



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Peter Hogren

-Självreglering möter
lagreglering

– en studie av framtida takeover-regler på den svenska
aktiemarknaden med särskild koncentration på budplikt

Examensarbete
20 poäng

Handledare:
Universitetslektor Katarina Olsson

Börsrätt/bolagsrätt/EG-rätt

Höstterminen 2005

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	2
FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemställning och syfte	5
1.3 Metod	6
1.4 Material och avgränsning	6
1.5 Disposition	7
2 TAKEOVER-ERBJUDANDEN – NUVARANDE RÄTTSLÄGE	8
2.1 Reglering av takeover-erbjudanden	8
2.1.1 Historik	8
2.1.2 Aktiemarknadsnämnden	9
2.1.3 Handelsplatserna	10
2.1.3.1 Börs	10
2.1.3.2 Marknadsplats	10
2.1.4 NBK:OE:s tillämpningsområde	11
2.1.5 Offentlig reglering och NBK:OE	12
2.2 Regler riktade till budgivaren	13
2.2.1 Närstående	13
2.2.2 Förutsättningar för ett uppköpserbjudande	13
2.2.3 Offentliggörande av budet	14
2.2.4 Bundenhet under acceptfristen	14
2.2.5 Likabehandling av aktieägare i måbolaget	16
2.2.6 För-, sido- och efteraffärer	17
2.2.7 Offentliggörandet av utfallet	17
2.3 Budplikt	18
2.3.1 Syftet med budplikt	18
2.3.2 Dispens från budplikt	20
2.3.3 Praxis på området	21
3 TAKEOVER-DIREKTIVET	23
3.1 Direktivets tillkomst	23
3.2 Direktivets bakomliggande motiv	23

4	FRAMTIDA TAKEOVER-REGLERING	25
4.1	Inledande kommentarer	25
4.2	Framtida regleringsform	25
4.2.1	Tillsyn	27
4.2.2	Sanktioner	29
4.3	NBK:s och AMN:s framtida roll	30
4.4	Avslutande kommentarer	31
5	BUDPLIKT	33
5.1	Budplikt i takeover-direktivet	33
5.2	Motiven bakom en regel om budplikt	33
5.3	Framtida budplikt i svensk rätt	34
5.3.1	Budplikt på den svenska aktiemarknaden	34
5.3.2	Budplikt blir lag	36
5.3.2.1	Tillsyn och dispens rörande budplikt	36
5.3.2.2	Sanktioner vid underlåtenhet att fullfölja budplikt	38
5.4	Är lagfäst budplikt att föredra?	39
5.4.1	Positiva effekter	39
5.4.2	Negativa effekter	40
6	SJÄLVREGLERING CONTRA LAGREGLERING – EN ANALYS	41
6.1	Två regleringsformer	41
6.1.1	Varför en självreglering?	41
6.1.2	Varför en lagreglering?	42
6.2	Hur effektiv blir lagregleringen?	43
6.2.1	NBK:OE:s genomslagskraft	43
6.2.2	Lagregleringens väntade genomslagskraft	44
6.2.2.1	Moral Hazard	45
6.2.3	Avslutande kommentarer	46
6.3	Möjliga konsekvenser av en lagfäst budplikt	47
6.4	Effekterna av sanktionerna	48
7	SAMMANFATTANDE SLUTSATS	50
	LITTERATURFÖRTECKNING	51
	AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN	54

Sammanfattning

Företagsförvärv genom offentliga uppköpserbudanden eller takeover-erbjudanden är ett vanligt förekommande fenomen inom svenskt näringsliv. Kortfattat innebär detta att en presumtiv köpare, s.k. budgivare offentligt erbjuder sig att på generella villkor förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag. De regler som idag finns på området utgörs av en självreglering och saknar därför förankring i någon offentlig lag. Regelverket benämns NBK:OE och har fastställts av Näringslivets Börskommitté. Reglernas karaktär innebär att de inte är tvingande för en budgivare och ger enbart uttryck för vad som utgör god sed på aktiemarknaden. En budgivare kan därför välja att inte följa reglerna. Merparten av alla aktörer på den svenska aktiemarknaden är angelägna om att iaktta god sed och åtar sig därför att ovillkorligt att följa dessa regler. Reglerna har även gjorts bindande på vissa avtalsrättsliga grunder.

Som bekant genomgår den europeiska bolagsrätten omfattande förändringar och många direktiv har växt fram genom åren som syftar till att harmonisera medlemsstaternas nationella bolagsrätt. Ett sådant direktiv är det 13:e bolagsdirektivet – Takeover-direktivet (direktiv 2004/25/EG). Direktivet syftar främst till att garantera aktieägarna i ett bolag som är föremål för ett takeover-erbjudande en rättvis och rimlig behandling men direktivet skall också möjliggöra för sunda omstruktureringar i näringslivet. Detta står även i överensstämmelse med NBK:OE grundprinciper. Direktivets implementering i nationell rätt skall vara genomfört i respektive medlemsstat senast den 20 maj 2006.

Implementeringen medför att dagens självreglering av takeover-erbjudanden kommer att genomgå en omfattande revidering. Direktivet kräver att de svenska reglerna förankras i lag och görs tvingande för samtliga budgivare som lämnar ett takeover-erbjudande avseende ett svenskt aktiemarknadsbolag. Dagens självreglering överensstämmer till sitt materiella innehåll i väsentliga delar med direktivet. Detta betyder egentligen att det enbart krävs en omstrukturering av regleringsformen. I juni 2005 lade regeringen fram ett förslag rörande direktivets genomförande i svensk rätt. Förslaget betyder att den framtida regleringsformen föreslås bli en kombination av lag och börsregler. Kortfattat betyder detta att dagens självreglering behåller sin funktion men görs tvingande genom att den förankras i en offentlig lag. Vidare underkastas reglerna en offentlig tillsyn och reglernas efterlevnad garanteras genom att effektiva sanktioner införs. Dagens självreglering saknar i väsentliga delar tillsyn såväl som effektiva sanktioner. Den offentliga kontroll som föreslås ska dock inte vara absolut, utan handelsplatser där det bedrivs handel med finansiella instrument såväl som organ med förankring i näringslivet föreslås att genom delegation utöva en sådan tillsyn. Detta medför att reglerna behåller den närhet till aktiemarknaden som är önskvärd.

Förord

Efter fem års studier vid Juridiska Fakulteten i Lund är jag äntligen redo att lämna in mitt examensarbete till förmån för ett avläggande av min Jur. Kand. Inlämnandet av detta examensarbete är inte enbart ett avslut på en betydelsefull epok i mitt liv utan även ett första steg ut i karriären. Det är med en blandning av sorg och glädje som jag lämnar studentlivet och universitetsstudierna bakom mig. Åren här i Lund har berikat mitt liv med otaliga minnen jag ofta kommer att tänka tillbaka på och dessutom gjort mig rik på betydelsefull vänskap. Som *Voltaire* en gång yttrade; ”all världens storheter väger inte upp en vän”, varför jag innerligt hoppas att vänskapen till de personer som kommit mig nära under alla dessa år här vid Universitetet i Lund består livet ut. Tack till alla Er som uppmuntrat och hjälpt mig under min tid här.

Jag vill även tacka min handledare Universitetslektor Katarina Olsson för all värdefull hjälp och vägledning under arbetets fortlöpande. Vidare vill jag tacka mina föräldrar för allt stöd de gett mig under studieperioden. Avslutningsvis vill jag tacka Carl Gudesjö, Simon Hiwot-Ottoson, Tom Höglund, Ivar Lidén och Filip Witalisson för de många samt långa fikapauser och luncher vi gemensamt avnjutit de senaste månaderna där diskussioner om framtidsplaner blandats med värdefulla meningsutbyten angående våra fortgående examensarbeten. Tack!

Lund i januari 2006

Peter Hogren

Förkortningar

A.a.	Anfört arbete
AB	Aktiebolag
ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
ABL-75	Gamla Aktiebolagslagen (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
AvtL	Avtalslagen (1915:218)
BrB	Brottsbalken
ET	Europarättslig tidskrift
EG	Europeiska Gemenskapen
EUT	Europeiska gemenskapernas officiella tidning
EU	Europeiska Unionen
FAR	Föreningen Auktoriserade Revisorer
H&Q	Hagströmer & Qviberg
Fi	Finansinspektionen
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK:OE	Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning
TakoverL	Lagen om offentliga uppköpserbjudande på aktiemarkanden enligt lydelsen i SOU 2005:58
VPC	Värdepapperscentralen

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv förekommer på olika sätt men sker oftast genom aktieförvärv. Det är inte helt ovanligt i Sverige och i övriga världen att ett sådant aktieförvärv företas genom *offentliga uppköpserbjudande*, eller *takeover-erbjudanden* som det också heter. Reglerna omfattar enbart svenska aktiemarknadsbolag. Kortfattat innebär ett takeover-erbjudande att en budgivare såsom presumtiv köpare erbjuder sig offentligt att på generella villkor förvärva aktierna i ett målbolag. Budet eller erbjudandet riktar sig till aktieägarna i bolaget. Mellan 1990 och 2004 lämnades i Sverige sammanlagt 358 offentliga uppköpserbjudanden avseende bolag med aktier noterade på en aktiebörs eller en auktoriserad marknadsplats.¹ Av dessa 358 takeover-erbjudanden mynnade 293 stycken ut i ett förvärv av målbolaget. Uttryckt annorlunda förvärvades drygt 7 procent av alla aktiemarknadsbolag varje år genom offentliga uppköpserbjudanden under denna period.² Orsaken till att fler förvärv av denna typ inte lyckades under denna femtonårsperiod är mycket varierande. Den vanligaste orsaken var att ett mer förmånligt erbjudande presenterades av en konkurrerande budgivare.³ Finansieringsproblem och motsättning från starka minoritetsägare gällande budet var andra orsaker.⁴

De lege lata gällande reglering av offentliga uppköpserbjudanden utgörs av NBK:s regler om offentliga uppköpserbjudande⁵, framöver NBK:OE. NBK är ingen offentlighetsrättsligt organ utan en förening utan direkt statligt inflytande vilket medför att de regler NBK utfärdar inte är tvingande i den mening att de ingalunda utgör en lagreglering med efterföljande sanktioner. Reglerna utgör endast självreglering på området. Reglerna har förvisso gjorts juridiskt bindande för bolag noterade på Stockholmsbörsen, NGM och AktieTorget genom att de intagits i deras noteringsavtal. Bolag med aktier noterade på dessa marknadsplatser blir automatiskt bundna av NBK:s regler då bolagets aktier noteras.⁶ Detta gäller i egenskap av målbolag såväl som budgivare. Bolagen blir på så sätt bundna av takeover-reglerna vis avis respektive marknadsplats. Bryter bolagen mot reglerna riskerar de i stort sett enbart disciplinära påföljder.

¹ Dessa utgörs av Stockholmsbörsen, NGM samt AktieTorget.

² Se Skog i FAR INFO nr. 7/280 2005 samt SOU 2005:58 s. 51.

³ Jfr med uttrycket ”white night” som innebär att en konkurrerande budgivare lämnar ett mer förmånligt erbjudande. Kan anses som en motåtgärd vid ett fientligt uppköpserbjudande.

⁴ Se SOU 2005:58 s. 51.

⁵ Se http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover_20030901_v3.pdf, samt SOU 2005:58 s. 201 ff.

⁶ Se bl.a. Noteringsavtalet för Stockholmsbörsen bilaga 2: www.fsb.se/sst/www/inf/out/fil/0..131922.00.pdf.

Efter nästan trettio års arbete enades EU medlemsstaterna och EU-parlamentet 2004 om ett harmoniseringsdirektiv gällande offentliga uppköpserbjudanden⁷. Dagens regler är i stort sett materiellt överensstämmande med direktivet. Dock finns det vissa regler i direktivet som saknar motsvarighet i svensk rätt.

EG-rätten kräver att direktivet implementeras i dess helhet i nationell rätt. Detta ska ske genom lagreglering, men direktivet tillåter även staten att företa en viss form av självreglering. Direktivet kräver att den svenska nationella rätten harmoniseras med EG-rätten och att detta sker senast den 20 maj 2006.

Med anledning av detta krav beslutade regeringen den 25 mars 2004 att en utredning skulle tillkallas med uppdrag att utreda hur rådets och Europaparlamentets direktiv om uppköpserbjudande kunde införlivas i sin helhet i svensk rätt. Utredningen presenterade sitt förslag i juli 2005, *SOU 2005:58 – ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*.

1.2 Problemställning och syfte

Dagens regelverk gällande offentliga uppköpserbjudanden är självreglerat och inte tvingande i några avseenden. Visserligen följer merparten av alla aktörer på den svenska aktiemarknaden dessa regler och man kan fråga sig varför förändra ett system som fungerar? Förutom kravet från EG-rätten att implementera direktivet i svensk rätt så brister en självreglering på några punkter. Exempel på detta är att regleringen inte är offentligrättsligt tvingande varför tillsyn och effektiva sanktioner saknas helt. Detta medför osäkerheter kring reglernas efterlevnad.

Arbetet syftar till att utreda huruvida den framtida regleringsformen kommer att effektivisera systemet i förhållande till dagens självreglering. Med effektivitet menar jag såväl efterlevnad som funktionalitet, att regelverket i framtiden uppfyller sin funktion att garantera ett visst skydd för aktieägare som utsatts för ett takeover-erbjudande såväl som att möjliggöra sunda omstruktureringar på aktiemarknaden. För att uppnå detta kommer en jämförelse ske av dagens system kontra utredningens förslag.

Huruvida framtida regelverk efterlevs besvaras utifrån hur tillsynen säkerställs och verkningarna av sanktionerna. I dagens självreglering är det möjligt att en budgivare i vissa fall medges dispens från reglerna i syfte att möjliggöra för sunda omstruktureringar på aktiemarknaden. Denna dispensmöjlighet upprätthåller ett av syftena med reglerna. För att den framtida regleringen av takeover-erbjudanden inte ska undergräva sin funktionalitet krävs det att regeltillämpningen inte är absolut och dispens kan meddelas i de fall det är befogat. I dag ankommer denna funktion på AMN. Genomförandet av direktivet i svensk rätt kräver i stället att ett

⁷ Direktiv 2004/25 om uppköpserbjudanden.

offentligt organ utövar tillsynen och prövar frågor kring regeltillämpningen. Detta organ föreslås bli Finansinspektionen. Det föreslås dock att Fi ska ges en rätt att delegera dessa uppgifter till ett bemyndigat icke-offentligt organ. I uppsatsen kommer det att utredas i vilken omfattning en sådan delegation kan antas ske och till vilket organ. Vilka konsekvenser en begränsning av en sådan delegation kan antas få för aktiemarknadens aktörer kommer även att utredas. Slutligen kommer en redogörelse ske kring hur tillsyn och främst regeltillämpning skall prövas och av vilket organ för att inte undergräva funktionen med reglerna, att dels säkerställa ett skydd för aktieägare i samband med ett takeover-erbjudande, dels att möjliggöra för sunda omstruktureringar.

En viktig regel som balanserar dessa två funktioner är regeln om budplikt varför budplikt har en central roll i såväl självregleringen som den kommande lagregleringen på området i fråga. Därför sker en koncentration på regeln om budplikt i detta arbete. Ovannämnda frågeställningar kommer särskilt att ställas mot den framtida lagregleringen av budplikt och de konsekvenser som kan antas följa av detta.

1.3 Metod

Metoden som används i uppsatsen är klassisk rättsdogmatik. Denna metod bygger på en utredning och framställning av gällande rätt bestående av såväl nationell rätt som EG-rätt. Vidare bygger utredningen på lag, regler, praxis och lagförarbeten på området. Mot bakgrund av detta har relevant doktrinen på området vägts in. För att lösa de problemställningar som presenterats ovan i avsnitt 1.2 har en ingående utredande analys gjorts av gällande rätt och takeover-utredningens förslag.

Uppsatsen är uppdelad i en deskriptiv del som sedermera övergår till en analyserande del. Den deskriptiva delen belyser de befintliga reglerna och klargör för deras syfte och funktion. Den deskriptiva delen av uppsatsen innefattar även en kort redogörelse av takeover-direktivets bakomliggande motiv. I analysen presenteras resultatet av utredningen och problemställningen i uppsatsen besvaras efter bästa möjliga förmåga. Detta sker mot bakgrund av en genomförd genomgång och analys av de källor som presenterats, som således legitimerar de slutsatser undertecknad härlett.

1.4 Material och avgränsning

Arbetet tar i anspråk material som är relevant för området i fråga. Gällande rätt har diskuterats utifrån doktrin, förarbeten och praxis på området. Vad gäller doktrin har tyngdpunkten lagts på litteratur men även artiklar i relevanta tidsskrifter har använts. Diskussionen och analysen av den framtida regleringsformen har sin grund i främst takeover-utredningens förslag om ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, SOU 2005:58. För att få en så omfattande bild som möjligt av den nya regleringsformen i

förhållande till nuvarande självreglering och de problem som kan antas följa av denna övergång har ett stort antal olika källor studerats. Därför har källor med förankring i rättsekonomi även använts.

Då arbetet utgår från förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden aktualiseras främst regler knutna till detta område. Dessa utgörs av NBK:OE varför detta regelverk utgör en central roll i uppsatsen. Takeover-erbjudanden är dock ett förvärvsförfarande som leder till att även andra rättsområden aktualiseras. Exempel på andra regelverk som aktualiseras i samband med takeover-erbjudanden är bl.a. LBC och ABL. Uppsatsens ämnesval har redan varit svårt att avgränsa utan att risk för otydlighet och oöversiktlighet förelegat, varför övriga rättsområden har försökts lämnas utanför diskussionerna i arbetet. Det har däremot varit omöjligt att helt utelämna rättsområden som har ett nära samband med NBK:OE, exempelvis ABL.

1.5 Disposition

Då NBK:OE även i fortsättningen kommer att utgöra en viktig del av den framtida regleringen inleds uppsatsen med en deskriptiv och övergripande redogörelse av detta regelverk och tidstypiska problem som aktualiseras i samband med ett takeover-erbjudande. Detta sker i syfte att ge läsaren en överblick över reglerna. Därefter följer en redogörelse av den föreslagna regleringsformen som sedermera i avsnitt 5 övergår till en ingående diskussion kring budplikt idag och imorgon. I avsnitt 6 följer en analys av utredningen och slutsatserna kring vad undertecknad kommit fram till knyts ihop. Arbetet avslutas med en sammanfattande slutledning i avsnitt 7.

2 Takeover-erbjudanden – nuvarande rättsläge

2.1 Reglering av takeover-erbjudanden

I svensk rätt saknas särskilda och tvingande lagregler om förfaranden vid takeover-erbjudanden. Den (själv) reglering som i dag finns på området utgörs av Näringslivets Börskommittés (NBK) regler om offentliga uppköpserbjudanden, NBK:OE.⁸ Reglerna ger uttryck för vad en bred krets intressenter i näringslivet anser vara god sed vid takeover-erbjudanden. Reglerna har reviderats ett flertal gånger, senast var 2003 då revideringen skedde i två etapper under mars och september 2003. Detta är ett resultat av näringslivets behov av att reglerna anpassas och utvecklas i takt med de förändringar som sker på aktiemarknaden. Reglerna om offentliga uppköpserbjudanden är ännu en gång på väg in i en ny omfattande revidering som leder till att *självreglering* möter *lagreglering*. Ett offentligt bud innebär i korthet att en budgivare offentligt erbjuder sig att förvärva aktier i ett svenskt bolag vars aktier är noterade på en auktoriserad marknadsplats.⁹ Bolaget, vars aktier omfattas av erbjudandet kallas för *målbolag*. Ett offentligt erbjudande behöver inte enbart avse aktier kan även avse konvertibler, teckningsoptioner, vinstandelsbevis och emissionsrätter.¹⁰ Målbolagets aktieägare, som är mottagare av det offentliga erbjudandet kan antingen acceptera budet eller förkasta det. Vidare kan ett offentligt erbjudande avse samtliga aktier i ett målbolag, ett visst slag av aktier eller ett visst antal aktier i målbolaget. Det sistnämnda kallas före ett partiellt bud.¹¹ Det är vanligt att ett offentligt uppköpserbjudande lämnas efter förhandlingar eller underhandskontakter med målbolagets ledning. Det händer dock att ett offentligt erbjudande sker utan några som helst sonderingar – ett sådant offentligt erbjudande är ett fientligt bud om målbolagets styrelse avråder aktieägarna att acceptera budet, ett s.k. *hostile takeover*.¹²

2.1.1 Historik

NBK bildades i slutet av 60-talet av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare med uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut rekommendationer för hur aktörer bör agera för att upprätthålla en god sed på marknaden. NBK är ett betydelsefullt organ för självregleringens funktion på den svenska

⁸ Reglerna återfinns i sin helhet på www.naringslivetsborskommitte.se.

⁹ Jfr med NBK:OE p. I.1.

¹⁰ Kågerman s. 223.

¹¹ A.a. s. 223.

¹² A.a. s. 223 samt SOU 1990:1 s. 98.

aktiemarknaden.¹³ Som tidigare nämnt är NBK inte ett offentligt organ utan drivs av en ideell förening, *Föreningen för aktiemarknadsfrågor*, bestående av nio medlemmar, bl.a. Svenskt Näringsliv, Stockholms Handelskammare, Stockholmsbörsen och FAR. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter eller medel som på annat sätt tillkommer föreningen eller ställs till dess förfogande.

NBK utfärdade för första gången regler om offentliga uppköpserbjudanden 1971. Dessa regler byggde på det brittiska regelsystemet om takeovererbjudanden – *The City Code on Takeovers and Mergers* som kom 1968.¹⁴ Detta regelverk var det första i sitt slag och har sedermera fungerat som förebild för flertalet europeiska länders reglering avseende takeovererbjudanden, inte minst Sverige. De svenska reglerna har som tidigare nämnts, reviderats flertal gånger sedan tillkomsten 1971. Fram till den senaste revideringen 2003 benämndes reglerna för ”rekommendationer” men definitionen slopades till förmån för ”regler” i samband med denna revision.

2.1.2 Aktiemarknadsnämnden

Vid sidan om NBK driver *Föreningen för aktiemarknadsfrågor* Aktiemarknadsnämnden (AMN) som syftar till att mot bakgrund av NBK:s regler och i likhet med NBK verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. I NBK:s regler finns inga formella krav på att ett takeovererbjudande skall anmälas till nämnden för förhandsgranskning innan det offentliggörs men NBK har indirekt pekat ut AMN som uttolkande och dispensprövande organ på detta område. AMN bildades för att stärka aktiemarknadens självreglering och på så sätt undvika lagstiftning på området. Även AMN har sin grund i det brittiska systemet. Förebilden för nämnden är dess motsvarighet, *The Panel on Take-Overs and Mergers* som verkar vid Londonbörsen.

AMN verkar för god sed på den svenska aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information om vad som i ett enskilt fall utgör god sed på aktiemarknaden med beaktande av NBK:OE.¹⁵ Detta betyder att ingen formell tillsyn företas vilket är en sannolik effekt av formen för regleringen. Nämndens uttalanden kan visserligen antas utgöra någon form av tillsyn fast ett sådant påstående är väldigt långsökt. Ett uttalande kan ske på nämndens initiativ men sker oftast på initiativ av aktieägare eller företag som är berörda i det enskilda fallet. Aktiemarknadsnämnden har, som nämnt ovan i uppgift att genom uttalanden ge besked om hur reglerna skall tolkas och tillämpas samt medge dispens från reglerna i enskilda fall¹⁶. Nämndens uttalanden publiceras¹⁷ fortlöpande och anses vara praxis på området. När

¹³ SOU 2005:58 s. 53 samt www.naringslivetsborskommitte.se.

¹⁴ SOU 2005:58 s. 9.

¹⁵ Kågerman s. 102 samt www.aktiemarknadsnamnden.se.

¹⁶ Kågerman s. 103.

¹⁷ AMN:s uttalanden återfinns på nätet, www.aktiemarknadsnamnden.se.

det gäller tolkning av reglerna rör det sig oftast om en förfrågan från en budgivare inför ett planerat takeover-erbjudande. AMN kan även uttala kritik mot berörda bolag, aktieägare eller rådgivare. Nämnden har därför inga formella sanktioner till sitt förfogande vilket jag anser är en av de baksidor som finns med ett system som är självreglerat. Trots detta väger nämndens uttalande tungt eftersom de ger besked om hur en seriös, sund och lämplig aktör bör bete sig i ett enskilt fall – man kan säga att nämndens uttalanden fyller en normgivande funktion.¹⁸

Från den sökandes sida finns oftast starka önskemål om snabba besked och i syfte att bemöta detta önskemål står AMN till sökandes förfogande i stort sett dygnet runt. Nämnden lämnar normalt snabba besked och under år 2004 lämnades merparten av de uttalanden (som inte krävde kommunikation med berörda parter) inom ett dygn från det att framställningen gavs in.¹⁹

2.1.3 Handelsplatserna

I Sverige sker handel med finansiella instrument på två olika handelsplatser; *börser* samt *marknadsplatser*.²⁰ Nedan följer en kort redogörelse för de olika handelsplatserna i Sverige.

2.1.3.1 Börs

En börs är en handelsplats för anslutna medlemmar som bedriver regelbunden handel med finansiella instrument och dessutom är auktoriserad.²¹ Således, för att kunna handla med värdepapper på en börs måste man vara ansluten medlem. De krav som ställs på att ett värdepapper skall få inregistreras på en börs är oftast högre än de krav som ställs för andra noterade värdepapper. Detta medför att de inregistrerade värdepapperna på en börs får en kvalitetsstämpel. Stockholmsbörsen och NGM är ett exempel på börser enligt lagens terminologi.

2.1.3.2 Marknadsplats

En marknadsplats har samma syfte som en börs, d. v. s. att bedriva regelbunden handel med finansiella instrument, förutom att den inte enbart vänder sig till anslutna medlemmar, utan även allmänheten.²² Detta medför att alla handelsplatser som inte uppställer medlemskapskrav för tillträde utgör en marknadsplats. Dessa marknadsplatser kan vara auktoriserade eller inte²³. Exempel på en auktoriserade marknadsplats i Sverige är AktieTorget.

¹⁸ A.a. s. 103 f.

¹⁹ SOU 2005:58 s. 57.

²⁰ LBC 1 kap. § 4 p. 1 och 3.

²¹ LBC 1 kap. § 4 p. 1 och 2 kap. För en utförlig redogörelse kring kraven för en auktorisation se LBC 2 kap.

²² LBC 1 kap. § 4 p. 3.

²³ LBC 1 kap. § 4 p. 3 och kap 7.

Framöver och om inte annat anges kommer börs och auktoriserad handelsplats att gemensamt definieras som *marknadsplatser*.

2.1.4 NBK:OE:s tillämpningsområde

Reglerna tillämpas på envar *budgivare* oavsett om denne är svensk eller utländsk, fysisk eller juridisk person, som offentligt erbjuder sig att på generellt angivna villkor förvärva aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats.²⁴ Denna begränsning medför att erbjudanden avseende svenska bolag vars aktier uteslutande är noterade på en utländsk börs faller utanför tillämpningsområdet. Dock är reglerna i vissa delar tillämpliga då ett offentligt uppköpserbjudande lämnas avseende ett utländskt bolag med aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats, NBK:OE p. I.1 2 st. Reglernas tillämpningsområde omfattar därför generellt enbart erbjudanden avseende målbolag med aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats i Sverige, s.k. *aktiemarknadsbolag*. Ett erbjudande riktat till ett bolag med aktier upptagna till handel på t.ex. H & Q Tech Market omfattas inte av reglerna då H & Q Tech Market inte är en auktoriserad marknadsplats, jfr NBK:OE p. I.1.

NBK:s regler om takeover-erbjudanden har reglerna gjorts avtalsrättsligt bindande i två fall. Den första grunden för ett avtalsrättsligt bindande är att reglerna intagits i Stockholmsbörsens, NGM:s och AktieTorgets noteringsavtal. Vill ett bolag notera sina aktier på en börs eller auktoriserad marknadsplats måste bolaget ingå ett noteringsavtal med den handelsplats där aktierna önskas bli noterade. Detta leder till att de bolag som har sina aktier noterade på någon av ovannämnda handelsplatser blir i egenskap av såväl budgivare som målbolag på avtalsrättslig grund bundna att följa NBK:s regler om takeover-erbjudanden. I de fall bolag med aktier noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats (därav anslutet till ett noteringsavtal) åsidosätter sina förpliktelser enligt noteringsavtalet (däribland åsidosättande av NBK:OE), begår denne ett avtalsbrott som kan få rättsliga konsekvenser i form av inomobligatoriskt skadestånd. Bolaget riskerar utöver skadeståndsanspråk disciplinära påföljder från marknadsplatserna. En sådan disciplinär påföljd kan vara att bolagets aktier avnoteras. Är åsidosättandet av ringare grad kan marknadsplatserna istället besluta om att ge bolaget i fråga en varning. Detta medför att de självreglerade takeover-reglerna i viss mån via noteringsavtalet blir en lagreglering utifrån obligationsrätten. Marknadsplatserna ansvarar för tillsynen och övervakar efterlevanden av takeover-reglerna med beaktande av noteringsavtalet.²⁵ Det sanktionssystem som marknadsplatserna har till förfogande anser jag är väldigt svagt och inte alls avskräckande vilket ifrågasätter dess effektivitet, jfr dock med AMN totala avsaknad av formella sanktioner ovan under avsnitt 2.1.2. Den andra grunden för avtalsrättslig

²⁴ NBK:OE p. I.1.

²⁵ SOU 2005:58 s. 60.

bundenhet är att det i NBK:OE p. II.3 föreskrivs att när budgivaren offentliggör erbjudandet skall det i detta offentliggörande anges att för erbjudandet gäller NBK:OE och AMN:s besked om tolkning och tillämpning av NBK:OE. Detta innebär ett bindande åtagande från budgivaren att gentemot målbolagets aktieägare följa reglerna och AMN:s uttalanden på området.²⁶ Då lämnandet av erbjudandet är att jämställa med ett anbud är budgivaren obligationsrätligt bunden av dess innehåll gentemot den eller dem anbudet är riktat till. En överträdelse aktualiserar inomobligatoriskt skadestånd. Fördelen med ett sådant åtagande är att det binder budgivare som inte själv är ett aktiemarknadsbolag att iakttå reglerna.

2.1.5 Offentlig reglering och NBK:OE

Det gäller att även beakta de regler inom andra rättsområden som är aktuella i samband med takeover-erbjudanden för att få en fullständig bild av regleringen. Om en reglering saknas i NBK:OE betyder det inte att reglering saknas helt då en sådan reglering kan återfinnas i ett annat regelverk, exempelvis ABL. I vissa fall är NBK:OE och bl.a. ABL överlappande. Ett sådant exempel är vid förvärv där vederlaget utgjorts av nyemission i målbolaget. I en sådan situation aktualiseras reglerna om nyemissioner i 13 kap. ABL vid sidan om NBK:OE. I andra situationer konkurrerar det ena regelverket ut det andra. Ett sådant exempel är reglerna om tvångsinlösen i 22 kap. ABL. Om en budgivare uppnår ett aktieinnehav av 9/10 eller mer påkallar det inlösen av resterande aktier i bolaget. Detta åsidosätter reglerna om budplikt i NBK:OE. Detta beror på att 22 kap. ABL är tvingande.

Vidare är det aktuellt att jämföra den börsrättsliga likhetsprincipen och den bolagsrättsliga likhetsprincipen som återfinns i ABL 4:1. Den börsrättsliga likhetsprincipen genomsyrar hela NBK:OE och sägs vara grundad på den bolagsrättsliga.²⁷ Den bolagsrättsliga likhetsprincipen handlar om relationen mellan å ena sidan bolaget och dess organ och å andra sidan bolagets ägare.²⁸ Den börsrättsliga likhetsprincipen handlar om relationen mellan bolagets ägare och en presumtiv ägare (budgivaren).²⁹ Respektive princip hänför sig till respektive regelverk och ett beaktande av den bolagsrättsliga likhetsprincipen vid en tillämpning av NBK:OE är inte möjligt och vice versa. En adekvat skillnad är att likhetsprincipen i bolagsrätten är tvingande och berör all aktieägare i bolaget medan principen om likabehandling av aktieägare som följer av NBK:OE enbart utgör god sed på aktiemarknaden och en budgivare kan bortse från en sådan likabehandling. Förvisso kan principerna bli avtalsrättsligt bindande för de bolag som anslutit sig till en börs eller auktoriserad marknadsplats genom ett noteringsavtal eller gjort ett åtagande att följa NBK:OE vid offentliggörandet av budet.

²⁶ SOU 2005:58 s. 54.

²⁷ Jfr SOU 1997:22 s. 297.

²⁸ A.a. s. 296.

²⁹ A.a. s. 296.

2.2 Regler riktade till budgivaren

Nedan följer en övergripande redogörelse för de centrala punkterna vid förfarandet av ett takeover-erbjudande med utgångspunkt i dagens regler. Jag har valt att begränsa mig till att enbart ta upp regler som omfattar budgivaren därför att den framtida regleringsformen kommer att ha flest konsekvenser för budgivare i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Därutav är uppsatsen i sin helhet vinklad utifrån en budgivares position vid ett offentligt uppköpserbjudande. Vidare är följande redogörelse nödvändig för att förstå framtida reglering då NBK:OE till sitt materiella innehåll förväntas även i framtiden utgöra en central del av den framtida regleringen.

2.2.1 Närstående

För att regelverket gällande offentliga uppköpserbjudanden inte ska kunna kringgå på olika sätt har det i dagens regler införts regler om att vissa åtgärder vidtagna av fysiska eller juridiska personer närstående till budgivaren skall behandlas som om dessa hade vidtagits av budgivaren själv, se NBK:OE p. I.3. Reglerna omfattar bl.a. *företag i samma koncern, make, sambo och barn*. Bestämmelsen tar även sikte på två andra viktiga närståendekriterier, nämligen *samverkan mellan ägare* och *samverkan mellan budgivare*. Det första kriteriet tar sikte på fall då det mellan budgivare och någon annan, fysisk eller juridisk person finns en överenskommelse att genom samordnat röstutövande inta en långsiktig hållning och kontroll om bolagets förvaltning.³⁰ Det andra kriteriet är snarlikt och tar sikte på fall då parterna, inför ett planerat takeover-erbjudande samverkar på ett sådant sätt att en av parterna köper upp aktier på den öppna marknaden i ett bolag och på så sätt öppnat upp vägen för ett kommande uppköpserbjudande från den andre.³¹

2.2.2 Förutsättningar för ett uppköpserbjudande

Ett offentligt uppköpserbjudande påverkar målbolaget såväl som budgivaren genom att aktiekursen i respektive bolag påverkas. Det är därför viktigt att ett sådant erbjudande lämnas endast om budgivaren har en allvarigt menad avsikt att genomföra erbjudandet.³² Enligt med NBK:OE p. II.1. får ett offentligt erbjudande endast lämnas efter förberedelser som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. Vidare förutsätts det att budgivaren genom olika åtgärder kan påvisa dessa förberedelser utåt på ett sätt som tydliggör att budgivarens erbjudande är allvarigt menat och ekonomiskt möjligt att genomföra.³³ Bestämmelsen tar sikte på budgivarens

³⁰ SOU 2005:58 s. 206, Nyström m.fl. s. 17.

³¹ SOU 2005:58 s. 206 samt AMN 2002:20.

³² SOU 2005:58 s. 208.

³³ Jfr AMN 2001:17.

vilja och förmåga att genomföra erbjudandet och inte på utsikterna att nå framgång med ett takeover-erbjudande.³⁴

2.2.3 Offentliggörande av budet

Med anledning av ovannämnda risk för prisbildning på aktierna i såväl målbolag som budgivare som ett takeover-erbjudande kan medföra är det av stor vikt att erbjudandet offentliggörs omgående för att minimera risken för insideraffärer.³⁵ Ett sådant offentliggörande sker genom ett pressmeddelande, se NBK:OE p. I.4. samt p. II.3. Detta pressmeddelande, med syfte att nå allmänheten, skall lämnas till minst två etablerade nyhetsbyråer och minst tre risktäckande dagstidningar. Vidare skall samma information lämnas till den marknadsplats målbolaget har sina aktier noterade. Enligt p. II.3. i NBK:OE:s regler måste ett pressmeddelande innehålla viss information. Ur denna information ska det bl.a. framgå vem budgivaren är, hur många aktier budgivaren äger eller på annat sätt kontrollerar i målbolaget och hur erbjudandet ska finansieras. I samband med offentliggörandet av budet genom ett pressmeddelande ska även budgivaren ange att för erbjudandet gäller NBK:s regler om offentliga uppköpserbjudanden och AMN:s besked om tolkning och tillämpning därav.³⁶ Detta medför att en bundenhet av reglerna uppkommer på avtalsrättslig väg, jfr ovan under avsnitt 2.1.4. Åtagandet blir en del av innehållet i det avtal som uppkommer mellan budgivare och aktieägare i målbolaget.³⁷ Budgivaren såväl som målbolaget blir därför bundna av AMN:s uttalanden. Detta gäller oavsett om AMN har uttalat sig på begäran av budgivare resp. målbolaget eller uttalandet har gjorts i annat sammanhang men rör en tolkningsfråga som har omedelbar betydelse även för den aktuella situationen, förutsatt att nämndens uttalande offentliggjorts.³⁸

2.2.4 Bundenhet under acceptfristen

Huvudregeln är att budgivaren är bunden av det i pressmeddelandet lämnade erbjudandet under acceptfristen och får inte återkalla det, se

³⁴ Nyström m.fl. s. 18.

³⁵ Nyström m.fl. s. 20. Med insideraffärer avses att någon erhåller information som inte är tillgänglig för alla och genom handel på värdepappersmarknaden utnyttjat denna information för att i vinstgivande syfte förvärva eller avyttra sådana finansiella instrument som informationen avser, se Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 1-2 § § samt Matsson s. 27 f. Ett sådant handlande utgör insiderbrott i lagens mening. Regeln i NBK:OE p. II.2. motverkar insideraffärer genom att regeln förbjuder en potentiell budgivare som påbörjat en due diligence-undersökning av ett målbolag att handla med aktier i målbolaget då budgivaren erhåller information som påverkar värderingen av aktierna i bolaget. Sådan handel får dock företas efter att informationen som erhållits i samband med due-diligence undersökningen offentliggjorts.

³⁶ SOU 2005:58 s. 211 jfr även NBK:OE p. I.2.

³⁷ Skog i FAR INFO nr. 7/246 2003.

³⁸ SOU 2005:58 s. 211 f.

NBK:OE p. II.5.³⁹ Dock uppställs det i nämnda regel *tre* undantag gällande denna bundenhet. Rätten att återkalla erbjudandet grundar sig på att budgivaren villkorat erbjudandets fullföljande med något av de tre fall som anges i NBK:OE p. II.5.⁴⁰ Dessa undantagsvillkor skall anges i pressmeddelandet i samband med offentliggörandet av erbjudandet.⁴¹ Ett sådant villkor är om någon annan lämnar ett konkurrerande bud som på villkor för målbolaget är förmånligare⁴² eller att erbjudandet är villkorat av att budgivaren uppnår en viss anslutning i erbjudandet. Rätten att återkalla budet är inte oinskränkt. Enligt AMN grundar sig denna rätt på huruvida den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för förvärvet av målbolaget⁴³. Av detta följer att ju mer generellt villkoret är utformat mot bakgrund av de tre undantag som återges i NBK:OE p. II.5. desto högre krav bör ställas på att budgivaren kan visa att bristen i uppfyllelsen är av väsentlig betydelse⁴⁴. Råder det osäkerhet huruvida den bristande uppfyllelsen kan åberopas för en återkallelse av erbjudandet bör AMN kontaktas för besked.⁴⁵

Då ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till en stor krets aktieägare vars förmåga att bedöma erbjudandet är varierande, är det därför angeläget att erbjudandet präglas av enkelhet och tydlighet. Mot detta måste vägas att det för budgivarens intresse av och förmåga att fullfölja erbjudandet kan vara av avgörande betydelse att vissa förutsättningar är för handen när erbjudandet fullföljs.⁴⁶ Därför har offentliga uppköpserbjudande förenats med möjligheten att i avtalet inta fullföljandevillkor som är av ett annat slag än de som anges i NBK:OE p. II .5.⁴⁷ Denna regel, som återfinns i NBK:OE p. II.4 är mer vidsträckt och tar sikte på krav på villkor som måste vara uppfyllda *innan* erbjudandet genomförs, medan jag anser att regeln i NBK:OE p. II.5. är ett komplement till NKB:OE p. II.4. Regeln i NKB:OE p. II.4 tar sikte på erbjudandet *innan* offentliggörandet och möjligheterna för att förena erbjudandet med fullföljandevillkor. Detta gör att budgivaren

³⁹ Denna princip kan antas härstamma från avtalsrätten och benämns löftesprincipen – anbud och accept är bindande var för sig. Löftesprincipen gäller dock inte villkorslöst. AvtL är dispositiv och gäller *in dubio*. Detta omfattar dock inte ogiltighetsreglerna. Jfr AvtL 4 § och 6-7 § § samt Ramberg s. 34 f. samt s. 50 f.

⁴⁰ Jfr med det sagda ovan i not 45.

⁴¹ Jfr NBK:OE p. II.3. p. 6.

⁴² Se NBK:OE p. II.5. samt SOU 2005:58 s. 216 och Nyström m.fl. s. 27. Gällande övriga två undantag för återkallelse av erbjudandet hänvisas till NBK:OE p. II.5. 2 st. Jfr med termen ”White Knight” – uttrycket åsyftar den konkurrerande budgivaren som lämnar ett förmånligare erbjudande. En s.k. vit riddare ”undsätter” målbolaget vid ett fientligt takover-erbjudande, SOU 1990:1 s. 99.

⁴³ AMN 2000:20. I detta fall drog AMN paralleller till de brittiska reglerna. Enligt brittisk rätt får endast ett erbjudande återkallas om ett förhållande som innebär ”*material significance to the offeror in the context of the offer*” föreligger.

⁴⁴ SOU 2005:58 s. 216.

⁴⁵ AMN kan i enstaka fall lämna dispens från kravet på ”väsentlig betydelse”, Nyström m.fl. s. 27 f.

⁴⁶ SOU 2005:58 s. 213.

⁴⁷ Jfr NBK:OE p. II.4. samt Nyström m.fl. s. 23.

innan offentliggörandet av erbjudandet genom pressmeddelandet⁴⁸ kan företa ändringar gällande fullföljandevillkoren medan detta inte är möjligt efter avlämnandet. Regeln i NBK:OE p. II.5. fungerar därför som en sekundär möjlighet att återkalla budet med hänvisning till de undantag som anges i regeln. Dessa undantag måste ha angetts vid offentliggörandet av budet och en eller fler av dessa undantagssituationer måste ha inträffat för att en återkallelse under acceptfristen ska vara möjlig enligt regeln. Till skillnad från fullföljandevillkoren i NBK:OE p. II.4. föreligger ingen avtalsfrihet gällande villkoren i NBK:OE p. II.5. En annan möjlighet att se det är att reglerna om rätten att återkalla erbjudandet grundar sig på budgivarens bundenhet av det lämnade erbjudandet medan reglerna om fullföljandevillkor grundar sig på rättigheterna att uppställa krav som skall ligga för handen för att budgivaren skall genomföra erbjudandet. Då avtalsfrihet råder vid utformandet av dessa fullföljandevillkor kommer jag inte att gå djupare in på vad dessa villkor kan innebära.⁴⁹ NBK:OE p. II.4. uppställer visserligen en rad riktlinjer för dessa villkor. Som tidigare nämnt är denna regel lik den i NBK:OE p. II.5. och bygger på väsentligen samma principer som hämtats från AMN:s uttalande 2000:20. Fullföljandevillkoren skall vara utformade så att det objektivt kan fastställas om de uppfyllts eller ej och får således inte grunda sig på en subjektiv bedömning.⁵⁰ Ett exempel på ett icke-objektivt fullföljandevillkor är att villkora fullföljandet av erbjudandet med kravet att resultatet på en due-diligence underökning (som oftast företas av budgivaren i samband med ett planerat offentligt uppköpserbjudande) måste vara "tillfredsställande". Ett sådant villkor anses som alltför långtgående.⁵¹ Slutligen måste budgivaren visa att den bristande uppfyllelsen av villkoret är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.⁵² Vid osäkerhet gällande "väsentlig betydelse" bör AMN kontaktas för besked.

2.2.5 Likabehandling av aktieägare i målbolaget

Som bekant gäller vid tillämpningen av NBK:OE den börsrättsliga likhetsprincipen. Principen tar sikte på att alla aktieägare med lika rätt skall behandlas på ett likvärdigt sätt och ingen aktieägare får otillbörligen gynnas i förhållande till annan aktieägare. Enligt NBK:OE p. II.8. skall budgivaren erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Regeln i NBK:OE p. II.8. bygger därför på likhetsprincipen. Likhetsprincipen i NBK:s regler gäller inte obetingat då NBK:OE p. II.9.

⁴⁸ NBK:OE p. II.3. p. 6. I pressmeddelandet skall fullföljandevillkoren enligt NBK:OE p. II 5 anges.

⁴⁹ Nyström m.fl. s. 23.

⁵⁰ AMN 2000:20, Nyström m.fl. s. 24 och SOU 2005:58 s. 214. Denna typ av tillämpning försvårar möjligheten av att uppställa s.k. MAC villkor (Material Adverse Change) som möjliggör ett återtagande av ett erbjudande med hänvisning till utvecklingen av målbolagets verksamhet, resultat och ekonomiska ställning eller förändring på den allmänna marknaden. Detta mot bakgrund att om ett sådant (MAC) villkor anges och är utformat alltför allmänt strider det mot objektivitetskriteriet gällande fullföljandevillkor.

⁵¹ Nyström m.fl. s. 24.

⁵² AMN 2000:20 och SOU 2005:58 s. 215.

ger budgivaren rätt att ge aktieägare med icke identiska villkor vederlag som skiljer sig åt i värde och form. Skillnaden i det pris som erbjuds för olika aktieslag får inte vara för stort. En prisdifferens på drygt 10-20 % mellan A-aktier och B-aktier är i regel godtagbart och anses inte vara oskäligt eller strida mot god sed på aktiemarknaden, enligt AMN:s uttalanden.⁵³ En sådan särbehandling torde överensstämma med den lagreglerade möjligheten i ABL att frångå likhetsprincipen gällande aktier med olika rätt.⁵⁴

2.2.6 För-, sido- och efteraffärer

Principen om likabehandling av målbolagets aktieägare kommer även uttryck i de fall det rör sig om förvärv av aktier i målbolaget som budgivaren gjort *före*, *under* eller *efter* lämnandet av ett offentligt uppköpserbjudande. Detta medför att villkoren för uppköpserbjudandet måste anpassas till villkoren i de eventuella för- sido- och efteraffärerna som företagits om villkoren i någon av nämnda affärer är förmånligare för aktieägarna än villkoren i uppköpserbjudandet, se NBK:OE p. II.10, p. II.11 samt p. II.12.

2.2.7 Offentliggörandet av utfallet

Så snart acceptfristen har gått till ända skall budgivaren snarast möjligt offentliggöra utfallet av erbjudandet i enlighet med NBK:OE p. II.17. I offentliggörandet av utfallet ska information lämnas berörande bl.a. antalet förvärvade aktier och röstetal, huruvida uppställda fullföljandevillkor uppfyllts och vid vilken tidpunkt vederlaget för förvärvade aktier beräknas betalas ut, se NBK:OE p. II.17. I förekommande fall skall detta offentliggörande innehålla upplysningar om eventuellt beslut att förlänga acceptfristen⁵⁵, beslut om att begära tvångsinlösen av resterande aktier enligt 22 kap. ABL eller beslut om ytterligare förvärv av aktier på marknaden till följd av att t.ex. budplikt uppkommit.

⁵³ AMN 1991:3, AMN 2001:3, AMN 2004:18, AMN 2004:19.

⁵⁴ Jfr ABL 4:1-4:6. Sandström s. 22 och Rodhe s. 244.

⁵⁵ Detta kan ske i en situation då budgivaren inte uppnått den anslutningsnivå som angetts i ett fullföljandevillkor och förlänger därav acceptfristen för att uppnå denna anslutning, SOU 2005.58 s. 237.

2.3 Budplikt

2.3.1 Syftet med budplikt

En av de mest centrala reglerna i NBK:OE är regeln om budplikt, NBK:OE p. III.1. Budplikt⁵⁶ innebär att budgivaren efter ett visst förvärv av aktier (kontrollägarskifte) ska erbjuda sig att på samma villkor som tidigare förvärva resterande aktier i målbolaget. Syftet bakom regeln om budplikt tar sikte på övriga aktieägare i bolaget och deras möjligheter att lämna målbolaget efter ett kontrollägarskifte då budgivaren skaffat sig en dominerande ställning.⁵⁷ Budplikt uppkommer då budgivaren ensam eller tillsammans med någon närstående förvärvar aktier i ett målbolaget genom ett offentligt uppköpserbjudande och uppnår en ägarkontroll omfattande 30 procent eller mer av rösterna. Antalet aktier som förvärvats saknar betydelse utan det avgörande är om det totala innehavet efter förvärvet uppgår till 30 procent eller mer av rösterna i målbolaget. Vid ett sådant förvärv skall budgivaren lämna ytterligare ett offentligt erbjudande om förvärv av resterande aktier i målbolaget, NBK:OE p. III.1, jfr NBK:OE p. III.5.⁵⁸ Budplikt utlöses först då det står klart att förvärvet (det genomförda takeover-erbjudandet) är slutgiltigt och förvärvaren kan utöva rösträtt för aktierna i fråga vid en ev. bolagsstämma.⁵⁹ Vid beräkning av förvärvarens andel skall till dennes innehav läggas aktier som innehas av någon som faller in under närståendebegreppet. I vissa fall kan budplikt uppkomma vid ett indirekt kontrollägarskifte, NBK:OE p. III.2. Indirekt kontrollägarskifte uppstår om ett bolag förvärvar andelar i ett annat bolag i sådan utsträckning att ett koncernförhållande uppstår. Om dotterföretaget i sin tur ensam eller tillsammans med någon närstående, redan innehar aktier i ett annat bolag (målbolaget), skall dotterföretagets innehav läggas samman med moderbolagets innehav. I detta fall anses moderbolaget indirekt blivit ny kontrollägare av målbolaget vilket föranleder budplikt utifall moderbolaget och dotterbolaget tillsammans innehar ett röstetal om 30 procent eller mer representerade genom aktier i målbolaget.

⁵⁶ En annan benämning är ”erbjudandeplikt”. I den brittiska regleringen av takeover-erbjudanden benämns budplikt ”Mandatory Bid”, Forstinger s. 104. För svenskt vidkommande innehöll NBK:OE fram till den 1/7-99 ingen regel om budplikt.

⁵⁷ Nyström m.fl. s. 43. samt Sandström s. 165.

⁵⁸ Förfarande, villkor och utformning av erbjudandet till följd av budplikt överensstämmer med reglerna rörande frivilliga erbjudanden (sedvanligt takeover-erbjudande) i tillämpliga delar. Dock med vissa undantag, se NBK:OE p. III.5. Erbjudandet skall alltid innehålla ett vederlagsalternativ omfattande kontanter. Erbjudandet skall omfatta samtliga resterande aktier i målbolaget och acceptfristens förlängning får inte medföra fördröjning av erläggande av vederlag till aktieägare som accepterat erbjudandet.

⁵⁹ Gällande avstämningsbolag utlöses budplikt då förvärvet registrerats hos Bolagsverket och aktierna tagits upp i aktieboken hos VPC. Ska förvärvet prövas av en konkurrensmyndighet och rösträtt för aktierna kan utövas först när konkurrensmyndigheterna lämnat sitt beslut uppkommer budplikt först vid lämnandet av ett sådant beslut, SOU 2005:58 s. 238.

Den som genom förvärv av aktier uppnår ett innehav om 30 procent eller mer av röstetalet i målbolaget skall omedelbart offentliggöra hur stort hans aktieinnehav i målbolaget är och tillkännage sin avsikt i fråga om att senare lämna ett nytt erbjudande p.g.a. att nivån för budplikt uppnåtts, NBK:OE p. III.4. Senast fyra veckor efter att ett förvärv som föranlett kontrollägarskifte slutförts skall budgivaren genom ett pressmeddelande offentliggöra att ett nytt offentligt uppköpserbjudande om förvärv av resterande aktier i målbolaget kommer att lämnas.

Budplikt kan i vissa fall i enlighet med NBK:OE bortfalla trots ett kontrollägarskifte. Om ett offentligt uppköpserbjudande från början avser samtliga aktier i ett målbolag och budgivaren, efter budets fullföljande, uppnått 30 procentspärren av röstetalet för samtliga förvärvade aktier bortfaller budplikt. I ett sådant fall har redan samtliga aktieägare haft en möjlighet att överlåta aktierna genom accept av budet.⁶⁰ De aktieägare som inte accepterat erbjudandet har gjort ett medvetet val att behålla aktierna. Principen om att aktieägare ska ha rätt att frånträda ett bolag som ligger till grund för budplikt kan därför inte anses vara åsidosatt. Visserligen kan man fråga sig om aktieägaren innan ett takeover-erbjudande genomförts kan uppskatta omfattningen av anslutningen hos erbjudandet och huruvida ett kontrollägarskifte kommer att ske eller inte. En aktieägare kanske önskar behålla aktierna i målbolaget om ett kontrollägarskifte inte sker. Mot bakgrund av den (bristande) information som framkommit gällande budet dels via mediala kanaler dels genom uttalanden från målbolagets styrelse, kan kanske aktieägaren i vissa fall inte erhålla en uppskattad bild av erbjudandets anslutning hos övriga aktieägare. När sedan erbjudandet genomförts står aktieägaren utblottad eftersom ett kontrollägarskifte skett och aktieägaren gjort en felaktig bedömning. Rätten att enligt NBK:OE p. III.1. 4 st. lämna bolaget genom att överlåta aktierna till budgivaren på samma villkor som tidigare har gått förlorad. Visserligen kan aktieägaren i fråga bjuda ut aktierna till allmänheten men det är inte säkert att aktiekursen är lika förmånlig som priset för aktien i samband med erbjudandet.

Att aktieägaren ska utgå från att en budgivare alltid vill uppnå ägarkontroll är uteslutet.⁶¹ För att en aktieägare skall kunna ta ställning till budet i de fall det omfattar samtliga aktier i målbolaget och inte riskera att inte kunna utnyttja möjligheten att frångå bolaget vid kontrollägarskifte måste det säkerställas information som gör att aktieägarna kan ta en konkret ställning till ev. uppslutning av aktieägare gällande erbjudandet. Styrelsen i målbolaget kan vidta sådana informativa undersökningar och åtgärder, jfr NBK:OE p. II.14.

⁶⁰ SOU 2005:58 s. 240, jfr. NBK:OE p.II.17.

⁶¹ SOU 2005:58 s. 243. Se möjligheterna till partiella bud, NBK:OE p. II.13.

Vidare bortfaller även budplikt i förekommande fall då budgivaren eller någon närstående till denne (NBK:OE p. I.3. a-d) inom fyra veckor.⁶² från den tidpunkt då budplikt uppkom (se ovan för resonemang kring tidpunkt för uppkomsten av budplikt) avyttrar aktier eller vidtar någon annan åtgärd som medför att budgivarens aktieinnehav inte längre representerar 30 procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier i målbolaget, NBK:OE p. III.3. 1st. Med ”annan åtgärd” kan det förslagsvis handla om omvandling av A-aktier till röstsvagare B-aktier vilket minskar budgivarens sammanlagda röstetal i målbolaget. Budplikt bortfaller också i de fall budgivaren inom fyra veckor från tidpunkten då budplikt uppkom påkallar tvångsinlösen⁶³ av resterande aktier enligt 22 kap. ABL, NBK:OE p. III.3. 2st. Enligt ABL påkallas tvångsinlösen om budgivaren förvärvat 9/10 eller mer av aktierna i målbolaget. Detta är ett exempel på den regelkonkurrens som i vissa fall inträder mellan ABL och NBK:OE. Reglerna om tvångsinlösen åsidosätter reglerna i NBK:OE gällande budplikt i ovanstående fall.

2.3.2 Dispens från budplikt

AMN prövar NBK:s regelsystem och meddelar även dispens från reglerna, se NBK:OE p. I.2. Mellan perioden Jan-okt. 2005 prövade AMN drygt 20 ärenden rörande dispens från budplikt.⁶⁴ Huruvida dispens skall lämnas eller inte i ett enskilt fall skall prövas med utgångspunkt i syftet med budpliktsreglerna, d.v.s. att möjliggöra för övriga aktieägare att på visst sätt lämna bolaget när ett kontrollägarskifte ägt rum.⁶⁵ AMN skall genomföra en helhetsbedömning för att avgöra om en dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och om detta intresse kan anses väga tyngre än möjligheten för aktieägare att lämna bolaget.⁶⁶

Motiven för att dispens skall lämnas av AMN tar sikte på olika omständigheter. Skäl för att bevilja dispens torde föreligga när aktieinnehavet uppkommit genom ett förvärv som aktieägaren i fråga inte *aktivt* medverkat till, t.ex. arv eller gåva.⁶⁷ Har innehavet om 30 procent eller mer av röstetalet i bolaget uppkommit genom emission av aktier som antingen utgör vederlag vid köp av bolag eller är ett erforderligt led i rekonstruktionen av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter kan

⁶² AMN kan i vissa fall utsträcka fyra veckorsfristen till en längre frist, se SOU 2005:58 s. 243 samt AMN 2004:6, 2003:18 och 2002:12. En kontrollägare (Linc) medgavs dispens från tiden om fyra veckor för avyttring av aktier så att ett kontrolläggande inte längre skulle föreligga först 1 år därefter 8 månader och därefter ytterligare drygt 2 månader. Dispens medgavs bl.a. p.g.a. bolagets ekonomiska svårigheter.

⁶³ Om begäran om inlösen återkallas uppkommer återigen budplikt, NBK:OE p. III.3. 2st. sista meningen. Till skydd för aktieägare gäller detta även i de fallen en begäran om inlösen avvisas eller ogillas.

⁶⁴ www.aktiemarknadsnamnden.se

⁶⁵ Nyström m.fl. s. 47.

⁶⁶ AMN 2005:12.

⁶⁷ Nyström m.fl. s. 47.

dispens på dessa grunder i vissa fall motiveras.⁶⁸ I enlighet med AMN 2003:10 kan dispens gällande budplikt lämnas om en emission som föranleder att budplikt uppkommer, har beslutats på bolagsstämman med särskild hög majoritet.⁶⁹ Bolagsordningen kan innehålla bestämmelser som begränsar det antal röster som varje aktieägare kan avge på bolagsstämman. En sådan bestämmelse kan innebära att en majoritetsägare, oavsett storleken på innehavet, inte kan utöva sin rösträtt för 30 procent av aktierna i bolaget. Ett sådant förhållande kan motivera dispens från budplikt.⁷⁰ Ett beslut om dispens från budplikt innebär inte att aktieägaren i fråga sedermera kan förvärva ytterligare aktier i bolaget och därmed öka sin röstandel utan att ådra sig budplikt, jfr AMN 2003:11.

2.3.3 Praxis på området

AMN:s beslut om dispens från budplikt har en viktig funktion i näringslivet. Visserligen tar regeln sikte på aktieägarens rättigheter att frånträda ett bolag vid kontrollägarskifte men i verkligheten kan det se annorlunda ut. Som nämnt ovan i avsnitt 2.4.1 kan ett kontrollägarskifte ske ofrivilligt eller utgöra ett led i en planerad strategi, exempelvis en företagsrekonstruktion eller en emission (med syfte att tillföra bolaget nytt kapital). Möjligheten att frångå budplikt är av stor vikt för aktiemarknadens aktörer. Förvisso skall inte reglerna missbrukas och kringgås till förmån för otillbörliga ändamål.

AMN uttalande är vägledande praxis på området. Emellertid kan en generalisering inte ske utifrån praxis. AMN prövar varje ansökan från fall till fall utifrån syftet med budpliktsregeln, se AMN 2005:49. Trots att AMN prövar dispensärenden från fall till fall kan vissa riktlinjer antas ha framkommit. Dispens från budplikt medges ofta när en budpliktssituation uppkommer till följd av att någon typ av emission genomförs som ett led i rekonstruktionen av ett bolag i ekonomisk kris, jfr AMN 2005:42 där det på Stockholmsbörsens O-lista noterade bolaget Klippan AB var i behov av nytt kapital som ett led i en företagsrekonstruktion. Kapitaltillskottet skulle erhållas genom nyemission som i sin tur medförde att budplikt uppkom då ett kontrollägarskifte skedde. AMN meddelade dispens från budplikt i detta fall med motivering att emissionen som föranlett budplikt syftade till att hjälpa bolaget ur en ekonomisk kris.⁷¹ Dispens från budplikt har även motiverat då budplikt uppkommer vid kapitaltillskott genom nyemission och syftet med kapitaltillskottet är att förbättra ett bolags

⁶⁸ A.a. 47. Se även AMN 2002:31 (dispens från budplikt gällande apportemission som utgör led i en företagsrekonstruktion) samt AMN 2003:11 (dispens från budplikt vid nyemission som företogs i syfte att hjälpa bolaget ur en ekonomisk kris).

⁶⁹ Dispens meddelades förutsatt att beslutet om emissionen villkorades av att det biträds av aktieägare representerande 90 procent såväl av de avgivna rösterna som av de vid stämman företrädda aktierna.

⁷⁰ Nyström m.fl. s. 48.

⁷¹ Se även bl.a. AMN 2001:6 (Dispens från budplikt vid apportemission som ett led i rekonstruktion pga. betydande ekonomiska svårigheter), AMN 2002:15 (Dispens från budplikt vid företrädesrättsemmission som ett led i rekonstruktion med största ägaren som garantigivare).

konkurrenssituation och därmed uppnå ökad lönsamhet i bolaget i fråga, se AMN 2005:50.

Många gånger är dispens från budplikt förenad med villkor, jfr bl.a. AMN 2005:35. Villkoren bestäms från fall till fall, precis som vid prövning av dispens från budplikt. Att gå in på hur de olika dispensbesluten är motiverade och vilka villkor de är förenade med skulle resultera i en lång utläggning som detta arbete inte har möjlighet att inrymma.

3 Takeover-direktivet

3.1 Direktivets tillkomst

Takeover-direktivet, även kallat det *13:e bolagsdirektivet* har ett förflutet som sträcker sig drygt 30 år bak i tiden. 1974 presenterades av EG-kommissionen ett första utkast som dock snabbt förkastades. Med jämna mellanrum har nya förslag gällande reglering av offentliga uppköpserbjudanden lagts fram men likaväl förkastats.⁷² Slutligen den 15 december 2003 antogs direktivet och började gälla från den 21 april 2004. Nu återstår det för medlemsstaterna att implementera direktivet i nationell rätt vilket ska ske senast den 20 maj 2006 – två år efter ikraftträdandet av direktivet.

3.2 Direktivets bakomliggande motiv

Grundtanken bakom skapandet av en gemensam reglering av företagsförvärv inom unionen är en logisk konsekvens av principerna om kapitalets fria rörlighet och företagens fria etableringsrätt. En annan faktor som kan antas ligga bakom direktivets tillkomst är det faktum att antalet fientliga uppköpserbjudanden i Europa dramatiskt ökade under slutet av 90-talet och intresset för en gemensam reglering trappades upp då existerande självreglering inte räckte till.⁷³ En annan faktor till harmoniserad lagstiftning på området var det ökade antalet internationella företagskoncentrationer.⁷⁴

Takeover-direktivet syftar till att skydda aktieägarna och deras intressen i bolaget samt erbjuda tredjemansskydd såväl som att förhindra en sneddrivning av företagskonstruktioner p.g.a. godtyckliga skillnader inom nationella myndighets- och företagsledningskulturer.⁷⁵ Direktivet skall också möjliggöra för sunda omstruktureringar på aktiemarknaden.⁷⁶ Direktivets implementering i medlemsstaternas nationella rätt medför att det uppkommer ett enhetligt och lättöverskådligt regelverk rörande takeover-erbjudanden inom hela EU.⁷⁷ Detta skapar i sin tur ett gemensamt spelfält rörande takeover-erbjudanden, s.k. *level playing field*.⁷⁸ Förutom att ett sådant gemensamt spelfält säkerställer ett minimiskydd för aktieägare som

⁷² Skog i FAR INFO nr. 12/452 2003

⁷³ Dejmek i SvJT 2002 s. 594.

⁷⁴ A.a. s. 594.

⁷⁵ Forstinger s. 102. Se även direktivets ingress p. 1, 2, samt 3. Ingressen kan användas för att underlätta en tolkning av direktivets bestämmelser men skall inte lagstadgas på nationell nivå.

⁷⁶ SOU 2005:58 s. 9.

⁷⁷ Forstinger s. 102.

⁷⁸ A.a. s. 99.

utsätts för ett förvärv genom ett takeover-erbjudande så underlättar ett sådant spelfält förvärv över landgränserna.⁷⁹

Direktivet har sin materiella förebild i de brittiska takeover-reglerna vilket förklara varför ett genomförande av direktivet i svensk rätt inte kräver några större materiella förändringar då NBK:OE jämväl grundar sig på de brittiska takeover-reglerna.⁸⁰ Direktivet säkerställer att vissa enhälliga minimumregler gällande minoritetsägare i ett bolag som är föremål för ett offentligt uppköp införs på nationell nivå men en medlemsstat har rätt att i nationell rätt uppställa mer långtgående regler än vad direktivet föreskriver, art. 3.2b.

⁷⁹ A.a. s. 107. Jfr uttrycket cross border listning.

⁸⁰ SOU 2005:58 s. 9.

4 Framtida takeover-reglering

4.1 Inledande kommentarer

Direktivet syftar till att harmonisera medlemsstaternas regler gällande offentliga uppköpserbjudanden så att ett överskådligt och enhetligt regelsystem tillämpas i samtliga medlemsstater. Takeover-utredningens uppgift har därför varit att lägga fram ett förslag som uppfyller de minimikrav takeover-direktivet uppställer. Jag skall i detta kapitel beskriva och analysera takeover-utredningens framlagda förslag mot bakgrund av den självreglering som i nuläget råder på aktiemarknaden. Förslaget innebär inte alltför stora materiella förändringar på området och ingen ingående materiell genomgång av det framlagda förslaget kommer att ske i förhållande till NBK:OE. Jag har istället valt att avgränsa mig till att beskriva och analysera de mest väsentliga förändringarna en framtida reglering av offentliga uppköpserbjudanden påkallar genom ett genomförande av direktivet i svensk rätt, d.v.s. förändringar på området som är av vikt och innebär skillnader i förhållande till dagens självreglering. Analysen kommer att bestå av en jämförelse med den nu gällande självregleringen och den påverkan detta kan antas få på aktiemarknaden, positiv såväl som negativt. Analysen kommer även att innefatta en diskussion kring effektiviteten av den nya regleringsformen. Dessa väsentliga förändringar är följande; *den framtida formen av reglering, tillsyn och sanktioner samt tvingande budplikt.*

4.2 Framtida regleringsform

Art. 1 i direktivet uppställer ett krav att direktivet skall tillämpas på *”lagar och andra författningar samt uppförandekoder och andra arrangemang som fastställts av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna (...), som avser uppköpserbjudanden av värdepapper i bolag som lyder under lagstiftning i en medlemsstat, om alla dessa värdepapper eller några av dem är upptagna till handel på en reglerad marknad i den mening som avses i rådets direktiv 93/22/EEG⁸¹ i en eller flera medlemsstater (...)*”. Detta ger den nationella lagstiftaren stor frihet gällande den framtida regleringsformen men direktivet kräver indirekt (jfr art. 1) att regleringen gällande offentliga uppköpserbjudanden för samtliga medlemsstaters vidkommande blir av tvingande (lagreglerad) karaktär. För svensk del betyder detta att den nuvarande självregleringen måste anta en annan form. Ett genomförande av takeover-direktivet i svensk rätt

⁸¹ Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

kommer att medföra att självreglering övergår till en lagreglerad form.⁸² Direktivet kan förvisso implementeras för svensk del i den redan existerande självregleringen på aktiemarknaden men måste ha stöd för detta i lag. Detta betyder att möjligheten till en fortsatt framtida självreglering inte helt försvinner. Art. 1 i direktivet öppnar därför upp för *tre* alternativa regleringsformer gällande den framtida regleringen, nämligen 1) lag, 2) lag och myndighetsföreskrifter samt 3) lag, myndighetsföreskrifter och självreglering.⁸³

Jag kommer inte att behandla dessa tre alternativ mer ingående utan jag har valt att enbart redogöra och diskutera den form av reglering som takeover-utredningen valt att presentera och stödja. Takeover-utredningen har vid övervägandet av formen för den framtida regleringen tagit stor hänsyn till NBK:s redan existerande regler om offentliga uppköpserbjudanden. I utredningen hävdas det att NBK:OE är, ur ett internationellt perspektiv, ett väl utvecklat och fungerande regelverk som växt fram genom tre decennier av omfattande takeover-aktiviteter på den svenska aktiemarknaden och bör därför så långt som möjligt tillvaratas i den framtida regleringen.⁸⁴ Bakgrunden till detta övervägande kan tänkas vara att NBK:OE är ett för aktiemarknadens aktörer välkänt, välbeprövat och fungerande regelverk.

Den framtida regleringen för svenskt vidkommande gällande offentliga uppköpserbjudanden kommer att bestå av en kombination av lag och självreglering, där det senare i fortsättningen kommer att bestå av de börsregler som utgörs av NBK:OE. Dock förutsätts det att NBK officiellt bemyndigas att reglera offentliga uppköpserbjudanden på börsen och de auktoriserade marknadsplatserna i Sverige för att reglerna ska vara gällande och tvingande, jfr art. 1.1. Utredningens förslag tar vara på det väl utvecklade regelverk som NBK:OE utgör samtidigt som direktivets krav på genomförande tillgodoses då den fortsatta självregleringen bestående av NBK:OE får en förankring i lag. Förslaget betyder att börser och auktoriserade marknadsplatser i Sverige åläggs i lag, *lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarkanden*⁸⁵, framöver *TakeoverL* att ha takeover-regler och i samma lag åläggs den som i egenskap av budgivare⁸⁶ lämnar ett takeover-erbjudande avseende ett svenskt aktiemarknadsbolag att följa dessa regler.⁸⁷

Regleringen i framtiden kommer att träffa samtliga budgivare, d.v.s. även de som inte är noterade vid en svensk marknadsplats.⁸⁸ Utredningens förslag är

⁸² SOU 2005:58 s. 71.

⁸³ A.a. s. 71.

⁸⁴ A.a. s. 75.

⁸⁵ Se författningsförslaget i SOU 2005:58 s. 13 ff.

⁸⁶ I egenskap av budgivare omfattas svensk eller utländsk, fysisk eller juridisk person, jfr NBK:OE p. I.1.

⁸⁷ Se *TakeoverL* 2 kap. 1 §.

⁸⁸ SOU 2005:58 s. 76. Jfr med nuvarande NBK:OE där budgivare som inte har aktier noterade på en reglerad marknadsplats i Sverige inte är tvungen att följa reglerna då inget noteringsavtal föreligger och reglerna saknar stöd i offentlig reglering.

mest jämförbart med det tredje alternativet för regleringsformen, nämligen ”lag, myndighetsföreskrifter och självreglering”. Självregleringen övergår till lagreglering men behåller således sin materiella form. Ser man till reglernas materiella karaktär kommer reglerna att i framtiden fortfarande utgöras i huvudsak av ett på området självreglerat regelverk, dock av en tvingande karaktär. Kombinationen av lag och börsregler (bestående av nuvarande NBK:OE), medför att den gällande självregleringen inte genomgår en omfattande revidering utan behåller i det stora hela sin materiella karaktär men görs tvingande genom att i TakeoverL ålägga börser och auktoriserade marknadsplatser att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden. De som i egenskap av budgivare lämnar ett offentligt uppköpserbjudanden riktade till aktieägare i ett målbolag vars aktier är upptagna till handel på dessa handelsplatser tvingas att följa dessa regler. Dock förutsätts det att NBK:OE anpassas till direktivets krav avseende vissa punkter.

TakeoverL *tvingar* handelsplatserna att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden, däremot säger inte lagen något om vilket regelsystem marknadsplatserna skall använda sig av. Det åvilar därför handelsplatserna att ta fram och utveckla takeover-regler men inget hindrar att, på det sätt som i dag sker, ett självreglerande organ som NBK, bereder och föreslår sådana regler.⁸⁹ Mot bakgrund av den status och omfattande användning som NBK:OE har på den svenska aktiemarknaden är det inte troligt att handelsplatserna kommer att utveckla ett nytt regelverk utan de kommer troligtvis att använda de av NBK framtagna reglerna om takeover-erbjudanden. Direktivet öppnar upp för möjligheten för handelsplatserna att utfärda mer långtgående bestämmelser då reglerna i direktivet är s.k. minimibestämmelser.⁹⁰ Reglerna får inte ändras på ett sådant sätt att direktivets krav inte längre uppfylls.⁹¹ Detta gäller såväl den nationella lagstiftaren som de organ som bemyndigats att utfärda dessa regler, jfr art. 1.1.

4.2.1 Tillsyn

För att den framtida regleringsformen av takeover-reglerna skall efterlevas på ett effektivt sätt krävs det att regelverket bevakas och att aktörerna som omfattas av detta regelverk åtar sig att följa reglerna. För att realisera detta måste det även finnas märkbara sanktioner att tillgå. Nedan kommer jag att presentera den tänkta tillsynen efter takeover-direktivets genomförande i svensk rätt. Därefter i avsnitt 4.2.2. behandlas det tänkta framtida sanktionssystemet.

I enlighet med art. 4.1 i takeover-direktivet skall medlemsstaterna utse en eller flera myndigheter som skall vara behöriga att utöva tillsynen enligt de

⁸⁹ SOU 2005:58 s. 76.

⁹⁰ Skog s. 7 samt art. 3.2b i direktivet.

⁹¹ Skog s. 6.

regler medlemsstaterna utfärdat i ljuset av takeover-direktivet.⁹² De utsedda myndigheterna skall vara antingen offentliga myndigheter eller privata organ som godkänts av nationell lagstiftning *eller* offentliga myndigheter som enligt nationell lagstiftning uttryckligen bemyndigats till en sådan tillsyn. Tillsynsmyndigheterna skall även ha alla de befogenheter som behövs för att de skall kunna utföra sina uppgifter och säkerställa att budintressenten iakttar de gällande reglerna, art. 4.5. Ett krav direktivet ställer på den nationella tillsynsmyndigheten är att myndigheten i fråga skall utföra sina uppgifter på ett opartiskt sätt och oberoende av alla budintressenter, art 4.1.

För svenskt vidkommande har utredningen presenterat ett förslag i enlighet med direktivet som innebär att tillsynen av regelverket blir tvådelad. I nuläget har Finansinspektionen en lagstadgad skyldighet att utöva tillsynen över handel med aktier i aktiemarknadsbolag liksom över börser och auktoriserade marknadsplatser där sådan handel bedrivs.⁹³ Detta innebär att Fi redan i dag har en tillsyn över de marknader på vilka aktier i målbolag handlas som primärt omfattas av takeover-reglerna. Fi föreslås, av utredningen att åläggas att utöva den primära tillsynen över takeover-erbjudanden. För en sådan ordning talar framförallt det nära sambandet mellan en sådan tillsyn och den tillsyn Fi idag utövar på aktiemarknaden.⁹⁴ Jag kan tänka mig att utredningen resonerat utifrån den långa erfarenhet och kunskap som Fi besitter från tidigare tillsynsutövande gällande handel av finansiella instrument på aktiemarknaden och därför förefaller det naturligt att Fi blir den primära behöriga tillsynsmyndighet avseende takeover-reglerna. En splittring på flera myndigheter skulle sannolikt motverka effektiviteten av tillsynen och skapa oklara ansvarförhållanden. Vidare, följer det av utredningens framlagda förslag att det i lag åläggs börser och auktoriserade marknadsplatser att ha takeover-regler och detta innebär således att dessa reglerade marknadsplatser ska *ex officio* övervaka reglernas efterlevnad.⁹⁵ Detta innebär att handelsplatsernas övervakningsskyldighet är, i förhållande till Fi:s tillsynsskyldighet, en sekundär tillsynsskyldighet.

Den framtida slutgiltiga och övergripiga tillsynen kommer att utövas av Fi. Fi kommer att vara skyldig att pröva att de aktuella handelsplatserna har ett regelverk rörande takeover-erbjudanden som uppfyller lagens krav *och* att budgivare åtar sig att följa dessa regler. I de fall då budgivare inte följer reglerna skall Fi ingripa.⁹⁶ Inom ramen för Fi:s tillsyn faller även frågor kring reglernas tillämpning in.⁹⁷ Detta innebär att avgöra huruvida reglerna kan tillämpas på en viss situation och även prövning av undantag från reglerna.

⁹² Se även p. 5 i ingressen till direktivet.

⁹³ Jfr LHF. Se även SOU 2005:58 s. 80.

⁹⁴ SOU 2005:58 s. 81.

⁹⁵ SOU 2005:58 s. 11 ff. Handelsplatsernas övervakningsskyldighet kommer att sträcka sig till att dagligen övervaka att reglerna efterföljs av aktörerna på den aktuella handelsplatsen.

⁹⁶ A.a. s. 142. Överträdelse kommer att vara sanktionerat genom lag.

⁹⁷ A.a. s. 142.

Till denna *primära* tillsyn som Fi kommer utöva tillkommer handelsplatsernas *sekundära* tillsynsskyldighet som ett överlappande komplement till Fi tillsynsskyldighet. Detta medför att det nya regelverket gällande takeover-erbjudanden blir underkastat en dubbel tillsyn som övervakar reglernas efterlevnad. Denna dubbla tillsyn kommer att vara förenad med sanktioner, mer därom nedan i avsnitt 4.2.2.

4.2.2 Sanktioner

Takeover-direktivet föreskriver att medlemsstaterna skall fastställa påföljder för överträdelser av de nationella takeover-reglerna som antagits i enlighet med direktivet. Detta sanktionssystem skall utformas så att det blir *effektivt*, *proportionellt* och *avskräckande*, art. 17.⁹⁸ Vidare skall även medlemsstaterna (genom bemyndigade tillsynsmyndigheter) vidta alla nödvändiga åtgärder för att garantera att påföljderna verkställs, art. 17.

För att det föreslagna regelverket skall fungera effektivt och med genomslagskraft räcker det inte bara med att det är förankrat i en offentlig reglering. Regelverkets tvingande karaktär måste även stödjas på ett effektivt sanktionssystem för att det inte skall bli verkningslöst. Tillsynsorganen kontrollerar att regelverket efterföljs men för att berörda aktörer som omfattats av reglerna verkligen följer regelverket krävs det att regelverket är förenat med sanktioner av sådan beskaffenhet att de motverkar överträdelse. Ett effektivt sanktionssystem är ett centralt inslag i en rättsordning.⁹⁹

Som jag nämnde ovan kommer den framtida tillsynen var tvådelad. Fi:s uppgift blir att övervaka handelsplatserna och säkerställa att budgivare följer reglerna handelsplatserna uppställt. Till Fi förfogande kommer det att finnas ett sanktionssystem som aktualiseras vid en eventuell överträdelse. Sanktionssystemet kommer att bestå av en möjlighet för Fi att förbjuda ett offentligt uppköpserbjudande kombinerat med ett straffavgift.¹⁰⁰ Avgiften syftar till att upprätthålla disciplin och trovärdighet på aktiemarknaden och Fi bör därför kunna utdöma så pass kraftfulla sanktioner att en budgivare *avskräcks* från att lämna ett offentligt uppköpserbjudande utan att göra ett åtagande enligt lagen.¹⁰¹ Avgiften kommer att ligga i en intervall mellan

⁹⁸ Jfr även p. 5 i ingressen till direktivet.

⁹⁹ Nergelius s. 110. Hans Kelsen (1881-1973) anser att en norm som inte är effektiv inte heller är existerande. Effektivitet hos en norm är, enligt Kelsen ett villkor för giltighet. En norm som inte följs kan inte anses som giltig. Kelsen menar att effektivitet säkerställer ett förutsättande av normen. Denna effektivitet uppnås bl.a. genom att det finns ett tvångsmoment i normen och detta drivs igenom av bakomliggande sanktioner. Det är först då normen är effektiv som den är giltig och man kan tala om gällande rätt. Mot bakgrund av Kelsens teori kan dagens självreglering inte anses utgöra gällande rätt då det saknas effektivitet i Kelsens bemärkelse då inget tvångsmoment föreligger som uppbackas av sanktioner.

¹⁰⁰ Se författningsförslag gällande TakeoverL 4 kap. 1, 2 § §, SOU 2005:58 s. 19.

¹⁰¹ SOU 2005:58 s. 83.

50 000 kr och 100 000 000 kr. Fastställandet av avgiftens storlek sker *proportionellt* med hänsyn till affärens storlek och andra omständigheter.¹⁰² Takeover-affärer rör ofta stora belopp - inte sällan uppemot tio miljarder kronor. Avgiften måste därför stå i proportion till detta. Denna kombination bör sannolikt göra sanktionssystemet *effektivt* och säkerställa att reglerna till övervägande del efterlevs.¹⁰³ I jämförelse med det "obefintliga" sanktionssystem som i dagsläget råder är den ovannämnda ordningen en avsevärd förbättring.

Vid sidan om Fi:s lagreglerade sanktionssystem kommer handelsplatserna att ha en skyldighet att se till att de takeover-regler som där används efterlevs och att ett sanktionssystem finns att tillgå. Detta bygger på att det i lag åläggs handelsplatserna att ha sådana regler och att samtliga budgivare blir tvingade att följa dessa regler. Handelsplatsernas sanktionssystem måste även det uppfylla direktivets krav på effektiva, proportionella och avskräckande sanktionsnormer. Direktivet kräver att takeover-reglerna med tillhörande sanktionssystem skall omfatta samtliga budgivare. TakeoverL kommer i framtiden genom lag att tvinga budgivare att åta sig "(...) att följa de regler som marknadsplatsen fastställt för sådana erbjudanden och underkasta sig de sanktioner som marknadsplatsen får besluta om vid överträdelse av dessa regler".¹⁰⁴ Denna ordning binder samtliga budgivare att underkasta sig handelsplatsernas (i TakeoverL marknadsplatsernas) sanktioner och utvidgar därför den regel- och sanktionsbundenhet som för tillfället uppkommer på obligationsrätlig grund för en budgivare, vis a vis en börs eller auktoriserad marknadsplats.

Det åligger handelsplatserna att själv utforma sanktionssystemet men dessa åtnjuter dock inte oinskränkt frihet. Förutom kravet från direktivets sida gällande sanktionernas ändamålsenlighet och kravet på att systemet är utformat att omfatta samtliga budgivare som lämnar ett takeover-erbjudande på den aktuella handelsplatsens, bör sanktionssystemet vara *lika* på alla börser och auktoriserade marknadsplatser samt att det tillämpas av de olika handelsplatserna på ett *likartat* sätt.¹⁰⁵ Det blir en uppgift för Fi såsom ytterst behörig tillsynsmyndighet att se till att handelsplatserna uppfyller dessa krav.¹⁰⁶

4.3 NBK:s och AMN:s framtida roll

Trots att Fi i framtiden väntas få en utvidgad tillsynsskyldighet och handelsplatserna erhåller en lagstadgad rätt att utfärda takeover-regler med skyldighet att övervaka att dessa efterlevs kommer NBK och AMN fortfarande ha en viktig roll i spelet. NBK:s regler rörande takeover-

¹⁰² A.a. s. 83. Utredningen anför inte vad som kan komma att utgör "andra omständigheter".

¹⁰³ A.a. s. 84.

¹⁰⁴ TakeoverL 2 kap. 1 § 1 st.

¹⁰⁵ SOU 2005:58 s. 84 ff.

¹⁰⁶ A.a. s. 84.

erbjudanden är ett väletablerat och erfaret regelverk. Lagstiftaren har därför i utredningen valt att föreslå att NBK även fortsättningsvis ska ansvara för utformningen av reglerna och handelsplatserna väljer troligtvis att använda sig av detta regelverk. Fi kommer dock ha det yttersta ansvaret att reglerna efterlevs och att de uppfyller direktivets krav. Fi skall även pröva frågor kring reglernas tillämpning¹⁰⁷, detta innebär bl.a. prövning av dispens från reglerna. AMN har en gedigen kunskap och lång erfarenhet av reglernas och deras tillämpning. Denna kunskap är något Fi till stor del saknar och därför har lagstiftaren valt att även i fortsättningen bevara AMN:s roll vid takeover-erbjudanden. AMN föreslås att även i framtiden, på samma sätt som idag, men genom ett officiell bemyndigande pröva frågor kring reglernas tillämpning såväl som frågor rörande dispens från reglerna.¹⁰⁸ Detta gör att regelverket behåller närheten till aktiemarknaden och den av AMN utarbetade kompetensen bibehålls, vilket lagstiftaren strävat efter vid utformningen av författningsförslaget.¹⁰⁹ En annan fördel med detta är att det möjliggör för aktörerna på aktiemarknaden att inhämta snabba förhandsbesked om reglernas tolkning och tillämpning vilket är eftersträvansvärt vid publika förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden. Detta därför att dylika transaktioner sker snabbt och ofta under tidspress. Vidare undviker man även tidsödande och kostnadskrävande omstruktureringar och inkörsproblematik då Fi måste tillföras ytterligare kompetens och resurser.

4.4 Avslutande kommentarer

Den nya föreslagna regleringsformen med en kombination av lag samt självreglering och överlappande tillsyn med tillhörande sanktioner är, enligt min mening en aning svårövergriplig. Det gäller att hålla reda på hur de olika organens tillsyn överlappar varandra och vilka sanktioner respektive organ har att tillgå. Jag anser dock att förslaget är en bra lösning. Tillsyn och sanktioner på olika nivåer säkerställer reglernas efterlevnad i hög grad i jämförelse med dagens system. Jag påstår dock inte att dagens självreglering brister gällande efterlevnad. Problemet är bara att det inte finns några garantier att reglerna efterlevs, dels därför att regelverket inte är tvingande, dels därför att reglerna saknar efterföljande sanktioner. Visserligen kommer man runt en del av denna problematik genom att ta in reglerna i noteringsavtalet eller göra ett åtagande om att följa reglerna vid offentliggörandet av budet. Men då uppkommer sanktionsfrågan. Är sanktionerna tillräckliga för att upprätthålla regelverket?

Utgår man från direktivets krav på avskräckande, proportionella och effektiva sanktioner, anser jag inte att dessa krav är uppfyllda. Påföljderna vid ett åsidosättande av noteringsavtalet är av disciplinär karaktär och det

¹⁰⁷ A.a. s. 142.

¹⁰⁸ A.a. s. 75 samt s. 87

¹⁰⁹ A.a. s. 87.

värsta som kan följa av en överträdelse är avnotering.¹¹⁰ I de fall budgivaren inte ingått något noteringsavtal finns det inga garantier att denne åtar sig att följa reglerna. Sker ett sådant åtagande i samband med offentliggörandet av budet och detta åsidosätt finns inga formella sanktioner att tillgå. AMN står helt utan ett sådant förfogande. Visserligen kan inomobligatoriskt skadestånd aktualiseras. Förespråkare för en självreglering kan hävda att reglerna följs då de utgör god sed på aktiemarknaden och en seriös aktör iakttar god sed. Detta förutsätter att samtliga budgivare är seriösa aktörer och iakttar god sed på aktiemarknaden¹¹¹ Följdfrågan är då huruvida budgivaren har ett rykte att skydda, det kan rent av vara första och sista gången denne agerar på aktiemarknaden.

¹¹⁰ A.a. s. 55. Dock får en avnotering inte ske om detta är olämpligt från allmän synpunkt. Detta gör att det från påföljden finns ett tillämpligt undantag.

¹¹¹ Budgivaren hissar s.k. pestflagg till varning för andra aktörer på aktiemarknaden vid en underlåtenhet att åta sig att följa reglerna, Skog i FAR INFO nr 7 2003.

5 Budplikt

5.1 Budplikt i takeover-direktivet

Reglerna om budplikt som återfinns i direktivets artikel 5.1 syftar till att skapa ett lagstadgat skydd för minoritetsägare i ett målbolag genom att öppna upp för möjligheten att vid ett kontrollägarskifte frånträda bolaget. Till följd av att en budpliktssituation uppkommer måste budgivaren erbjuda sig att förvärva resterande aktier i målbolaget på samma villkor som lämnades vid det primära takeover-erbjudandet. Ett sådant erbjudande om förvärv av resterande aktier skall rikta sig till samtliga aktieägare i målbolaget som inte accepterat det primära budet. Budet ska omfatta hela deras innehav. Ett sådant erbjudande får därför inte rikta sig till en aktieägare eller viss grupp av aktieägare – detta är ett uttryck för den börsrättsliga likhetsprincipen som genomsyrar reglerna.¹¹²

5.2 Motiven bakom en regel om budplikt

Budplikt är motiverat utifrån att ett kontrollägarskifte berör övriga aktieägare (minoritetsägare) i bolaget. Den nye ägaren har en stor inverkan på bolaget och har goda utsikter att genomföra sina intressen. Dessa intressen kan i vissa fall missgynna övriga aktieägare och stå i strid med de intressen dessa aktieägare har i bolaget. Företagets framtida utveckling är inte alltid lätt att förutsäga, speciellt inte för den enskilda ägaren. Budplikt bygger därför på en princip om att säkerställa en (minoritets) aktieägars rätt att frånträda bolaget i de fall denne aktieägare efter att ett kontrollägarskifte har skett känner osäkerhet gällande företagets framtid och det kan antas att den nye ägarens inverkan på bolaget kommer att få negativa konsekvenser eller känner ett missnöje med den nya ägarstrukturen.¹¹³ Budplikt är inget frivilligt förfarande som budgivaren företar utan uppkommer då budgivaren genom ett offentligt uppköpserbjudande uppnår ett visst röstetal (i Sverige motsvara detta 30 %). Hit sträcker sig budgivarens skyldighet. Därefter är det upp till den enskilde aktieägaren att acceptera erbjudandet och till grund för en accept torde en subjektiv bedömning ligga. Enbart för att budplikt uppkommer betyder det inte att kontrollägarskiftet kommer att föranleda en negativ inverkan på bolaget. Budplikt säkerställer en rätt för en enskild aktieägare att frånträda bolaget *i de fall* denne *själv* känner att bolaget kan antas få en negativ utveckling eller känner ett missnöje med den nya ägarstrukturen. I många fall kan det antas att aktieägaren redan har en viss uppfattning om vad kontrollägaren har för avsikter med bolaget och i vilken riktning utvecklingen i bolaget är väntad. Detta genom att målbolagets styrelse har

¹¹²Se art. 3.1a i direktivet Dock är det viktigt att särskilja den börsrättsliga likhetsprincipen från den bolagsrättsliga likhetsprincipen. Se ovan i avsnitt 2.1.5.

¹¹³ SOU 1997:22 s. 287.

haft en skyldighet att under acceptfristen offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet.¹¹⁴

5.3 Framtida budplikt i svensk rätt

Detta avsnitt avser att behandla den tänkta framtida regleringen av budplikt i samband med genomförandet av takeover-direktivet i svensk rätt. Först följer en presentation av betydelsen av budplikt för aktiemarknaden och dess aktörer samt betydelsen av dispens från budplikt i vissa situationer. Tyngdpunkten har lagts vid att diskutera hur förutsättningarna för förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden kan tänkas bli påverkade av den framtida regleringen av budplikt på den svenska aktiemarknaden.

5.3.1 Budplikt på den svenska aktiemarknaden

I enlighet med den nuvarande regleringen fyller AMN en viktig funktion. AMN tolkar och meddelar undantag från reglerna, NBK:OE p. I.2. Ett sådant undantag från reglerna är meddelande om dispens från budplikt. Det förekommer situationer då budgivaren vid förvärv uppnår gränsen för att budplikt ska föreligga. I verkligheten kanske budgivarens vill undgå att fullfölja budplikten av olika skäl. Det är därmed i dessa situationer som tyngden av AMN:s prövning rörande dispens från budplikt får genomslagskraft.¹¹⁵

En budgivares syfte med ett förvärv kan dock i vissa fall vara utan en direkt önskan om att uppnå kontroll över bolaget. I vissa fall föreligger *de facto* inget kontrollägarskifte trots att målbolaget fått en ny ägare med 30 % eller mer av röstetalet. Så kan exempelvis fallet vara vid omstruktureringar inom koncerner eller vid generationsskiftesåtgärder från ägarsidan.¹¹⁶ Andra fall då budplikt inte är önskvärt är vid ett kontrollägarskifte som budgivaren inte aktivt medverkat till, t.ex. vid benefika överlåtelse. Ytterligare ett fall som motiverar dispens avseende budplikt är emission av aktier som ett erforderligt led i rekonstruktionen av ett företag med ekonomiska

¹¹⁴ Jfr NBK:OE p. II.14. Styrelsen skall agera i samtliga aktieägares intresse och uttalande får inte styras av särskild hänsyn till viss eller vissa ägare och inte heller av erbjudandets påverkan på styrelsens egen position. Detta är ett åter ett uttryck för likhetsprincipen, SOU 2005:58 s. 231. Även medias bevakning av erbjudandet (i de fall det rör sig om stora börsnoterade bolag) kan påverka aktieägarens uppfattning. Huruvida media ger en rättvis bild av kommande effekter vid ett genomförande av erbjudandet är diskutabelt, jfr bl.a. med medias bevakning av Old Mutuals bud på försäkringsbolaget Skandia under senare delen av 2005.

¹¹⁵ Under 2004 handlade 9 av 10 av AMN:s uttalanden om uppköpserbjudanden och av dessa föranleddes varannat uppköpsärende av dispens rörande budplikt. Detta visar att AMN:s prövning rörande dispens från budplikt är av viktig betydelse för aktiemarknadens aktörer och dispensfrågor är uppe till prövning frekvent, Skog i FAR INFO nr.1/18 2005.

¹¹⁶ Nyström m.fl. s. 47. Se även AMN 2003:19 och AMN 2005:24

svårigheter.¹¹⁷ För ytterligare redogörelse av skäl för dispens från budplikt se ovan under avsnitt 2.4.1.

Reglerna rörande budplikt måste vara förenade med möjligheter till dispens då en villkorlös regeltillämpning av budplikten kan motverka i vissa fall sunda omstruktureringar på aktiemarknaden. Det finns fog för en diskussion kring huruvida AMN tillämpar en *börsrättslig genomsynsprincip*. Vid en prövning av huruvida dispens i det enskilda fallet skall beviljas eller inte sker en sådan prövning utifrån syftet med budpliktsreglerna, d.v.s. att möjliggöra för övriga aktieägare att på ett visst sätt lämna bolaget när ett kontrollägarskifte ägt rum. I ena änden uppställs aktieägarkollektivets intresse och i den andra änden uppställs den enskilde aktieägarens intresse att frånträda bolaget. Det är här mitt resonemang kring en eventuell börsrättslig genomsynsprincip aktualiseras.¹¹⁸ Jag anser att AMN, i de fall då dispens från budplikt medges ser igenom syftet med budpliktsregeln och istället fastställer det reella syftet med själva förvärvet av kontrollposten. Detta reella syfte vägs därefter mot intresset att budplikten fullföljs. Väger intresset att fullfölja budplikten mindre än intresset att behålla kontrollposten i syfte att möjliggöra för framtida tillväxt i bolaget får budpliktsregel ge vika jfr med bl.a. AMN 2005:50. En sådan bedömning får inte undergräva syftet med budplikten på ett sådant sätt att det bryter mot god sed på aktiemarknaden och underminera respekten för aktiemarknaden.¹¹⁹

Budpliktsregeln utgör visserligen en viktig skyddsregel för övriga aktieägare vid ett kontrollägarsskifte. Möjligheterna för en budgivare att medges dispens från en sådan budplikt har även det en stor betydelse för aktiemarknadens aktörer. Reglerna om budplikt tar inte hänsyn till situationer då ett kontrollägarsskifte uppkommer där ändamålet med ett sådant förvärv inte är förenligt med budpliktsregelns syfte. Detta blir aktuellt i situationer då t.ex. ett kontrollägarsskifte uppkommer vid en emission som utgör ett led i rekonstruktionen av ett företag som är i en ekonomisk kris. Emissionen kan vara en kapitalanskaffning. Syftet med förvärvet kan därför vara att bidra till att utveckla och förnya ett bolag. I en sådan situation är det inte önskvärt att budplikten fullföljs då det hämmar en

¹¹⁷ Nyström m.fl. s. 47. Se även AMN 2005:43 samt jfr med AMN 2005:42.

¹¹⁸ Jfr med civilrättslig genomsyn. Civilrättslig genomsyn tar sikte på att fastställa en rättshandlings verkliga civilrättsliga innebörd oavsett parternas rubricering, Gäverth s. 740. I den skatterättsliga doktrinen har det på senare år diskuterats huruvida en skatterättslig genomsynsprincip växt fram ur den civilrättsliga genomsynsprincipen. Skatterättslig genomsynsprincip syftar till att fastställa rättshandlingens reella skatterättsliga innebörd, Silfverberg s. 274. Dock har denna princip varit omdiskuterad och inte ansetts vara annat en utvidgning av den civilrättsliga genomsynsprincipen och därför är ett antagande av dess existens obefogad, Silfverberg s. 270 ff. Mot bakgrund av detta anser jag att ett antagande av en börsrättslig genomsynsprincip kan också vara obefogad då denna genomsyn inte är något annat än en utvidgning av civilrättslig genomsyn. Det viktiga är att AMN *de facto* ser igenom en budpliktssituation och avgör huruvida budplikt skall fullföljas eller inte mot bakgrund av syftet med förvärvet av en kontrollpost. Det som är intressant i detta sammanhang är att det faktiskt kan anses att AMN tillämpar en sådan princip.

¹¹⁹ Jfr med SOU 2005:58 s. 201.

sådan utveckling och förnyelse. Man kan benämna en sådan situation där budplikt uppkommer men inte är önskvärt med att *skenbudplikt* uppkommer.

5.3.2 Budplikt blir lag

Den mest påtagliga förändringen gällande NBK:OE kommer i framtiden att bli följande; reglerna i NBK:OE gällande budplikt tas bort och införs i ett eget kapitel i den av takeover-utredningen föreslagna lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Bestämmelsernas materiella innehåll lämnas oförändrat.¹²⁰ Detta med anledning av att reglerna i NBK:OE avseende budplikt är till innehållet överensstämmande med de krav direktivet uppställt. Detta medför att reglerna om budplikt blir tvingande i då de införs i en lag som omfattar *samtliga*¹²¹ budgivare som lämnat ett offentligt uppköpserbjudande gällande ett svenskt aktiemarknadsbolag. Kravet på att ett röstetal om 30 % eller måste uppnås vid ett kontrollägarskifte för att budplikt skall föreligga bevaras och överförs till lag. Budpliktsreglerna kommer i framtiden inte längre var intagna i självreglerande börsregler i form av NBK:OE utan bestämmelserna lyfts i sin helhet ut ur börsreglerna och lagstadgas.

5.3.2.1 Tillsyn och dispens rörande budplikt

Övergången från en självreglering till lagreglering gällande budplikt medför att bestämmelserna underkastas en offentlig kontroll. Då staten lagstiftar i detta ärende åligger det staten (lagstiftaren) att säkerställa att lagen uppfyller minimibestämmelserna i takeover-direktivet.¹²² Utredningen föreslår att Fi blir tillsyns- och prövningsmyndighet rörande budpliktsärenden. Detta innefattar en övervakning av reglernas efterlevnad och prövning av frågor huruvida budplikt föreligger i ett särskilt fall samt dispens rörande budplikt¹²³. I dag fyller AMN denna funktion men i och med att reglerna om budplikt lagfästs flyttas hanteringen av dispens och förhandsbesked över till Fi för att uppfylla direktivets krav.¹²⁴ Fi föreslås bli den primära tillsyns- och prövningsmyndigheten gällande budpliktsärenden men mot bakgrund av följande är det nödvändigt att denna funktion skall kunna delegeras till AMN. AMN har en betydande erfarenhet och kunskap avseende dylika frågor och är en inom näringslivet allmänt erkänd sammanslutning.¹²⁵ Från sökandes sida finns det i samband med takeover-erbjudanden ofta önskemål om snabba besked.¹²⁶ Ett överlåtande av en

¹²⁰ Som redan nämnt stadgar direktivet minimiregler, art. 3.2b. Det finns därför utrymme för den nationella lagstiftaren att utfärda strängare regler. Den svenska lagstiftaren har valt att inte överskrida minimireglerna utan anpassa nationell lagstiftning därefter.

¹²¹ Detta utvidgar reglernas bundenhet till att inte enbart omfatta budgivare som är bundna av reglerna genom ett noteringsavtal eller att budgivaren gjort ett åtagande att följa reglerna i samband med offentliggörandet av budet, jfr NBK:OE p. II.3.

¹²² SOU 2005:58 s. 142.

¹²³ TakeoverL 4 kap. 1 § och 5-6 § § samt SOU 2005:58 s. 19.

¹²⁴ SOU 2005:58 s. 87.

¹²⁵ A.a. s. 12.

¹²⁶ A.a. s. 57.

hantering av frågor av nämnda slag till Fi kräver en avsevärd resursförstärkning för att handläggningstiderna inte ska bli flera veckor.¹²⁷ Även om en sådan resursförstärkning kom till stånd är det inte säkert att kompetensen uppnår den nivå som är behövlig för handläggning av dessa ärenden snabbt (jfr. med AMN:s handläggningstid som är ungefär ett dygn). Visserligen kan detta lösas genom att AMN personella verksamhet flyttas över till Fi. Ställningstagande kan ske åt båda håll. Jag delar utredningens åsikt om att AMN bör bibehålla sin nuvarande roll för att tillvarata den upparbetade kompetens och erfarenhet som AMN innehar.¹²⁸ Detta kan enkelt uppnås genom att Fi i lag ges rätt att delegera tillsyns- och prövningsärenden till AMN.¹²⁹ Dock föreslås det att beslut fattade av AMN skall på begäran från sökande omprövas hos Fi. Det ska i sin tur vara möjligt att överklaga detta beslut hos allmän förvaltningsdomstol, se TakeoverL 5 kap. 1 §.

Lösningen är onekligen praktisk då den inte kräver avsevärda strukturella och organisatoriska förändringar. AMN funktion och betydelse tillvaratas samtidigt som ärenden rörande budplikt prövas mot bakgrund av lång erfarenhet och kunskap på området. Fi har i sitt remissvar¹³⁰ tillstyrkt utredningens förslag om en sådan delegering men poängterat vikten av en resursförstärkning hos Fi då det trots möjligheterna till delegation kommer att innebära ökade arbetsuppgifter för Fi. Vidare kommer överprövningar av överklagade beslut från AMN att kräva mycket kunnig kompetens som kan matcha AMN:s kompetens.¹³¹ Enligt TakeoverL 4 kap. 7 § ska det organ som mottar en delegation vara ett organ med ”representativa företrädare för näringslivet”, fördelaktigast AMN.¹³² Fi motsätter sig detta i sitt remissvar. Fi anser att det är olämpligt att i lag införa en sådan begränsning då det kan finnas yrkesgrupper som inte kan anses vara representanter för näringslivet men som likväl fyller en viktig roll såsom t.ex. domare, akademiker eller representanter för investerarkretsen.¹³³ Vidare kan en sådan begränsning hämma en utveckling som i framtiden kan framstå som eftersträvansvärd.¹³⁴ Vilka konsekvenser detta kan antas få på regelverkets effektivitet kommer jag att diskutera längre fram i arbetet.

¹²⁷ A.a. s. 87.

¹²⁸ A.a. s. 87.

¹²⁹ TakeoverL 4 kap. 5-7 § § samt SOU 2005:58 s. 20. Kommer denna lösning till stånd får AMN en viss offentlighetsrättslig ställning eftersom organet kommer att ägna sig åt myndighetsutövning som enligt lag ankommer på Fi. Konsekvensen av detta blir att AMN blir underkastat vissa bestämmelser som syftar till att säkerställa en korrekt myndighetsövning. Se BrB 20:1 om straffansvar för tjänstefel och Sekretesslagen (1980:10) 8 kap. 5 §, SOU 2005:58 s. 88 ff.

¹³⁰ Fi:s remissvar Dnr: 05-0046-001.

¹³¹ A.a. s. 4.

¹³² Jfr TakeoverL 4 kap. 7 §.

¹³³ A.a. s. 2.

¹³⁴ A.a. s. 2. På vilket sätt en sådan utveckling hämmas tar Fi dock inte ställning till i remissen.

5.3.2.2 Sanktioner vid underlåtenhet att fullfölja budplikt

I syfte säkerställa att lagreglerna om budplikt efterlevs är det önskvärt att det till reglerna knyts sanktioner som förhindrar att en budgivare bryter mot ett fullgörande av budplikt.¹³⁵ Enligt utredningens mening bör Fi ges möjlighet att; 1) förelägga ägaren att fullfölja budplikten, 2) att förelägga ägaren att avyttra så många aktier att budplikt inte längre föreligger eller 3) att förelägga att ägaren löser upp ett närståendeförhållande så att budplikt inte längre föreligger.¹³⁶ Samtliga dessa förelägganden bör kunna kombineras med ett vite.¹³⁷ Som sekundär påföljd (när ett av ovannämnda föreläggande är verkningsslöst) ska Fi kunna besluta om att aktieägaren inte heller skall få företräda sina aktier i målbolaget vid en bolagsstämma.¹³⁸ Genom detta blir aktierna verkningsslösa, jfr TakeoverL 4 kap. 8-9 § §.

Aktieägarens rätt att utöva sin rösträtt tar sikte på den bolagsrättsliga likhetsprincipen, jfr ABL 4:1. Frågan är om ett föreläggande om att en aktieägare inte får utöva den genom aktien tillkomna rösträtten står i strid med likhetsprincipen i ABL? Huvudregeln är att principen skall följas obetingat och bestämmelser som är ägnat att bereda aktieägare en otillbörlig fördel och som är till nackdel för annan aktieägare är inte tillåtna med stöd av general klausulen i ABL.¹³⁹ Visserligen uttalas det i motiven till ABL att likhetsprincipen måste ge vika om det rör en åtgärd som är i bolagets intresse.¹⁴⁰ Ett föreläggande från Fi som inskränker kontrollaktieägarens rätt att företräda sina aktier i målbolaget torde vara legitimt med hänvisning till att bolagets intresse är aktieägarnas gemensamma intresse. Resterande aktieägare kan antas ha ett intresse i att erbjudas en möjlighet att frånträda bolaget vid ett kontrollägarskifte. En inskränkning av rösträtten för kontrollägaren tills ett erbjudande om budplikt genomförs kan därför vara befogat mot bakgrund av bolagets intresse. Rodhe menar dock att detta synes vara en orimlig ståndpunkt och om ett sådant godtagande görs skjuter detta likhetsprincipen helt åt sidan.¹⁴¹

Sammanfattningsvis följer att till reglerna om budplikt knyts det i TakeoverL sanktioner av både primär och sekundär art. De sekundära påföljderna kan antas få stor genomslagskraft och säkerställa reglernas efterlevnad i hög grad. Detta därför att påföljden i fråga omöjliggör för kontrollägaren att utöva sitt inflytande i bolaget och detta i sin tur omöjliggör syftet med förvärvet. Det inte helt klart huruvida denna påföljd

¹³⁵ Sanktionerna skall följa direktivets krav på effektivitet, proportionallitet och vara avskräckande, se art. 17.

¹³⁶ Detta kan ske bl.a. genom att upplösa ett koncernförhållande eller upplösa ett avtal om samverkan mellan ägare, Nyström m.fl. s. 16 f.

¹³⁷ Utredningen diskuterar inte storleken av ett sådant vite men det kan anses att storleken på vitet bör vara i proportion till aktieaffärens storlek så att det får en avskräckande effekt och syftet med sanktionen efterlevs, d.v.s. att fullfölja Fi:s föreläggande. Jfr med sanktionsavgiftens storlek då en budgivare inte åtar sig att följa marknadsplatsernas takeover-regler.

¹³⁸ SOU 2005:58 s. 87 f. Se även TakeoverL 4 kap. 8-9 § §, SOU 2005:58 s. 21.

¹³⁹ Sandström s. 197.

¹⁴⁰ Rodhe s. 243

¹⁴¹ A.a. s. 244.

kan anses strida mot likhetsprincipen i ABL. Visserligen tar sanktionerna sikte på ett börsrättsligt regelverk där innebörden av dess likhetsprincip skiljer sig från den i ABL.

5.4 Är lagfäst budplikt att föredra?

Förslag om att i lag införa budplikt har redan tidigare debatterats. I samband med revideringen av reglerna kring aktiebolagets kapital (SOU 1997:22) fördes av Aktiebolagskommittén en diskussion huruvida regler om budplikt borde införas på den svenska aktiemarknaden. Denna diskussion föranledes dels av att det vid den tiden saknades regler om budplikt i NBK:OE¹⁴² och dels av EG-kommissionens förslag till takeover-direktivet.¹⁴³ Aktiebolagskommittén kom dock fram till att en lagstadgad budplikt bl.a. motverkar en önskad tillväxt genom ägaromstruktureringar avseende svenska aktiemarkandsbolag och en sådan tillväxt är önskvärd då den bidrar till ett effektivt resursutnyttjande som i sin tur har grundläggande betydelse för den ekonomiska tillväxten i samhället.¹⁴⁴ Även många representanter från det svenska näringslivet motsatte sig ett sådant införande.¹⁴⁵ Kommitténs överväganden ledde som bekant inte till något införande av budplikt i lag. År 1999 infördes regler om budplikt i NBK:OE.¹⁴⁶

5.4.1 Positiva effekter

Det starkaste och således mest nämnvärda motivet för en lagstadgad budplikt är egentligen det att budplikt anses ge minoriteten och särskilt då småspararna en möjlighet att komma ut ur ett bolag efter att ett ägarskifte skett som de ogillar.¹⁴⁷ Ett argument för detta är det vid ett kontrollägarskifte finns en risk för att värdet på bolagets aktier minskar, varför missnöjda ägare skall erbjudas en rätt att frånträda bolaget på samma villkor som de ägare som sålt sina aktier till kontrollägaren.¹⁴⁸ En viktig faktor i ett sådant sammanhang är aktieägarnas förväntningar på den nya ägaren. Vilka är dennes framtida planer för bolaget? Vidare kan det även argumenteras för ett starkt minoritetsskydd med bl.a. utgångspunkt i betydelsen av att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktier som sparform.¹⁴⁹ Detta stämmer även överens med den i NBK:OE uppställda principen om ett upprätthållande av respekt för aktiemarknaden som i sin tur bevarar allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.

¹⁴² Clausen/Sørensen s. 37. Att de engelska reglerna om uppköpserbjudanden (The City Code on Take-Overs and Mergers) som låg till grund för NBK:OE faktiskt innehöll regler om budplikt påverkade onekligen diskussionen kring ett införande av budplikt i svensk rätt.

¹⁴³ KOM (95) 655.

¹⁴⁴ SOU 1997:22 s. 300 f.

¹⁴⁵ A.a. s. 293 ff.

¹⁴⁶ Nyström m.fl. s 9.

¹⁴⁷ A.a. s. 301.

¹⁴⁸ A.a. s. 298. Detta argument anses i vissa fall vara ogrundat. Studier visar att förvärv av kontrollposter leder genomsnittligt sett till stigande aktiekurser, se SOU 1997:22 s. 299.

¹⁴⁹ A.a. s. 301.

5.4.2 Negativa effekter

En tvingande regel om budplikt kan antas ha en mycket negativ påverkan på ägarfunktionen i ett företag. Förvärv av kontrollposter har en viktig funktion att fylla. En budgivare kan ha ett visst ekonomiskt syfte med ett förvärv av en kontrollpost utan ett initiativ att förvärva resterande del av bolagets aktier. Vinstutsikten i bolag skapar incitament hos potentiella ägare att söka information om företagets framtida möjligheter. Denna information har ett ekonomiskt värde som kan realiseras genom att via bolagsstämman påverka företagets verksamhet.¹⁵⁰ Detta sker bäst genom ett innehav av en kontrollpost. En realisering av den samlade informationen om bolagets framtida vinstmöjligheter leder till omvandling och förnyelse på aktiemarknaden. Detta leder i sin tur till ekonomisk tillväxt i bolaget och vinstgenerering. Resultatet av detta blir en ökad välfärd i samhället. Mot bakgrund av detta är sunda omstruktureringar och ägarförändringar önskvärda på aktiemarknaden för att möjliggöra ekonomisk tillväxt och utveckling inom ett företag.

En i lag upptagen budplikt fördyrar och i vissa fall helt omöjliggör såväl en successiv uppbyggnad av kontrollposter såväl som direkta kontrollpostförvärv. Detta genom att den som skulle vara beredd att betala ett visst pris för denna kontrollpost skulle då vara tvungen att kalkylera med möjligheten att behöva betala ett kanske tre gånger så högt pris då det föreligger en risk att ett budpliktsförfarande måste fullföljas.¹⁵¹ En lagstadgad budplikt kan också antas ha negativa effekter på den som vill sälja sina aktier i ett bolag. Tvingande budplikt torde reducera antalet potentiella köpare som skulle kunna och vilja köpa en större kontrollpost på en gång då risk föreligger att budplikt utlöses, som denne varken har möjlighet eller vilja att fullgöra.¹⁵²

Det finns inget stöd för att ett förvärv av en kontrollpost missgynnar övriga aktieägare utan snarare tvärtom. Studier som genomförts av aktiekursreaktioner i anslutning till större ägarskiften visar på att kontrollägarskiften leder genomsnittligt sett till stigande aktiekurser.¹⁵³ Visst finns det undantag där kontrollägarrens förvärv syftar till att "köra över" övriga aktieägare.¹⁵⁴ I dessa fall uppfyller budplikt sitt syfte som minoritetsskyddsregel.

¹⁵⁰ A.a. s. 300.

¹⁵¹ SOU 1997:22 s. 301. Till detta argument anknöt sig Industriförbundet och Bankföreningen i Aktiebolagskommitténs utredning i SOU 1997:22.

¹⁵² A.a. s. 301.

¹⁵³ A.a. s. 298 f.

¹⁵⁴ Jfr a.a. s. 299. Se även Forstinger s. 5.

6 Självregering contra lagregering – en analys

Detta kapitel syftar till att knyta ihop det som hittills framställts i uppsatsen och ge svar på den problemställning som presenterats i inledningen. Kapitlet inleds med en allmän redogörelse för olika fördelar med självregering och lagregering. Därefter övergår kapitlet till en jämförelse av dagens självregering kontra den framtida lagregeringen. I avsnitt 6.2.1 diskuteras hur effektiv den nya regleringsformen kan antas bli i framtiden. Med effektivitet menar jag regelsystemets efterlevnad. Jag kommer därefter att vidareutveckla den diskussion jag fört kring effekterna en lagstadgad budplikt kan antas medföra på företagsförvärv genom offentliga uppköpserbjudanden.

6.1 Två regleringsformer

Nedan följer en allmän redogörelse av olika fördelar en självregering såväl som en lagregering medför. Redogörelsen syftar till att ge en deskriptiv och objektiv bild av dessa två regleringsformer varför ingen förankring i takeover-reglernas framtida eller nuvarande regleringsform förekommer. Detta mot bakgrund av att det inte går att dra några slutsatser av antalet fördelar då de redovisade fördelarna har varierande tyngd för olika personer, i olika situationer, i olika frågor och över tiden.¹⁵⁵

6.1.1 Varför en självregering?

Självregering på en marknad tillkommer oftast genom att intresse- eller branschorganisationer utformar regler för att förbättra marknadens funktionssätt. Dessa regler motverkar oönskat beteende och uppmuntrar till önskvärt beteende bland aktörerna. Ett sådant beteende är önskvärt då det upprätthåller allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Ett exempel på en sådan motverkan är följande. En enskild aktör på marknaden kan i vissa fall ha ett intresse som helt eller delvis strider mot marknadens intresse. Den enskilda aktören kan själv vinna på att vara slug och listig, särskilt om övriga aktörer beter sig anständigt. Ett sådant beteende kan undergräva allmänhetens förtroende för aktiemarknaden vilket får negativa effekter för *samtliga* aktörer. Den vinst som en enskild aktör gör genom att bete sig slugt och listigt är mindre än de förluster som samtliga aktörer kollektivt drabbas av om förtroendet för aktiemarknaden undergrävs. Att alla aktörer beter sig anständigt gör alla aktörer till vinnare.¹⁵⁶ En enskild aktör vinner mer på att följa reglerna än att försöka komma runt reglerna genom listiga drag i syfte att uppnå egen vinning.

¹⁵⁵ Kågerman s. 97.

¹⁵⁶ A.a. s. 98.

En annan fördel med självreglering är att regelverket ofta utformas av personer som är experter på de frågor som reglerna berör. De personer som utformar reglerna befinner sig mitt i verkligheten och har ett stort och direkt intresse att reglerna blir funktionella.¹⁵⁷ Regler som tillkommer genom självreglering är flexibla och kan snabbt få genomslagskraft. Detta gör att missförhållanden kan undanröjas snabbt. Snabbhet är dock även en nackdel i det att den utredningsinstans och den eftertanke som föregår reglerna måste bli begränsad.¹⁵⁸ Självreglering kan även användas som tentativ normbildning.¹⁵⁹ Den kan användas som ett sätt att känna sig för vad aktiemarknadens aktörer är villig att acceptera. Ett välvilligt mottagande kan därefter motivera en lagreglering på området.

6.1.2 Varför en lagreglering?

Rättsäkerhet är en fördel med lagreglering då inga egenintressen eller särintressen styr denna regelbildning.¹⁶⁰ Stora utredningsresurser kan sättas in dels när reglerna skapas, dels när reglerna tillämpas. Till detta tillkommer möjligheten till överklagande. Vidare blir en lagreglering stabil och trögrörlig. Detta har både fördelar som nackdelar, beroende ur vilken vinkel man ser saken. Det är en fördel om man anser att aktiemarknaden fungerar bäst utan offentlig inblandning. Trögrörligheten förhindrar onödig klåfingrighet. Anser man dock att aktiemarknaden skall styras av det allmänna är trögrörligheten till nackdel då lagstiftningen har svårt att hänga med i de snabba förändringar som sker på aktiemarknaden.

Den största fördelen med regler som tillkommit genom en lagreglering är den att reglerna gäller för var och en. Samhället förfogar över tvångsmedel som kan användas för att se till att alla följer och respekterar dessa regler. Regler som tillkommit genom en självreglering gäller endast för de ”seriösa” aktörerna. Reglerna saknar därför genomslagskraft hos de grupper och individer som saknar ambitionen att vinna allmänhetens respekt. Att instifta lagreglering på ett område som riktar sig till individer eller grupper i samhället som är väl etablerade och måna om omvärldens gillande, väger därför mindre tungt. Individer och grupper som agerar på den svenska aktiemarknaden tillhör sannolikt gruppen av ”seriösa” aktörer varför en

¹⁵⁷ Funktionaliteten syftar till att reglerna ska så lite som möjligt störa marknaden och så mycket som möjligt stötta och underlätta marknadens funktionssätt. Ju mer ändamålsenliga reglerna är desto större blir aktiemarknadens effektivitet, Kågerman s. 99.

¹⁵⁸ A.a. s. 99.

¹⁵⁹ A.a. s. 99.

¹⁶⁰ A.a. s. 97.

självreglering har goda förutsättningar att nå hög grad av efterlevnad.¹⁶¹ Visserligen är detta påstående en generalisering och visst finns det undantag. Det kan finnas aktörer som vinner mer på att inte följa dessa oförbindande regler än att följa dem. Reglerna motverkar kanske aktörens förvävsstrategi eller ger upphov till oönskade kostnader, exempelvis genom att budplikt utlöses och utsikterna för undantag från budplikt är små mot bakgrund av förvärvets syfte. Ett sådant tillvägagångssätt är tänkbart då en aktörs agerande på aktiemarknaden är en engångsföreteelse.

6.2 Hur effektiv blir lagregleringen?

En av uppsatsens stora problemställning är att försöka utreda huruvida den föreslagna lagregleringen gällande takeover-direktivets genomförande i svensk rätt kommer att garantera en effektiv efterlevnad av regelverket. För att ta ställning till detta krävs det en utredning kring efterlevnaden av dagens självreglering på området.

6.2.1 NBK:OE:s genomslagskraft

Regler rörande takeover-erbjudanden har tillämpats på den svenska aktiemarknaden sedan början av 1970-talet.¹⁶² Reglerna tog redan från början formen av en självreglering och denna regleringsform har bevarats ända in i 2000-talet. Diskussioner har tidigare förts kring huruvida reglerna eller delar av reglerna bör lagfästas (jfr diskussionen som förts kring en lagstadgad budplikt i SOU 1997:22) men detta har aldrig blivit mer än just en diskussion. Den tid reglerna varit föremål för självreglering och det faktumet att alla försök till lagreglering genom åren misslyckats torde visa på att regelverket fungerar väl. Den svenska aktiemarknaden fungerar kanske rent av bäst utan offentlig inblandning. På så sätt hinner reglerna anpassas efter de snabba förändringar som sker på aktiemarknaden och reglerna utarbetas kontinuerligt av personer med stor erfarenhet av området i fråga. Detta resulterar även i att reglernas närhet till aktiemarknaden bibehålls. Syftet med takeover-reglerna är främst att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Aktiemarknadens aktörer är s.k. ”seriösa” aktörer varför regelverket har stor genomslagskraft. Den som hävdar att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden undergrävs genom en självreglering bör tänka om. Samtliga aktörer vinner mer på att förtroendet för aktiemarknaden upprätthålls än att äventyra detta genom enskilda handlingar.

Reglerna har även gjorts avtalsrätligt bindande i flertalet fall. Dels genom att det i samband med offentliggörandet av budet, NBK:OE p.II.3 skall

¹⁶¹ A.a. s. 98. Motsatsen torde gälla beträffande exempelvis sex- och porrindustrin. De aktörer som är verksamma inom dessa branscher är troligtvis inte särskilt känsliga för allmänhetens gillande eller ogillande. Deras benägenhet att följa oförbindande regler för att slippa stämpeln som ”oseriös” är troligtvis liten. Redan valet av bransch gör dem oseriösa.

¹⁶² SOU 2005:58 s. 10.

meddelas att budgivaren åtar sig att följa NBK:s regler om takeover-erbjudanden och AMN:s tolkning och tillämpning därav, dels genom att marknadsplatserna intagit NBK:OE i sina noteringsavtal och bolag med aktier noterade på den aktuella marknadsplatsen blir bunden att följa takeover-reglerna annars riskerar denne disciplinära påföljder och avnotering i värsta fall. Genom ett sådant förfarande kringgår man reglernas icke-tvingande karaktär och uppnår en bundenhet på avtalsrättslig grund. Noterade bolag tvingas att följa reglerna för att inte åsidosätta noteringsavtalet och riskera påföljder medan onoterade budgivare undantagslöst åtar sig att följa reglerna för att inte bli stämplade som "oseriösa" och hissa "pestflagg". Visserligen saknar systemet formella sanktioner men AMN kan i de fall ett åsidosättande av reglerna eller när en underlåtenhet från budgivarens sida att följa reglerna kommer till stånd, uttala kritik mot budgivaren som offentliggörs och skadar bolagets anseende. Budgivarens förtroende och goda anseenden hos allmänheten är viktigt för att effektivt kunna verka på aktiemarknaden. Elimineras eller åtminstone avtar detta anseende skadar det bolaget i längden mer än en ekonomisk påföljd skadar direkt.

Aktiemarknadens funktionssätt kanske rent av kräver en självreglering och det regelverk som idag existerar är effektivt och efterlevs i hög grad bl.a. därför att det generellt saknas incitament från aktörernas sida att inte åta sig att följa reglerna då ett negligierande av att följa god sed påverkar bolagets utsikter på aktiemarknaden. Vidare är det till fördel för aktiemarknadens aktörer att området är självreglerat då reglerna utformas av personer med avsevärd kompetens och med representation i näringslivet, vilket gör att reglerna snabbt ändras till följd av de forcerade förändringarna som sker på aktiemarknaden. Självreglering bidrar även till viss avreglering på marknaden vilket ökar marknadens effektivitet genom att konkurrensen ökar. Teorin bakom detta är att ökad frihet leder till en ökad konkurrens som i sin tur leder till en ökad effektivitet.¹⁶³ Ju större frihet, desto hårdare konkurrens. Ju högre effektivitet, desto högre välfärd.

Kontentan av det framförda är att dagens självreglering har en stor genomslagskraft och efterlevs i hög grad då berörda aktörerna förlorar mer på att inte följa reglerna än att följa dem. En självreglering bidrar även till effektiv och önskvärd utveckling på marknaden som är till fördel för aktörerna.

6.2.2 Lagregleringens väntade genomslagskraft

Det finns säkerligen många fördelar med en självreglering (jfr ovan avsnitt 6.1.1) men det finns även fördelar att hämta ur en lagreglering. Representanter och aktiva inom det svenska näringslivet förespråkar troligtvis en självreglering medan de som har intresse i att skydda småsparare och upprätthålla ett starkt minoritetsskydd föredrar en

¹⁶³ Kågerman s. 86.

lagreglering. Uppfattningen om vilken regleringsform som är att föredra varierar beroende på personens ställning och intresse i en aktuell situation.¹⁶⁴

Utredarna har så långt som möjligt försökt att bibehålla den väl fungerande självregleringen som genom åren utarbetats vid implementeringen av takeover-direktivet i svensk rätt. Detta har resulterat i en reform som i framtiden föreslås bestå av lag och börsregler. Det materiella innehållet i reglerna antas bli oförändrat och NBK:s regleverk rörande offentliga uppköpserbjudanden kommer även i fortsättningen att utgöra en central roll, såväl som AMN:s prövning och tillämpning av reglerna. Detta blir möjligt genom delegering. Dagens regelverk binder som bekant bara de ”seriösa” aktörerna och bolag med aktier noterade på en svensk markandsplats eller börs. Hur föreligger det med resterande budgivare? Även om det är en ytterst liten skara som väljer att inte åta sig att underkasta sig reglerna så förekommer denna typ av budgivare.¹⁶⁵ Ett agerande från budgivarens sida att inte åta sig att följa reglerna undergräver allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Den nya regleringsformen råder bot på detta då det i lag åläggs samtliga budgivare att åta sig att följa marknadsplatsernas regler. Förutom att reglerna blir tvingande utvidgas reglerna till att omfatta (binda) *samtliga* budgivare som lämnar ett erbjudande avseende ett svensk aktiemarknadsbolag. Problem med s.k. ”oseriösa” budgivare som kan uppstå med dagens självreglering försvinner. Reglerna kommer att gälla för var och en och till reglerna kommer det att vara knutet offentliga sanktioner (tvångsmedel) som effektivt ser till att samtliga budgivare följer och respekterar reglerna.¹⁶⁶ Kombinationen av lag och börsregler undanröjer även vissa av de nackdelar som kan följa av en absolut lagreglering. Detta genom att tillvarata de funktioner som bl.a. AMN har och tillåta att framtida utveckling och förändring av regelverket sker i nära anslutning till aktiemarknaden. Reglerna blir inte trögrörliga utan istället flexibla och kan följa utvecklingen på aktiemarknaden.¹⁶⁷

6.2.2.1 Moral Hazard

Med dagens självreglering följer en risk för s.k. *moral hazard*. Denna risk uppkommer när det på aktiemarknaden dyker upp aktörer som inte väljer att följa reglerna trots att ett åtagande har gjorts eller att ett noteringsavtal är ingått. Moral hazard är ett klassiskt rättsekonomiskt problem som illustreras bäst genom ett försäkringsfall.¹⁶⁸ I ett försäkringsavtal förekommer det ofta klausuler som stadgar att försäkringstagaren är skyldig att vidta försiktighetsåtgärder, t.ex. ”att inte förvara stöldbegärlig egendom i bilen” el. ” att låsa ytterdörren när den är utan tillsyn”. Problemet är bara att försäkringstagaren inte alltid har ett intresse att vidta dessa försiktighetsåtgärder då denne redan är försäkrad. Detta leder till att fler

¹⁶⁴ A.a. s. 97.

¹⁶⁵ Jfr SOU 2005:58 s. 54.

¹⁶⁶ Jfr Kägerman s. 98.

¹⁶⁷ A.a. s. 99.

¹⁶⁸ Dahlman m.fl. s. 94 ff.

försäkringsfall inträffar. Problemet kan lösas genom att det i försäkringsavtalet intas bestämmelser att försäkringsbolaget inte måste betala full ersättning om det påvisas att försäkringstagaren försummat att vidta försiktighetsåtgärder enligt avtalet. Hur kan detta appliceras på självregleringen av takeover-reglerna? Exemplet som följer är inte helt likartat med försäkringsfallet men tankegången är dock densamma och det är poängen med illustrationen.¹⁶⁹ Pondera att en budgivare åtar sig att följa NBK:s regler eller är bunden att följa reglerna genom budgivarens tidigare ingående i ett noteringsavtal med en reglerad marknadsplats. Under processens gång visar det sig att budgivaren kan vinna mer ekonomiskt genom att utnyttja möjligheterna att frångå reglerna. Påföljderna är inte nämnvärt allvarliga och budgivaren tillhör den grupp som inte har någon ambition att vinna allmänhetens tycke. Den ekonomiska förtjänsten överväger de påföljder som en underlåtenhet att följa reglerna medför. Därför saknas det ett incitament att följa dessa. Detta leder till att förtroendet för aktiemarknaden underkrävs och övriga budgivare skadas till följd av den enskilde aktörens intresse. Ett enkelt men inte alltför effektivt sätt att motverka denna typ av moral hazard problematik är att förändra sanktionssystemet till att vara mer strikt. Med detta menas att påföljderna är av den arten att en underlåtenhet att följa reglerna trots en avtalsrättsligt bundenhet, inte är lönsamt. Den ekonomiska skada som följer av sanktionen överstiger vinningen budgivaren kan tänkas uppnå vid en överträdelse. Det faktum att självregleringen inte är offentligt tvingande gör att man kan kringgå även den avtalsrättsliga bundenheten genom att t.ex. välja att inte göra ett åtagande. Den föreslagna regleringsformen löser definitivt eventuella moral hazard problem genom att i lag tvinga samtliga budgivare att följa reglerna samt att sanktionerna är så pass effektiva att en budgivare överger eventuella incitament att bryta mot reglerna. Detta upprätthåller även allmänhetens förtroende för aktiemarkanden.

6.2.3 Avslutande kommentarer

Den framtida regleringsformen kan antas bli effektiv förutsatt att systemet fungerar. Det är viktigt att de funktioner som delegeras till marknadsplatserna och främst AMN fungerar problemfritt. I dagens regelverk utgör dessa organ en central roll och antas även fortsättningsvis utgöra en central roll. Närheten till aktiemarknaden är viktig att bibehålla. Därför är en lösning bestående av lag och börsregler en tillfredställande kompromiss där man låter den etablerade självregleringen styra markanden men med förankring i lag. Visserligen är det av vikt att minimiskyddet för aktieägare som utsätts för ett offentligt uppköpserbjudande såväl som att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden upprätthålls – detta är huvudavsikterna bakom reglerna. Men det är även viktigt att möjliggöra för sunda omstruktureringar som gynnar tillväxten inom näringslivet. Därför är

¹⁶⁹ Moral hazard förekommer inte enbart inom försäkringsrätt utan är ett problem som återfinns inom andra rättsområden bl.a. associationsrätt och sakrätt, Dahlman m.fl. s. 94 och s. 199 f.

det väsentligt att möjligheterna till dispens från reglerna, i synnerhet budplikt prövas av ett organ (AMN) med stor kunskap av dessa frågor för att inte systemet skall bli godtyckligt. Dispensärenden bör prövas efter samma kriterier som idag vilket betyder att syftet med budet skall vägas mot aktieägarkollektivets intresse. Även reglernas utveckling bör ske i nära samråd med aktiemarknaden för att behålla sin effektivitet. För att sanktionerna ska få den tänkta genomslagskraften är det tvunget att tillsynen fungerar tillfredställande. Detta betyder att Fi såväl som marknadsplatserna måste utarbeta ett system för en slagkraftig tillsyn som är såväl överlappande som heltäckande. En bristande tillsyn undergräver sanktionernas betydelse som i sin tur leder till en otillräcklig efterlevnad av reglerna. Detta ökar även risken för ett nytt moral hazard problem. Hur den, av utredningen föreslagna regleringsformen i verkligheten kommer att fungera är ännu ovisst då lagstiftningsarbetet fortfarande är i tidigt skede. Utredningen har dock tryckt på vikten av att bibehålla den betydelse dagens regelverk har på aktiemarknadens funktionssätt.¹⁷⁰ Detta anser jag är ett steg i rätt riktning.

6.3 Möjliga konsekvenser av en lagfäst budplikt

Trots att Fi föreslås bära det yttersta ansvaret för reglernas efterlevnad och därutav även handläggning av frågor rörande dispens från budplikt¹⁷¹, ska en delegation av dessa uppgifter kunna ske till ”ett organ med representativa företrädare för näringslivet”. Detta organ antas bli AMN. AMN:s beslut kommer dock kunna överklagas till Fi vilket är önskvärt ur rättsäkerhetsaspekt. Så länge AMN i framtiden ges möjlighet (genom delegation) att handlägga de ärenden som idag ankommer på AMN bibehålls den betydelse undantag från budplikt har för aktiemarknadens utveckling och förnyelse. På så sätt fortgår denna etablerade funktion och befintlig kompetens tillvaratas. Fi anser däremot i sitt remissvar¹⁷² att det finns andra organ än AMN (organ som inte är representanter för näringslivet) som kan var kompetenta att ta emot en delegering av ovannämnda uppgifter från Fi.¹⁷³ Med detta anförande vill Fi utvidga möjligheten till att delegera de uppgifter som ankommer på Fi enligt TakeoverL 4 kap. 5-6 §§ till andra organ som inte nödvändigtvis har en närhet till näringslivet. Detta är i motsats vad bl.a. AMN, Föreningen Svenskt Näringsliv/Svenska Handelskamarförbundet och FAR anser.¹⁷⁴ Dessa organisationer tillstryker i sina remissvar tydligt vikten av att så långt som möjligt överföra dagens funktionalitet till det nya regelverket.

¹⁷⁰ AMN, föreningen Svenskt Näringsliv och FAR tillstyrkte i sina remissvar betydelsen av att inom ramen för vad takeover-direktivet tillåter att så långt som möjligt slå vakt om det system som idag finns och fungerar.

¹⁷¹ Jfr TakeoverL 4 Kap. 5-6 § §.

¹⁷² Remissvar: Fi Dnr: 05-4065-001 s. 3.

¹⁷³ Det kan röra sig om t.ex. domare, akademiker eller representanter för investerarkretsen.

¹⁷⁴ Remissvar Svenskt Näringsliv diariennr:174/2005, remissvar AMN 2005-08-25 samt remissvar FAR 2005-09-12.

Konsekvenserna av att överlåta hantering av frågor rörande dispens från budplikt till ett annat organ än ett organ jämförbart med AMN kan antas resultera i att handläggning av nämnda ärenden blir föremål för en felbedömning. En delegation till ett organ som saknar erforderlig kompetens rörande frågor av nämnda art kan påkalla längre handläggningstider vilket inte är önskvärt då det vid företagsförvärv krävs snabba beslut.¹⁷⁵ Den mest negativa effekt en sådan delegering kan antas påkalla är att budgivare åläggs genom lag att fullfölja budplikt i situationer då det inte är önskvärt. En sådan ordning skulle troligtvis höja kostnaderna för kontrollägarskiften och minska det för näringslivets utveckling nödvändiga incitament till omvandling och förnyelse på aktiemarknaden.¹⁷⁶ Vidare skulle antalet beslut som överklagas till Fi öka vilket resulterar i en ökad arbetsbelastning och kräver resursförstärkning hos Fi. Sannolikt skulle detta även medföra en minskning av antalet takeover-erbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Detta är inget önskvärt då takeover-erbjudanden är ett fördelaktigt förfarande vid förvärv av bolag med spritt ägande. Vidare kan detta anats leda till att företag söker sig till alternativa förvärvsmodeller¹⁷⁷. Hur det i framtiden blir med detta återstår att se efter regeringens avlämnande av propositionen.

6.4 Effekterna av sanktionerna

Budplikt kommer i framtiden inte längre vara en del av NBK:OE utan blir ett eget rättsinstitut i TakeoverL. Budplikt tar sikte på likabehandling och skydd av målbolagets samtliga aktieägare. Regeln syftar till att upprätthålla ett minoritetsskydd. Som jag redan diskuterat krävs det att tillsynen är tillfredställande gällande dels dispens från reglerna dels kontrollen av att reglerna följs. Det sistnämnda kommer att upprätthållas med hjälp av effektiva sanktioner. Nuvarande regelverk föranleder en viss risk för liknande moral hazard problematik som diskuterats ovan i avsnitt 6.3.2. Avsaknaden av adekvata sanktioner i NBK:OE medför en risk för att en viss typ av budgivare (jfr mitt resonemang kring oseriösa aktörer) väljer att inte fullfölja en budplikt trots att ett sådant åtagande gjorts. Incitamentet att fullfölja budplikten är mindre än summan av den nytta (ekonomisk vinning) som åtnjuts i en situation då budgivaren väljer att inte fullfölja en budplikt. Detta missgynnar i sin tur övriga aktörer på marknaden. Ett effektivt sanktionssystem knyter upp detta problem genom att en överträdelse är

¹⁷⁵ Jfr SOU 2005:58 s. 57.

¹⁷⁶ Jfr SOU 1990:1 s. 152.

¹⁷⁷ Ett alternativt förfarande är förhandlade köp. Köparen (intressenten) riktar ett erbjudande (anbud) om förvärv av aktierna direkt till aktieägarna. Om intresse finns inleds förhandlingar med aktieägarna och ett avtal kommer till stånd. Detta förfarande är möjligt gällande företag med koncentrerat ägande med få aktieägare. Detta förfarande torde inte vara så effektivt på bolag med spritt ägande då det kan vara svårt att lokalisera samtliga ägare och svårt att inleda förhandlingar då antalet aktieägare är stort, SOU 1991:1 s. 115. Möjligtvis kan detta ske under en bolagsstämma. Därför är förvärv genom offentliga uppköpserbjudanden att föredra och ett institut värt att bevara så långt som möjligt. Jfr även s.k. *Controlled Auctions* som en alternativ förvärvsmodell. Företaget bjuds ut till försäljning och ett antal intressenter bjuds in för att lämna ett bud. Högst bud vinner.

totalt sätt mer förlustbringande än vinsten vid en överträdelse. Detta skapar ett större incitament att följa reglerna än i nuvarande läge. Visserligen är detta, som bekant, inget större problem. Generellt sett är aktörerna införstådda med vad ett brott mot god sed betyder för deras framtida agerande på markanden och väljer oftast att fullfölja ett föreläggande om budplikt. Att låta självreglering övergå till en lagreglering är nästintill ett slag under bältet för aktörerna. Men visst finns det undantag från – undantag finns ju alltid!

7 Sammanfattande slutsats

Frågan är huruvida jag kommit fram till ett tillfredsställande svar angående den tänkta lagregleringens framtida effektivitet. Jag tror inte att ett korrekt svar finns att ge. Detta dels då en uppfattning om vilken regleringsform är att föredra är en subjektiv bedömning. Vidare är lagstiftningsarbetet ännu i ett tidigt skede. Takeover-utredningen har visserligen tagit fram ett väl genomtänkt förslag men det återstår att se i vilken omfattning regeringen tillstryker förslaget i propositionen som är väntad att avges i slutet av mars. Det kan antas att det framtida regelverkets genomslagskraft och de problem som kan antas följa kommer att bli synbart först om ett tag då regelverket implementerats på aktiemarknaden. Jag har efter bästa förmåga försökt att belysa olika tänkbara problem som en lagreglering kan tänkas medföra och hur det påverkar effektiviteten av regelverket. Vad har jag då kommit fram till?

Dagens regelverk är utan tvekan effektivt och står i närhet till aktiemarknaden på ett sätt som är önskvärt. Detta bidrar till att reglerna kan snabbt anpassas till de förändringar som sker på aktiemarknaden. Reglernas icke-tvingande karaktär har kringgåts genom ett avtalsrätligt institut. Även om detta inte kan tvinga alla budgivare att följa reglerna så är antalet budgivare som underlåter att följa reglerna inte stort. Dagens regler åtnjuter en hög grad av efterlevnad, trots bristande sanktioner.

Den framtida regleringsformen medför visserligen att stor del av den funktionalitet som dagens självreglering har förs över till morgondagens lagreglering. Kombinationen av denna förankring i lag och effektiva sanktioner kommer att säkerställa en högre grad av regelverkets efterlevnad än dagens självregering. Detta mot bakgrund att reglerna binder samtliga budgivare. Efterlevandets effektivitet ökar med den framtida regelringen troligtvis enbart därför att regelverket har en vidare bundenhet. Inget annat. För att den överförda funktionaliteten skall fortgå inom ramen för lagregleringen krävs det framförallt att det möjliggörs för AMN att i framtiden utöva den roll som tillkommer AMN idag. Detta gäller speciellt frågor kring dispens från budplikt i syfte att möjliggöra för sunda omstruktureringar på aktiemarknaden. Vidare är det önskvärt att närheten till aktiemarknaden bibehålls vad gäller reglernas utformning. På så sätt följer reglerna aktiemarknadens utveckling. Brister det framtida regelverket på någon av ovanstående punkter föreligger en risk för att aktiemarknadens funktionssätt undergrävs och detta får negativa effekter på näringslivet. Mot bakgrund av detta är det kanske acceptabelt men inte en fördel att reglera ett system som tidigare varit självreglerat.

Litteraturförteckning

Doktrin:

Clausen, Nis Jul, Sørensen, Karsten Engsig, Takeover bids, Köpenhamn, 1998.

[Citeras: Clausen/Sørensen]

Dahalman, Christian, Glader, Marcus, Reidhav, David, Rättsekonomi – en introduktion, 2:a uppl., Lund, 2004.

[Citeras: Dahlman m.fl.]

Forstinger, M, Christin, Takeover Law in the EU and the USA – A Comparative Analysis, Bodmin, 2002.

[Citeras: Forstinger]

Rodhe, Knut, Aktiebolagsrätt, 20:e uppl., Stockholm, 2002.

[Citeras: Rodhe]

Kågerman, Pontus, Värdepappersmarknadens regelsystem. Lagreglering, självreglering och etik, Stockholm, 2001.

[Citeras: Kågerman]

Mattson, G, Lars, Insiderbrott och andra informationsbrott, Stockholm, 1992.

[Citeras: Mattson]

Nergelius, Joakim (red.), Rättsfilosofi – samhälle och moral genom tiderna, Lund, 2001.

[Citeras: Nergelius]

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

[Citeras: Nyström m.fl.]

Sandström, Torsten, Svensk aktiebolagsrätt, Stockholm, 2005.

[Citeras: Sandström]

Sevenius, Robert, Företagsförvärv –en introduktion, Lund, 2003.

[Citeras: Sevenius]

Skog, Rolf, EU och den svenska bolagsrätten, Stockholm, 1995.

[Citeras: Skog]

Ramberg, Jan, Ramberg, Christina, Allmän avtalsrätt, 6:e uppl., Stockholm, 2003. [Citeras: Ramberg]

Periodiskt tryck:

Dejmek, Paulina, Den europeiska bolagsrätten – igår, idag och imorgon, SvJT 2002 s. 588.

[Citeras: Dejmek i SvJT 2002]

Gäverth, Leif, Regeringsrätten och Genomsyn, Svensk Skattetidning 1996 s. 731.

[Citeras: Gäverth]

Silfverberg, Christer, Skatteplanering och kapitaliseringsfrågor, Skattenytt 1999 s. 270.

[Citeras: Silfverberg]

Skog, Rolf, Aktiemarknadsnämnden – mer aktiv än någonsin, FAR INFO nr 1 2005, artikel nr. 18.

[Citeras: Skog i FAR INFO nr. 1/18 2005]

Skog, Rolf, Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden - Takeoverutredningens förslag överlämnat till regeringen, FAR INFO nr. 7 2005, artikel nr. 280.

[Citeras: Skog i FAR INFO nr. 7/280 2005]

Skog, Rolf, Skärpta budpliktsregler, FAR INFO nr 7 2003, artikel nr. 246.

[Citeras: Skog i FAR INFO nr. 7/246 2003]

Skog, Rolf, Takeover-direktivet antaget, FAR INFO nr 12 2003, artikel nr. 452.

[Citeras: Skog i FAR INFO nr. 12/452 2003]

Offentligt tryck:

SOU 2005:58 – *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden*

SOU 1997:22 – *Aktiebolagets kapital*

SOU 1991:1 – *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*

Författningar, direktiv, regler etc:

Näringslivets Börskommittés regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Återfinns på:

www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover_20030901_v3.pdf

Europaparlamentet och Rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden, EUT nr. L 142, 30/04/2004 s. 12

Europaparlamentet och Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet, EUT nr. L 141, 11/06/1993 s. 27

KOM (90) 416-SYN 186

KOM (95) 655 – *Commission report on the application of Council Regulation 2008/90 of 29 June 1990 - Assessment of the THERMIE programme*

Remisser:

Aktiemarknadsnämndens remissvar per den 2005-08-25

FAR remissvar per den 2005-09-12.

Finansinspektionens remissvar. Dnr: 05-0046-001.

Svenskt Näringsliv remissvar. Dnr:174/2005

Elektroniska källor:

www.aktiemarkandsnamnden.se

Senast besökt 060129

www.fsb.se/sst/www/inf/out/fil/0,,131922,00.pdf

Senast besökt 0601329

www.naringslivetsborskommitte.se

Senast besökt 060129

www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover_20030901_v3.pdf

Senast besökt 0601329

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1991:03

AMN 2001:03
AMN 2001:17

AMN 2002:12
AMN 2002:15
AMN 2002:20

AMN 2003:10
AMN 2003:18
AMN 2003:19

AMN 2004:06
AMN 2004:09
AMN 2004:18
AMN 2004:19

AMN 2005:12
AMN 2005:24
AMN 2005:31
AMN 2005:42
AMN 2005:43
AMN 2005:49
AMN 2005:50