att koncernförhållande konstitueras enligt vad i sjätte stycket stadgas, kommit att, gemensamt med andra koncernbolag enligt sjätte stycket, äga aktier i bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstetalet för nämnda aktier uppnår eller överskrider angivna gränsvärden skall, oavsett vad ovan stadgas, lösningskyldighet icke inträda tidigare än sex månader från den dag aktieägaren förvärvat den juridiska personen (fall D). Lösningskyldigheten förutsätter vidare att aktieägaren eller koncernbolag enligt sjätte stycket icke före sexmånadersperiodens utgång avyttrat aktier i bolaget i sådan utsträckning att det sammanlagda röstetalet för aktieägarens och koncernbolagens innehav av aktier i bolaget underskrider 33 1/3 procent av det totala röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Skulle aktieägaren eller koncernbolag enligt sjätte stycket efter aktieägarens förvärv av den juridiska personen förvärva aktier i bolaget, så att det sammanlagda röstetalet för aktieägarens och koncernbolagens innehav av aktier i bolaget ökar jämfört med vid tidpunkten, då sexmånadersperioden började löpa, skall dock

lösningsskyldighet omedelbart inträda (fall II). Om lösningsskyldighet inträder enligt detta stycke skall anmälan enligt tredje stycket göras inom sju dagar räknat från lösningsskyldighetens inträde, dock att i anmälan skall uppges antal och slag av aktier i bolaget som den lösningsskyldige aktieägaren förvärvat under, i fall I, närmast föregående sexmånadersperiod räknat från, och inklusive, dagen för förvärvet av den juridiska personen, i fall II, den för fall I angivna perioden samt den ytterligare period som förlupit därifrån och inklusive dagen för lösningsskyldighetens inträde samt det pris han betalt för dessa olika aktieposter under respektive perioder. Förvärvspriset för aktierna skall i dessa fallen motsvara det högsta av (1) den genomsnittliga börskursen – för det aktieslag beträffande vilket lösen begärs – under de senaste sex börsdagarna (aktiens genomsnittskurs enligt andra stycket) före, och inklusive, dagen för lösningsskyldighetens inträde enligt detta stycke, och (2) det vägda (efter antal) genomsnittspris som den lösningsskyldige aktieägaren betalt för aktier oavsett aktieslag i bolaget under för fall I respektive fall II angivna perioder enligt ovan.

Lösningsskyldig aktieägare är skyldig att senast 30 dagar efter det att lösningsberättigad aktieägare gjort framställan enligt femte stycket förvärva mot kontant betalning sådana av den lösningsberättigade aktieägaren i framställan angivna aktier.

Oavsett vad som ovan föreskrivits, gäller 14 kap 31 § aktiebolagslagen i dess lydelse den 25 januari 1997.

Ändring av ovanstående bestämmelse erfordrar beslut på bolagsstämman, som biträts av aktieägare med minst tre fjärdedelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädde aktierna.