



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johan Larsson

Minoritetsskydd vid
kontrollförvärv
– en studie av budplikten i
Näringslivets börskommittés
rekommendation rörande
offentligt erbjudande om
aktieförvärv.

Examensarbete
20 poäng

Handledare:
Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt/börsrätt
VT 2002

Innehåll

<u>SAMMANFATTNING</u>	1
<u>FÖRKORTNINGAR</u>	2
<u>1 INLEDNING</u>	3
<u>1.1 Bakgrund</u>	3
<u>1.2 Syfte och frågeställningar</u>	3
<u>1.3 Metod och material</u>	4
<u>1.4 Avgränsningar och disposition</u>	5
<u>2 MINORITETSSKYDDET I SVENSK AKTIEBOLAGSRÄTT</u>	6
<u>2.1 Bakgrund</u>	6
<u>2.2 Minoritets rätt att diktera bolagsstämmans beslut</u>	6
<u>2.3 Minoritets rätt att hindra beslut av bolagsstämma</u>	7
<u>2.3.1 Bakgrund</u>	7
<u>2.3.2 Ändringar i bolagsordningen</u>	8
<u>2.3.3 Avvikelse från företrädesrätt genom riktade emissioner</u>	8
<u>2.3.4 Nedsättning av aktiekapitalet</u>	9
<u>2.3.5 Fusion</u>	10
<u>2.3.6 Byte av bolagskategori</u>	10
<u>2.3.7 Ansvarsfrihet</u>	11
<u>2.4 Till minoritetens skydd uppställda direktiv för bolagsstämmans och styrelsens beslut</u>	11
<u>2.4.1 Bakgrund</u>	11
<u>2.4.2 Likhetsprincipen och generalklausulen</u>	11
<u>2.4.3 Begränsningar till följd av bolagsordningen</u>	12
<u>2.5 Sammanfattande kommentarer</u>	13
<u>3 THE CITY CODE ON TAKEOVERS AND MERGERS</u>	14
<u>3.1 Bakgrund</u>	14
<u>3.2 Förutsättningar för en budplikt</u>	15
<u>3.2.1 Huvudregler</u>	15
<u>3.2.2 Särskilda fall vid handlande i samförstånd</u>	16
<u>3.2.3 Andra frågor angående förutsättningar för budplikt</u>	17
<u>3.3 Innebörden av en budplikt</u>	19
<u>3.3.1 Allmänt</u>	19
<u>3.3.2 Offentliggörande</u>	20

3.3.3	<u>Prospekt</u>	20
3.3.4	<u>Villkor för förvärvet</u>	21
3.4	<u>Budpliktens subjekt</u>	22
3.5	<u>Undantag från budplikten</u>	23
3.6	<u>Sammanfattande kommentarer</u>	24
4	<u>FÖRSLAGEN TILL ETT 13:E BOLAGSDIREKTIV</u>	26
4.1	<u>Bakgrund</u>	26
4.2	<u>Tillämpningsområde, implementering och tillsynsorgan</u>	27
4.3	<u>Allmänna principer</u>	28
4.4	<u>Kravet på införande av en budplikt</u>	29
4.5	<u>Förutsättningar för budplikt</u>	29
4.6	<u>Innebörden av en budplikt</u>	32
4.6.1	<u>Allmänt</u>	32
4.6.2	<u>Offentliggörande</u>	32
4.6.3	<u>Prospekt</u>	33
4.6.4	<u>Villkor för förvärvet</u>	33
4.7	<u>Budpliktens subjekt</u>	35
4.8	<u>Undantag från budplikt</u>	35
4.9	<u>Sammanfattande kommentarer</u>	36
5	<u>TIDIGARE SVENSK BEHANDLING AV BUDPLIKTEN</u>	37
5.1	<u>Bakgrund</u>	37
5.2	<u>Motioner om budplikt</u>	37
5.3	<u>Budpliktsfrågans behandling</u>	38
5.3.1	<u>Utskottsbehandling</u>	39
5.3.2	<u>Värdepappersmarknadskommittén</u>	40
5.3.3	<u>Ägarutredningen</u>	41
5.3.4	<u>Aktiebolagskommittén</u>	42
5.4	<u>Sammanfattande kommentarer</u>	42
6	<u>BUDPLIKTEN I NBK:S REKOMMENDATION</u>	44
6.1	<u>Bakgrund</u>	44
6.2	<u>Förutsättningar för budplikt</u>	45
6.2.1	<u>Huvudregeln</u>	45
6.2.2	<u>Budplikt vid närstående förhållanden</u>	45

<u>6.3</u>	<u>Innebörden av en budplikt</u>	46
6.3.1	<u>Allmänt</u>	46
6.3.2	<u>Offentliggörande</u>	47
6.3.3	<u>Prospekt</u>	47
6.3.4	<u>Villkor för förvärvet</u>	47
<u>6.4</u>	<u>Budpliktens subjekt</u>	49
<u>6.5</u>	<u>Undantag från budplikt</u>	50
<u>6.6</u>	<u>Sammanfattande kommentarer</u>	51
<u>7</u>	<u>AMN:S PRAXIS</u>	52
<u>7.1</u>	<u>Bakgrund</u>	52
<u>7.2</u>	<u>Utlösande av budplikt</u>	52
<u>7.3</u>	<u>Dispens från budplikt</u>	54
<u>7.4</u>	<u>Närståendeförhållanden</u>	56
<u>7.5</u>	<u>Tidsfrist för upprättande av prospekt</u>	57
<u>7.6</u>	<u>Vederlagets storlek</u>	57
<u>7.7</u>	<u>Sammanfattande kommentarer</u>	58
<u>8</u>	<u>EKONOMISK ANALYS AV BUDPLIKTEN</u>	59
<u>8.1</u>	<u>Bakgrund</u>	59
<u>8.2</u>	<u>Budplikten i ett kontraktsteoretiskt perspektiv</u>	60
8.2.1	<u>Karakterisering av budplikten</u>	60
8.2.2	<u>Utgångspunkter</u>	60
8.2.3	<u>Bolag med en dominerande ägare</u>	62
8.2.4	<u>Bolag med spritt ägande</u>	62
8.2.5	<u>Bolag med stor minoritetsaktieägare</u>	63
<u>8.3</u>	<u>Sammanfattande kommentarer</u>	63
<u>9</u>	<u>KOMPARATIV ANALYS AV DEN SVENSKA REGLERINGEN</u>	65
<u>9.1</u>	<u>Skillnader mellan City koden och NBK:s rekommendation</u>	65
<u>9.2</u>	<u>Uppfyller NBK:s rekommendation kraven i ett kommande 13:e bolagsdirektiv?</u>	66
<u>10</u>	<u>AVSLUTNING</u>	68
<u>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</u>		70
	<u>Offentligt tryck</u>	70
	<u>EG-rättsligt material</u>	70
	<u>Litteratur</u>	71

Sammanfattning

Uppsatsen behandlar budplikten i NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv och den praxis som skapats genom AMN:s uttalanden med anknytning till detta regelverk. Arbetet kan delas in i tre delar. Den första är deskriptiv och består av en genomgång av reglerna i rekommendationen samt relevanta uttalanden från AMN. I en andra del studeras budplikten i ett ekonomiskt perspektiv. Detta sker utifrån ett kontraktsteoretiskt perspektiv och syftet är att försöka ge en bild av hur budplikten fungerar som ett medel för att skydda minoritetsaktieägare. I en tredje del görs en komparativ analys av den svenska budplikten. Så sker genom en jämförelse med budplikten i the City Code on Takeovers and Mergers samt budplikten i förslaget till ett 13:e gemenskapsrättsligt bolagsdirektiv.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
dir.	Direktiv
EG	Europeiska gemenskaperna
Leo-lagen	Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m.
NBK	Näringslivets Börskommitté
O.J.	Official Journal
prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
VD	Verkställande direktör

1 Inledning

1.1 Bakgrund

NBK har sedan tidigt 1970-tal gett ut rekommendationer som ett led i självregleringen på den svenska aktiemarknaden. Verksamheten har under åren utvidgats och idag finns en rad rekommendationer som reglerar frågor från offentliggörande vid förvärv av stora aktieposter till ledande befattningshavares förmåner. Även om rekommendationerna inte har samma verkan som lag har de ändå en rättslig verkan genom att de utgör en del av det noteringsavtal som företag noterade på OM Stockholmsbörsen måste ingå.

Den mest omfattande av NBK:s rekommendationer är den rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv. Ett offentligt erbjudande innebär att en budgivare annonserar att han vill förvärva aktier till ett visst pris av de befintliga ägarna. Dessa får sedan viss tid på sig att avgöra om de skall acceptera budet eller inte. NBK:s rekommendation i ämnet har haft som avsikt att reglera dessa bud genom att ställa upp bestämmelser för att reglera förfarandet vid de offentliga buden.

Den första upplagan av rekommendationen om offentliga erbjudanden utkom 1971. Vid ungefär samma tidpunkt lades även det första utkastet till ett 13:e EG-rättsligt bolagsdirektiv fram. Detta hade, liksom den svenska rekommendationen, för avsikt att reglera offentliga erbjudanden. Både rekommendationen och direktivutkastet var starkt influerade av den självreglering som redan fanns på den brittiska aktiemarknaden: the City Code on Takeovers and Mergers. På den brittiska marknaden fanns genom denna reglering även en budplikt. Innebörden av denna var att den som förvärvade tillräckligt många aktier i ett bolag för att uppnå effektiv kontroll över detta, var tvungen att också lägga ett offentligt bud till de övriga aktieägarna i bolaget. Fråga var alltså om en skyldighet att lägga bud i vissa fall, till skillnad från de frivilliga bud som City koden i övrigt reglerade. Även direktivutkastet innehöll en budplikt när det kom. I Sverige skulle det dock dröja fram till 1999 innan en sådan skyldighet infördes i NBK:s rekommendation.

1.2 Syfte och frågeställningar

Denna uppsats syfte är att studera budplikten i NBK:s rekommendation samt den efterföljande praxis som skapats genom aktiemarknadsnämndens uttalanden. I denna del kan syftet sägas vara tvåfalt. Dels skall en presentation göras av den svenska budpliktsregeln och praxis som anknyter till denna. En sådan genomgång får anses ha ett självständigt värde då väldigt lite är skrivet om denna del av rekommendationen och med den

förbunden praxis. Dels är syftet att försöka utröna innebörden av budplikten i NBK:s rekommendation. Detta syfte anknyter då främst till frågor som inte regleras uttryckligen i rekommendationen men som berörs i praxis.

Uppsatsen har dock också som syfte att jämföra NBK:s reglering med den i den brittiska City koden och den i förslaget till ett 13:e bolagsdirektiv. En jämförelse med City koden får motiveras med att allt annat vore otänkbart i ett arbete av detta slag. Som kommer att framgå har mycket stor inspiration hämtats från denna källa och den används också i AMN:s praxis som referens. En jämförelse med förslaget till ett 13:e bolagsdirektiv är lika självklar. Arbetet med förslaget har pågått under en längre tid, men verkar nu gå mot sitt slut. Om ett direktiv till slut antas kommer det att krävas att den svenska regleringen uppfyller de krav som där ställs. I denna del är således syftet med arbetet att undersöka om NBK:s rekommendation klarar detta.

Även ett tredje syfte finns med, även om det är svårare att uppnå än de tidigare omtalade. Detta arbete har nämligen även för avsikt att närmare undersöka lämpligheten hos en budplikt som regleringsform. Som kommer att framgå i arbetet har budplikten ofta motiverats som ett skydd för minoritetsaktieägarna. Viss kritik har riktats mot budplikten i denna del och uppsatsen har därför som sitt tredje syfte att närmare undersöka bestämmelsernas funktionalitet mot bakgrund av den debatt som förts.

1.3 Metod och material

Större delen av detta arbete tillämpar en rättsdogmatisk metod. Då källorna på detta område är ganska få, kommer rättsläget att försöka klargöras genom att se till rekommendationen och dess kommentar samt praxis från AMN. På grund av detta kommer en stor del av uppsatsen att vara deskriptiv. I senare avsnitt kommer dock en, om än begränsad, komparation att göras mellan NBK:s regler och City koden respektive förslaget till det 13:e bolagsdirektivet. I ett avsnitt kommer även rättsekonomisk teori och metod in i bilden i form av en tillämpning av kontraktsteoretisk teori på budplikten.

Som har nämnts har inte mycket skrivits om budplikten i NBK:s rekommendation. Denna del av rekommendationen berörs endast översiktlig i en del juridiska källor av lärobokskaraktär. Detta sätter givetvis sina spår genom att det i vissa frågor kan vara svårt att ge en mer fördjupad bild. Å andra sidan motiverar också detta som sagts en mer deskriptiv genomgång. Det finns dock till följd av ett antal motioner i ämnet en del skrivet om budplikt i lagstiftningssammanhang och dessa källor tas upp i avsnittet om frågans tidigare svenska behandling. Bristen på juridiskt material hindrar dock inte att budplikten har diskuterats i andra sammanhang. Det finns en ganska riklig ekonomisk forskning i ämnet som har emanerat från

Handelshögskolan i Stockholm. De flesta av dessa arbeten har använts i den rättseconomiska delen av arbetet.

Vad gäller City koden finns ett rikare utbud av material. De flesta engelska aktiebolagsrättsliga framställningar innehåller i alla fall något om City koden. Två sådana framställningar har använts i detta arbete tillsammans med Weinberg & Blank on Takeovers and Mergers som är en kommentar som mycket detaljerat tar upp kodens bestämmelser. Vad gäller förslaget till ett 13:e bolagsdirektiv är tyvärr materialtillgången återigen ganska sparsmakad. Allmänna och kortare genomgångar av reglerna i olika förslag kan hittas, men då det senaste förslaget är av ett ganska sent datum har inte några detaljerade beskrivningar kunnat hittas. Detta uppvägs dock av att det finns en hel del officiella dokument från den, även med EG-mått mätta, långa lagstiftningsprocessen. Genom att använda dessa dokument samt jämföra de olika förslagen med varande kan vissa utvecklingstendenser skönjas.

1.4 Avgränsningar och disposition

Arbetet är avgränsat på så sätt att det endast avser att studera budplikten och med denna anknytande regler. Avsikten är inte att även studera de regler som skall gälla vid frivilliga offentliga erbjudanden. Då vissa av dessa regler skall gälla även vid bud till följd av budplikt kommer dock en del av dem att ändå beröras. Vidare är inte syftet att behandla den börsrättsliga likabehandlingsprincipen. Även i detta fall är dock avgränsningen lite problematisk. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen kan sägas komma till uttryck genom hela NBK:s rekommendation, men anses även gälla på andra områden inom börsrätten. På detta sätt kan den sägas även ha betydelse för budplikten. Den kommer således endast att behandlas i anknytning till denna. Någon närmare undersökning av sambandet mellan aktiebolagsrätten och börsrätten eller mellan den övriga börsrätten och budplikten kommer inte heller att göras. Dessa problemkomplex hade i och för sig varit intressanta men kan tyvärr inte gås igenom då arbetets omfång skulle bli alltför stort.

Arbetet är disponerat på följande sätt. I avsnitt 2 kommer en översiktlig behandling att göras av minoritetsskyddsbestämmelserna i aktiebolagsrätten. I de två efterföljande avsnitten 3 och 4 kommer City koden respektive förslagen till ett 13:e bolagsdirektiv att behandlas. I avsnitt 5 kommer den tidigare svenska behandlingen av frågan om budplikt i samband med lagstiftning att gås igenom. I det sjätte avsnittet är det till slut dags att gå igenom reglerna i NBK:s rekommendation. Denna genomgång följs sedan av avsnitt 7 som behandlar AMN:s praxis. I det åttonde avsnittet kommer en ekonomisk analys att göras av budplikten. Denna följs av avsnitt 9 med den utlovade komparativa analysen av budplikten samt en närmare diskussion om budpliktens funktion och effekter.

2 Minoritetsskyddet i svensk aktiebolagsrätt

2.1 Bakgrund

ABL utgår från majoritetsprincipen. Den eller de aktieägare som innehar majoriteten av rösterna på bolagsstämman bestämmer. Enligt huvudregeln krävs för giltigt beslut absolut majoritet, d.v.s. att det har fått mer än hälften av de avgivna rösterna.¹ Mot denna bakgrund har det ansetts vara nödvändigt att införa ett skydd för minoritetsaktieägarna för att förhindra att majoriteten utnyttjar sin bestämmanderätt till förfång för andra aktieägare. Minoritetsskyddet har dock inte ansetts få vara alltför långtgående. Ett sådant skydd skulle enligt en allmän uppfattning kunna leda till en försvagning av ett bolags handlingskraft. I ABL har således försök gjorts att hitta en jämvikt. Minoritetsskyddsbestämmelserna i ABL kan således ses som resultatet av lagstiftarens avvägning mellan dessa två intressen.

Det finns en rad regler i ABL som kan sägas skydda minoriteten. Regler för hur stämma skall hållas och hur kallelse till denna skall göras skyddar minoriteten genom att skapa förutsägbara, enhetliga procedurer. Styrelsens och VD:s upplysningsskyldighet på stämma ger aktieägarna information som kan vara nödvändig för att de skall kunna tillgodose sina intressen. Vanligtvis görs dock en snävare avgränsning av minoritetsskyddsreglerna och så har gjorts även i denna framställning.²

2.2 Minoritets rätt att diktera bolagsstämmans beslut

En första grupp av minoritetsskyddsregler i den svenska aktiebolagslagen kan sägas bestå av ett antal regler där en minoritet av aktieägarna har givits rätt att diktera bolagsstämmans beslut. Det är således vissa i lagen specificerade frågor där en minoritet kan påverka bolagsstämmans beslut i positiv riktning.

Ett första exempel härpå är rätten för en minoritet att påkalla tillsättandet av en minoritetsrevisor enligt ABL 10:9.³ Ett annat exempel är en minoritets

¹ ABL 9:28 1st. Angående terminologin, se Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 9:56.

² Framställningens disposition i denna del är i mångt och mycket hämtad från Rodhe (2000) kap. 11 s. 230-259.

³ Minoritetsrevisorns uppgift är att delta vid revision tillsammans med de övriga revisorerna. Enligt lagrummet kan en aktieägare väcka förslag på bolagsstämma om att länsstyrelsen skall förordna en sådan revisor genom att framställa en begäran till länsstyrelsen. Om förslaget biträds av ägare till minst tio procent av samtliga aktier eller

rätt att få uppskov med vissa beslut till en fortsatt bolagsstämma.⁴ En minoritet, bestående av ägare till en tiondel av aktierna, kan även begära att en extra bolagsstämma skall hållas.⁵ En minoritet av samma storlek kan även påkalla vinstutdelning på bolagsstämma.⁶ Till sist kan en talan om skadestånd till ett bolag väckas om en minoritet bestående av aktieägare med ett gemensamt innehav av minst tio procent av aktierna vid bolagsstämma biträtt ett sådant förslag eller har röstat emot ett förslag om ansvarsfrihet.⁷

2.3 Minoritets rätt att hindra beslut av bolagsstämma

2.3.1 Bakgrund

En annan grupp regler skyddar minoriteten genom att de gör det möjligt för den att hindra beslut av bolagsstämma, d.v.s. de ger en minoritet av viss storlek en negativ befogenhet att påverka beslut. Reglerna är utformade på ett sådant sätt att de kräver en större majoritet för giltigt beslut än den huvudregel som gäller för beslut av bolagsstämma.

Tekniken med krav på kvalificerad majoritet för beslut av bolagsstämma användes i 1944 års ABL för beslut i en rad frågor men avskaffades, med undantag för ett par fall, i 1975 års ABL.⁸ Istället för krav på kvalificerad

minst en tredjedel av de vid stämman företrädde aktierna skall länsstyrelsen förordna en revisor. I propositionen till 1975 års ABL motiverades reglerna om minoritetsrevisor med att minoritetsaktieägarna i många fall kunde ha svårt att känna förtroende för en revisor som utsetts att majoriteten i fall då förhållandet mellan aktieägargrupper var ansträngt, prop. 1975:103 s. 252.

⁴ ABL 9:9 2st. Enligt lagrummet kan en minoritet motsvarande tio procent av samtliga aktier begära att beslut i vissa frågor som uppräknas i ABL 9:7 2st 1-3p (beslut om vinstdispositioner och fastställelse av resultat- och balansräkning samt ansvarsfrihet för styrelseledamöter och VD) skall tas upp först på fortsatt bolagsstämma. En sådan stämma skall enligt bestämmelsen hållas mellan fyra och åtta veckor senare, vilket således medför en resit för minoriteten. De frågor som bestämmelsen omfattar anses vara komplicerade och minoriteten får på detta sätt extra tid. Bestämmelsen ger också utrymme för förhandlingar mellan minoritets- och majoritetsaktieägare, se Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 9:22 med vidare hänvisningar.

⁵ ABL 9:8 2st.

⁶ ABL 12:3 2st. Bestämmelsen är intagen för att förhindra s.k. utsvältning där majoriteten förnekar minoriteten dess rätt till skäligen avkastning, se Andersson: Vinstutdelning s. 261. Bestämmelsen fanns med redan i 1944 års ABL då det befarades att utsvältning kunde utnyttjas bl.a. för att tvinga minoriteten att sälja sina aktier till majoriteten, se SOU 1941:9 s. 291. Om uträkning av det belopp som minoriteten kan kräva att få utdelat, se Andersson, Johansson och Skog: Kommentar II s. 12:24f.

⁷ ABL 15:7.

⁸ Prop. 1975:103 s. 247ff. och Johansson: Bolagsstämma s. 104f.

majoritet skulle generalklausulerna⁹ i ABL tillförsäkra minoriteten det skydd den behövde.¹⁰

Till följd av anpassning till EG-rätten har dock på senare år krav på kvalificerad majoritet införts i en rad frågor. Rättsläget liknar därför i viss utsträckning på nytt det som gällde enligt 1944 års ABL.¹¹

2.3.2 Ändringar i bolagsordningen

Bland de regler som från början krävde kvalificerad majoritet enligt 1975 års ABL fanns regleringen för hur ändringar av bolagsordning kunde ske. Bolagsordningen reglerar i många frågor förhållandena i bolaget och mellan aktieägarna. Dess innehåll bestäms till viss del av lag¹² men aktieägare kan också i andra avseenden reglera förhållandet mellan sig genom bestämmelser i bolagsordningen¹³.

Mot bakgrund av bolagsordningens betydelse för aktiebolaget har det ansetts nödvändigt att i fråga om ändring av denna kräva kvalificerad majoritet.¹⁴ Enligt huvudregeln i ABL 9:30 krävs det för giltigt beslut av bolagsstämman att det biträds av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde aktierna. I vissa frågor krävs en ännu större majoritet för att en ändring skall vara giltig.¹⁵

2.3.3 Avvikelse från företrädesrätt genom riktade emissioner

Om ett bolag vill öka sitt aktiekapital genom emission av aktier, konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt har de befintliga

⁹ Här åsyftas både den generalklausul som gällde för bolagsstämman (nuvarande ABL 9:37) och den som var tillämplig på styrelsen (nuvarande ABL 8:34).

¹⁰ Se Johansson: Bolagsstämma s. 104-107 med vidare hänvisningar. Om generalklausulen, se avsnitt 2.4 nedan.

¹¹ Nial och Johansson (1998) s. 143.

¹² ABL 2:4.

¹³ ABL innehåller en rad dispositiva bestämmelser som tillåter aktieägare att ta in avvikande bestämmelser i bolagsordningen, se Nial och Johansson (1998) s. 62f.

¹⁴ Prop. 1975:103 s. 246f. samt Johansson: Bolagsstämma s. 461- 463 för en historisk genomgång med vidare hänvisningar.

¹⁵ Dessa frågor regleras i ABL 9:31 och 32. Enligt 9:32 krävs att aktieägare med två tredjedelar av de avgivna rösterna och nio tiondelar av de vid stämman företrädde aktierna biträder ett förslag vid vissa ändringar. De ändringar som träffas av bestämmelsen inbegriper bl.a. om det antal aktier för vilka en aktieägare får rösta för på stämman skall begränsas samt om beslut om ökade avsättningar till reservfond skall göras. I 9:31 ställs ett än hårdare majoritetskrav upp. Enligt bestämmelsen krävs för giltigt beslut att det biträds av samtliga aktieägare som är närvarande vid stämman och dessa företräder minst nio tiondelar av alla aktier i bolaget. De ändringar som träffas av 9:31 inkluderar bl.a. om rättsförhållandet mellan aktier skall rubbas samt om aktieägarnas rätt till bolagets vinst skall minskas.

aktieägarna företrädesrätt till teckning framför utomstående.¹⁶ Syftet med dessa regler är att de befintliga ägarna skall ha en möjlighet att bibehålla sin ställning och inflytande i bolaget samt att alla aktieägare skall få ta del av den rabatt som ofta ges vid emissioner.¹⁷ Om ett bolag vill avvika från denna rätt krävs kvalificerad majoritet för giltigt beslut av bolagsstämma.¹⁸ Ett sådant beslut måste biträdas av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna.¹⁹

Som nämnts ovan fanns det innan 1994 inga regler med krav på kvalificerad majoritet vid avvikelser från aktieägares företrädesrätt vid nyemissioner i 1975 års ABL.²⁰ Skydd för minoriteten skulle istället ges genom generalklausulen.²¹ Frågor kring vissa fall av riktade emissioner togs dock upp i mitten av 1980-talet till följd av händelser som fick stort genomslag i media. En kommission tillsattes och senare tillkom också en ny lag som medförde ett utökat minoritetsskydd vid en del riktade emissioner: lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. ("Leo-lagen"). Leo-lagen är endast tillämplig på aktiemarknadsbolag och dotterbolag till sådana bolag²² och ställer upp ett långtgående krav på kvalificerad majoritet. Vid nyemission med avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt i aktiemarknadsbolag krävs biträdande av aktieägare med nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna, om emissionen skall riktas till vissa i lagen specificerade subjekt.²³

2.3.4 Nedsättning av aktiekapitalet

Nedsättning av aktiekapitalet i ett bolag kan ske för en rad ändamål.²⁴ För att ett beslut om sådan nedsättning skall vara giltigt krävs enligt huvudregeln i ABL 6:2a 1st att ett förslag biträdas av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna.²⁵ Denna

¹⁶ ABL 4:2 1st och 5:2 1st.

¹⁷ Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 4:7 och 5:8.

¹⁸ Detta krav på kvalificerad majoritet infördes som en anpassning till reglerna i EG:s andra bolagsdirektiv (77/91), se SOU 1992:83 s. 136, prop. 1993/94:196 s. 114 och Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 4:8f. och 5:9. För mer om direktivet i denna del, se Werlauff (1999) s. 167.

¹⁹ ABL 4:2 2st och 5:2 2st.

²⁰ Regler som möjliggjorde riktade emissioner infördes 1973 i 1944 års ABL. Dessa regler krävde dock inte kvalificerad majoritet för avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt, se prop. 1973:93 s. 71f. Frågan diskuterades i samband med tillkomsten av 1975 års ABL men ingen ändring gjordes i detta avseende, se prop. 1975:103 s. 245-248.

²¹ Prop. 1975:103 s. 246-248 och Johansson: Bolagsstämma s. 144-148 om det tidigare rättsläget. Om generalklausulen se avsnitt 2.4 nedan.

²² 1 § Leo-lagen.

²³ 3 och 4 §§ Leo-lagen.

²⁴ ABL 6:1.

²⁵ I två fall gäller dock särskilda regler. Då det finns en bestämmelse i bolagsordningen som gör det möjligt att nedsätta aktiekapitalet genom inlösen av aktier i enlighet med ABL 6:8 kan beslut om detta fattas med vanlig enkel majoritet (ABL 6:2a 1st hänvisar till 9:28). I fall då en nedsättning medför att rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier rubbas krävs en större majoritet för ett giltigt beslut. Enligt ABL 6:2a 2st krävs i denna situation att beslut

regel infördes som en anpassning av de svenska reglerna till de i EG:s andra bolagsdirektiv.²⁶

2.3.5 Fusion

Inte heller vid fusion räcker absolut majoritet för giltigt stämmobeslut.²⁷ Den fusionsplan som skall upprättas enligt ABL 14:4 måste godkännas genom beslut som skall biträdas av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.²⁸

2.3.6 Byte av bolagskategori

I den svenska aktiebolagsrätten görs en uppdelning av aktiebolag i två stycken kategorier: privata och publika aktiebolag.²⁹ I ABL finns regler för hur byten mellan dessa två kategorier kan ske.³⁰ I båda de två möjliga fallen krävs stämmobeslut med kvalificerad majoritet. I det första fallet, då ett privat aktiebolag skall bli publikt, skall beslut fattas enligt bestämmelserna om beslut om ändring av bolagsordningen i ABL 9 Kap.³¹ I det andra fallet, då ett publikt aktiebolag skall bli privat, krävs en större majoritet.³² För att ett sådant beslut skall vara giltigt krävs att det biträds av samtliga vid stämman närvarande aktieägare företrädande nio tiondelar av samtliga aktier.³³

biträds av samtliga vid stämman närvarande aktieägare företrädande nio tiondelar av samtliga aktier.

²⁶ SOU 1992:83 s. 136, prop. 1993/94:136 s. 114-118, Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 6:7f. och Lindskog: Kommentar s. 40-42. Se mer om direktivet i denna del, Werlauff (1999) s. 217.

²⁷ Ändring i detta avseende infördes som en anpassning till reglerna i EG:s tredje bolagsdirektiv (78/855), se SOU 1992:83 s. 141, prop. 1993/94:196 s. 95-97 och Andersson, Johansson och Skog: Kommentar II s. 14:28f. Om direktivet i denna del se Werlauff (1999) s. 470.

²⁸ ABL 14:11 1st. Det finns dock specialfall. Enligt 14:11 2st gäller en särskild regel i det fallet att det överlåtande bolaget är ett publikt aktiebolag och det övertagande bolaget är ett privat aktiebolag. För ett giltigt stämmobeslut i det publika bolaget krävs i denna situation att det biträds av samtliga aktieägare som är närvarande på stämman företrädande nio tiondelar av samtliga aktier. Enligt 14:11 3st krävs en lika stor majoritet för giltigt stämmobeslut även i de flesta fall då rättsförhållandet mellan aktier rubbas till följd av fusionen.

²⁹ ABL 1:2. Denna indelning gjordes efter inflytande från EG-rätten, se Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 1:5.

³⁰ Se ABL 17 kap.

³¹ ABL 17:1.

³² Detta förklaras av att ett byte från publikt till privat aktiebolag medför stora konsekvenser, bl.a. kan inte bolagets aktier längre handlas på börs eller annan organiserad marknadsplats, se ABL 1:4 och Andersson, Johansson och Skog: Kommentar II s. 17:5.

³³ ABL 17:2.

2.3.7 Ansvarsfrihet

I samband med talan om skadestånd till ett aktiebolag gäller särskilda regler som skiljer sig något från de tidigare berörda. I två fall är inte reglerna utformade så att det krävs en särskild majoritet för giltigt stämmobeslut utan istället gäller huvudregeln med absolut majoritet. En minoritet av viss storlek kan dock hindra beslutet genom att rösta mot det.

Det första fallet gäller skadeståndstalan riktad mot styrelseledamot eller VD enligt ABL 15:1-3. I detta fall kan en skadeståndstalan väckas om en minoritet med en tiondel eller mer av aktier har röstat mot ett förslag om ansvarsfrihet.³⁴

I det andra fallet kan en minoritet av samma storlek förhindra en uppgörelse i fråga om skadeståndsskyldighet till bolaget genom att rösta mot ett sådant förslag.³⁵

2.4 Till minoritetens skydd uppställda direktiv för bolagsstämmans och styrelsens beslut

2.4.1 Bakgrund

Förutom reglerna i ABL som kräver kvalificerad majoritet åtnjuter minoriteten, som ovan nämnts (2.3.1 ovan), även ett skydd genom generalklausuler. Dessa generalklausuler kan ses som ett uttryck för den associationsrättsliga likhetsprincipen men de erbjuder även ett kompletterande och utökat skydd för minoritetsaktieägare. I samband med genomgången av reglerna med krav på kvalificerad majoritet har även bolagsordningens betydelse berörts (avsnitt 2.3.2). Denna reglerar förhållandet mellan aktieägarna och utgör därför en ram för de beslut som bolagsstämman och styrelse kan fatta. På detta sätt utgör även bolagsordningen en del av skyddet för minoriteten.

2.4.2 Likhetsprincipen och generalklausulen

Likhetsprincipen får sitt främsta uttryck i 3:1 ABL.³⁶ Detta lagrum stadgar att alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat sägs i samma lagrum. Den

³⁴ ABL 15:7. Vid tillkomsten av 1975 års ABL motiverades denna ordning med att skadeståndsreglerna var av stor betydelse för minoritetsskyddet; en minoritet var därför tvungen att kunna förhindra ett beslut om ansvarsfrihet, se prop. 1975:103 s. 545.

³⁵ ABL 15:8. Regeln motiveras genom att den förhindrar kringgåenden av de regler som avser att skydda minoriteten, t.ex. genom att bolagsstämman fattar beslut om förlikning, se Andersson, Johansson och Skog: Kommentar II s. 15:23.

³⁶ Nial och Johansson (1998) s. 147, Johansson: Bolagsstämman s. 118, Åman: Behörighet s. 792 och SOU 1995:44 s. 183.

närmare innebörden av likhetsprincipen har dock varit omdiskuterad.³⁷ Då fråga är om en generell princip kan den också bli tillämplig i en rad situationer vilket försvårar en koncis förklaring av dess innehåll. En enkel förklaring av innebörden kan dock sägas vara att det med varje aktie skall följa samma rättigheter om inte ABL medger undantag eller annat följer av bolagsordningen.³⁸ Undantag genom bolagsordningen kan bl.a. göras genom införandet av regler om att aktier av olika slag skall finnas. Aktier av olika slag kan t.ex. ha olika rätt till bolagets tillgångar eller vinst eller olika rösträtt på stämma.³⁹

Av uttrycket ”i bolaget” anses framgå att likhetsprincipen gäller inom en och samma association och tar sikte på rättigheter och skyldigheter som en aktieägare har till följd av sitt aktieinnehav.⁴⁰ Av detta följer då en begränsning av likhetsprincipens tillämpningsområde. Principen skulle således inte vara tillämplig på den rätt en aktieägare har mot bolaget p.g.a. ett avtal då den rätten inte har anknytning till aktier.⁴¹

Generalklausulen finns intagen i 9:37 ABL för bolagsstämman och i 8:34 1st ABL för styrelsen⁴². Enligt detta lagrum får inte en bolagsstämma fatta beslut som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Generalklausulernas innebörd och förhållande till likhetsprincipen har diskuterats på en rad håll.⁴³ Denna diskussion behöver inte närmare gås in på här. I detta sammanhang kan generalklausulerna ses som ett komplement till likhetsprincipen. Genom uttrycket ”någon annan” visas att generalklausulerna har ett vidare tillämpningsområde vad gäller de subjekt som träffas.⁴⁴ Å andra sidan krävs att det beslut som har fattats skall vara ”otillbörligt” vilket begränsar tillämpligheten.⁴⁵

2.4.3 Begränsningar till följd av bolagsordningen

En första begränsning av bolagsstämmans kompetens att fatta beslut följer av bolagets syfte. Ett aktiebolags syfte är enligt huvudregeln att skapa vinst åt aktieägarna. Detta syfte framgår ej direkt utav ABL men framgår indirekt av stadgandet i ABL 12:1 som säger att ett bolag kan ha ett annat syfte om

³⁷ Nial och Johansson (1998) s. 148, Pehrson: Generalklausuler s. 485 och Johansson: Bolagsstämma s. 120.

³⁸ Johansson: Bolagsstämma s. 120.

³⁹ Nial och Johansson (1998) s. 147 och Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I s. 3:3.

⁴⁰ Nial och Johansson (1998) s. 147 och 149, SOU 1995:44 s. 183 och Åman: Behörighet s. 793-795.

⁴¹ Nial och Johansson (1998) s. 147.

⁴² I ABL 8:34 2st finns också ett stadgande som förbjuder styrelsen att följa en anvisning från bolagsstämman om anvisningen strider mot ABL eller bolagsordningen.

⁴³ Nial och Johansson (1998) s. 149f., Rodhe (2000) s. 245, Pehrson: Generalklausuler s. 499ff. och SOU 1995:44 s. 183.

⁴⁴ SOU 1995:44 s. 183.

⁴⁵ Rodhe (2000) s. 245 och SOU 1995:44 s. 183.

så uttryckligen sägs i bolagsordningen. Om inte någon sådan föreskrift finns intagen i bolagsordningen får inte bolagsorganen fatta beslut i strid mot vinstsyftet.⁴⁶ Tillämpningen av denna begränsning är dock flexibel. Den kan endast användas för att påtala beslut som klart strider mot vinstsyftet.⁴⁷

En andra begränsning för bolagsstämmans beslutsfattande framgår av föremålet för bolagets verksamhet, som skall anges i bolagsordningen.⁴⁸ Bolagsstämman har inte rätt att fatta beslut i strid med detta föremål. Även tillämpningen av denna begränsning är dock flexibel. Olika typer av understöd till den bedrivna verksamheten anses vara förenligt verksamhetsföremålet.⁴⁹ Ett större industriföretag kan t.ex. köpa ett rederi för att klara av transporter av sina produkter.⁵⁰

2.5 Sammanfattande kommentarer

Av det ovan sagda framgår att det svenska minoritetsskyddet till stor del bygger på regler som kräver kvalificerad majoritet för giltigt beslut av bolagsstämman. Dessa regler innebär ett avsteg från den annars gällande majoritetsprincipen, i en rad situationer där det befarats att majoriteten kan vara lockad att utnyttja sin ställning. Som ett komplement till dessa regler finns likhetsprincipen och generalklausulerna som gör det möjligt att förhindra maktmissbruk även i andra, tidigare kanske inte uppmärksammade, fall. Genom att reglerna om kvalificerad majoritet även gäller för ändring av bolagsordningen har skyddet genom kvalificerad majoritet även utsträckts till frågor kring bolagets syfte och verksamhet.

Samtidigt kan det uppmärksammas att lagstiftaren inte har velat göra minoritetsskyddet alltför starkt och omfattande. Detta visar sig bl.a. genom att majoritetsprincipen är huvudregel och gäller för flertalet av de beslut som bolagsstämman fattar. Det visar sig också genom att lagstiftaren endast i ett fåtal fall, och då i mindre betydelsefulla sådana, velat ge minoriteten positiva rättigheter. Minoritetsskyddet bygger snarare på att ge minoriteten möjlighet att hindra, snarare än att själva fatta, beslut.

⁴⁶ Andersson, Johansson och Skog: Kommentar II s. 12:6. Om syftet med denna begränsning, jfr vad som sagts ovan om s.k. utsvältning avsnitt 2.2 not 6. Ett undantag från förbudet att fatta beslut i strid mot bolagets vinstsyfte finns dock intaget i ABL 12:6. I denna bestämmelse sägs att stämman har rätt att besluta om gåva till allmännyttigt ändamål om det med hänsyn till ändamålets beskaffenhet, bolagets ställning och omständigheterna i övrigt får anses skäligt.

⁴⁷ Nial och Johansson (1998) s. 146 och Rodhe (2000) s. 243.

⁴⁸ ABL 2:4.

⁴⁹ Nial och Johansson (1998) s. 145.

⁵⁰ Rodhe (2000) s. 244.

3 The City Code on Takeovers and Mergers

3.1 Bakgrund

The City Code on Takeovers and Mergers⁵¹ är en självreglering som reglerar offentliga erbjudanden och fusioner på främst Londons kapitalmarknad.⁵² City koden ges ut och administreras av the Panel on Takeovers and Mergers^{53, 54}. Koden är avsedd att skapa en ram inom vilken offentliga erbjudanden kan genomföras och Panelen har inte som avsikt att bedöma lämpligheten i ett förvärv.⁵⁵ Regleringen är först och främst skapad för att tillförsäkra att alla aktieägare behandlas lika vid offentliga erbjudanden. Koden skall heller inte betraktas som lagstiftning utan den ger endast prov på vad Panelens medlemmar anser vara ett gott uppträdande vid förvärv.⁵⁶

Koden innehåller tio stycken allmänna principer vilka skall visa den uppförandekod som skall gälla.⁵⁷ Dessa principer är brett formulerade och Panelen avser att tillämpa dem efter deras syfte snarare än ordalydelsen. Förutom principerna finns även 38 stycken regler intagna i koden. Vissa av dessa är att betrakta som exemplifieringar eller tillämpningar av någon av principerna, medan andra endast avser att reglera vissa specifika delar av ett bud.⁵⁸ Även reglerna är avsedda att tolkas efter sitt syfte snarare än ordalydelsen.^{59, 60} I City koden regel 9 finns en budplikt intagen. Denna regel är ett uttryck för kodens första princip om likvärdig behandling av alla aktieägare.⁶¹ Budplikten berörs även mer direkt i den tionde principen som säger att när kontroll över ett bolag förvärvas så skall i vanliga fall ett bud läggas även till övriga aktieägare i bolaget.

⁵¹ I det följande kallad "City koden".

⁵² Koden är enligt 4(a) i Inledningen tillämplig på alla förvärv av aktier i noterade och onoterade bolag som har hemvist i Det Förenade Konungariket ("UK"), kanalöarna och Isle of Man.

⁵³ I det följande kallad "Panelen".

⁵⁴ För mer om Panelens organisation och bakgrund se Farrar's s. 590f., Gower's s. 774-777.

⁵⁵ Inledningen 1(a).

⁵⁶ Inledningen 1(a) och (c).

⁵⁷ Inledningen 3(a).

⁵⁸ Inledningen 3(a).

⁵⁹ Inledningen 3(a) 2st.

⁶⁰ I koden finns även kommentarer till de olika reglerna intagna. Dessa förklarar närmare Panelens tolkning och tillämpning av reglerna. Vidare finns i koden ett särskilt avsnitt med definitioner samt appendix.

⁶¹ Farrar's s. 595. Se även Gower's s. 789f. och 792.

3.2 Förutsättningar för en budplikt

3.2.1 Huvudregler

I City koden kan budplikt bli aktuell i två stycken huvudfall. Den första situationen då budplikt utlöses är när någon person förvärvar, antingen genom ett förvärv eller genom en serie transaktioner, aktier vilka, tillsammans med aktier som innehas eller förvärvas av personer som agerar i samförstånd med honom, bär 30% eller mer av rösterna i ett bolag.⁶²

Gränsen för utlösande av budplikt går här vid ett ägande av 30 % eller mer av rösträtterna. Denna andel anses vara tillräcklig för att ge innehavaren kontroll över ett bolag oavsett om innehavaren kan utöva kontroll i det enskilda fallet eller inte.⁶³ Denna ordning skiljer sig från den ursprungliga utformningen av koden där det var Panelens uppgift att i varje enskilt fall avgöra om en förvärvare uppnått effektiv kontroll eller inte. Utformningen skapade osäkerhet och andra problem varför definitionen ändrades till en kvantitativt verifierbar objektiv definition.⁶⁴

Det andra fallet beskrivs som att någon, ensamt eller tillsammans med personer som agerar i samförstånd med honom, innehar 30% eller mer men mindre än 50% av rösterna och en sådan person, eller någon som agerar i samförstånd med honom, förvärvar ytterligare aktier vilka ökar hans procentandel av rösterna.⁶⁵ Denna s.k. "creeper rule" fanns med i den ursprungliga koden men togs senare bort 1998 efter kritik.⁶⁶ I den senaste upplagan av koden har dock regeln på nytt tagits med.

Som kan ses blir budplikt inte endast aktuell i fall då ett subjekt agerar ensamt utan även när ett subjekt agerar tillsammans med andra. Dessa andra benämns som i koden "personer som agerar i samförstånd" med förvärvaren och innebörden av detta begrepp berörs både bland kodens definitioner och i kommentaren till regeln 9.1. Enligt kodens definition omfattar begreppet "personer som agerar i samförstånd" personer som i enlighet med en överenskommelse eller genom samförstånd (vare sig detta är formellt eller informellt), aktivt samarbetar, genom att någon av dem förvärvar aktier i ett bolag, för att uppnå eller konsolidera kontroll i bolaget.⁶⁷ Bakgrunden till

⁶² Regel 9.1 (a).

⁶³ Se kodens definitioner där kontroll definieras som ett innehav av aktier motsvarande 30% av rösträtterna, oavsett om innehavaren kan utöva kontroll de facto.

⁶⁴ Weinberg and Blank para. 4-8004 s. 4238.

⁶⁵ Regel 9.1 (b).

⁶⁶ Weinberg and Blank para. 4-8008 s. 4240.

⁶⁷ I definitionen uppräknas också ett antal personer som skall presumeras vara personer som agerar i samförstånd med andra personer i samma kategori om ej annat visas. Av uppräknningen framgår bl.a. att koncernbolag och andra bolag där något koncernbolag äger eller kontrollerar mer än 20% av aktiekapitalet skall presumeras vara närstående (1p). Vidare skall ledningen i ett bolag, och deras nära anhöriga, presumeras vara närstående bolaget (2p). I målbolaget skall även ledningen ses som en grupp närstående när deras bolag

denna utformning är att försvåra kringgåenden av budplikten som sker genom att innehav döljs då de inte hålls av en enskild fysisk eller juridisk person.⁶⁸

3.2.2 Särskilda fall vid handlande i samförstånd

Definitionen av personer som agerar i samförstånd gäller för hela koden. Den kan dock få särskild betydelse vid frågor kring utlösande av budplikt där gränsdragningar kan få betydelse i en lång rad fall. I kommentaren till regel 9.1 förklarar därför Panelen hur den anser att koden skall tolkas och tillämpas i en rad situationer.

En första berörd fråga behandlar situationen att aktieägare utan varandras vetskap förvärvar aktier i ett bolag och efter detta inleder ett samarbete i samförstånd där de gemensamt innehar mer än 30 % av rösterna i bolaget.⁶⁹ I detta fall kommer Panelen inte i normala fall anse att en skyldighet att lägga ett bud har uppkommit. Detta kan anses vara ganska naturligt då regel 9.1 talar om förvärv av aktier. I den ovan skisserade situationen uppkommer inte kontrollblocket till följd av ett förvärv utan genom att aktieägare går samman i en grupp t.ex. genom ett aktieägaravtal. Enligt Panelen kommer dock regel 9.1 att vara fortsatt tillämplig på förvärv som görs av någon i gruppen efter samarbetets inledande.⁷⁰

För att förtydliga tillämpningen av definitionen av agerande i samförstånd upptar kommentaren också situationen då aktieägare röstar gemensamt i specifika frågor.⁷¹ Enligt Panelen ses inte denna omständighet som något som ensamt innebär att dessa aktieägare anses uppfylla definitionen. I särskilda fall kan dock en sådan omständighet indikera att ett samförstånd finns vars konsekvenser har belysts ovan.

Några närmare kommentarer angående ledningen i ett bolag för vilket ett bud har lagts eller där ett bud kan antas vara nära förestående ges i 3p i kommentaren till regel 9.1. Panelen säger där att i fall då ledningen har ställt sig avvisande till ett bud (fråga är alltså om ett s.k. fientligt bud) kommer Panelen att betrakta aktieägare som också motsätter sig budets handlande i förhållande till ledningens aktioner. Panelen kommer i sådana fall att noga granska om de aktuella aktieägarna agerar i samförstånd med ledningen.⁷²

är föremål för ett bud eller när ledningen har anledning att tro att ett bud är nära förestående (5p).

⁶⁸ Weinberg and Blank para. 4-8019 s. 4244.

⁶⁹ Kommentaren till regel 9.1 1p.

⁷⁰ I det fall att gruppen innehar mindre än 30% kommer detta att innebära att om någon medlem förvärvar fler aktier, så att gruppens innehav överstiger 30%, kommer budplikt att utlösas (kommentaren till 9.1 1p (a)). I det fallet att gruppens innehav är mellan 30 och 50% av bolaget kommer budplikt att utlösas så fort någon medlem förvärvar aktier vilka ökar gruppens andel i det aktuella bolaget (kommentaren till 9.1 1p (b)).

⁷¹ Kommentaren till regel 9.1 2p.

⁷² Weinberg and Blank para. 4-8024 s. 4246.

Detta kan jämföras med den presumptionsregel som gäller för personer i ledningen vid alla typer av bud.⁷³

En grupp aktieägare som agerar i samförstånd betraktas av Panelen som en enda aktieägare.⁷⁴ Om en grupp aktieägare som agerar i samförstånd väl har bildats kan senare aktieförvärv av medlemmar i gruppen från en annan gruppmedlem likväl utlösa en skyldighet att lägga ett bud.⁷⁵ Till att börja med kommer en medlems förvärv från en annan medlem, i en grupp som tillsammans har mer än 30 %, utlösa budplikt för den förvärvande medlemmen om denne ensamt kommer upp i över 30%. Detsamma gäller om medlemmen ensamt hade över 30% redan innan och sedan ökar sitt innehav genom förvärvet. Panelen kan dock med beaktande av vissa omständigheter besluta sig för att meddela dispens från budplikten i de två behandlade situationerna.⁷⁶ Det kan antas att Panelen i sådana fall främst är intresserade av att se om kontrollen även efter förvärvet innehas av samma personer eller om situationen har förändrats.⁷⁷

3.2.3 Andra frågor angående förutsättningar för budplikt

Det finns en rad andra situationer där frågan om en budplikts uppkomst kan ställas på sin spets och som Panelen valt att kommentera.⁷⁸

En första sådan fråga är hur situationen skall bedömas då en ägare av ett kontrollblock inte säljer hela blocket till en köpare utan endast en del av detta, som motsvarar något mindre än de 30% som utlöser en budplikt. I dessa fall antas det att köparen vill köpa en andel precis under 30% just för att undvika en skyldighet att lägga ett bud. Enligt Panelen kan även ett sådant förvärv utlösa budplikt om säljaren agerar i samförstånd med köparen på ett sådant sätt att köparen i praktiken tillåts att utöva kontroll över hela innehavet.⁷⁹ För att avgöra om köparen kan utöva sådan kontroll får enligt Panelen hänsyn tas till omständigheterna i det enskilda fallet.⁸⁰

⁷³ Se not 27 ovan.

⁷⁴ Weinberg and Blank para. 4-8021 s. 4244.

⁷⁵ Kommentaren till regel 9.1 4p.

⁷⁶ De omsändigheter som då kommer att beaktas inkluderar bl.a. om balansen mellan innehaven i gruppen har förändrats i någon större utsträckning. Även det pris som betalats för aktierna och gruppens varaktighet beaktas. Vad gäller priset kan en stor premie i förhållande till marknadspriset indikera att förvärvaren anser sig ha ökat sin kontroll vilket således förändrat förhållande i gruppen och budplikt kan bli aktuell, se Weinberg and Blank para. 4-8022 s. 4245.

⁷⁷ Weinberg and Blank para. 4-8021 s. 4245.

⁷⁸ Dessa frågor tas upp i kommentaren till regel 9.1 i pp 5-14 under rubriken "Other General Interpretations". Här kommer endast en del av dem att behandlas.

⁷⁹ Kommentaren till regel 9.1 5p.

⁸⁰ I kommentaren sägs att bl.a. att den omständigheten att köparen betalt ett högt pris för aktierna kan tala för sådan kontroll då det kan tolkas som att köparen egentligen förvärvat hela blocket. Vidare anses den omständighet att säljaren är en "insider" tala för att köparen har erhållit kontroll. Den omständigheten att köparen villkorar sitt köp vid att säljaren ger honom stöd vid utseende av styrelseledamöter eller liknande räcker dock inte ensamt för att

I kommentaren beskrivs också en möjlighet för en förvärvare att undgå budplikt.⁸¹ Om köparen innan förvärvet ser till att ordna det så att innehavet redan innan eller en kort tid efter förvärvet kan minskas under 30% så kan budplikt undvikas även om själva förvärvet ger köparen en andel som är större än 30%. I dessa fall säger dock Panelen att man kommer att studera varje enskilt fall så att ingen av de som köper aktier från förvärvaren agerar i samförstånd med denne. Det är viktigt att anmärka att det i dessa fall krävs att någon form av åtgärder vidtas redan före förvärvet. Att endast åta sig att sälja aktier efter förvärvet räcker i allmänhet inte för att förhindra en skyldighet att lägga ett bud.⁸² I de fall då åtgärder vidtas för att placera aktierna en kort tid efter förvärvet, och inte omedelbart, är det endast i undantagsfall som budplikt inte utlöses.⁸³

Så här långt har endast direkta förvärv av aktier behandlats. Det kan dock uppstå en rad situationer där en andel aktier, som i och för sig skall medföra budplikt, indirekt förvärvas genom att någon förvärvar ett bolag som i sin tur har aktieinnehav i ett målbolag. I koden finns den s.k. kedjeregeln som behandlar situationen.⁸⁴ Situationen kan uppstå om en person eller en grupp av personer förvärvar aktier motsvarande 50% eller mer i ett bolag och det förvärvade bolaget i sin tur, direkt eller indirekt, äger 30% eller mer i ett andra bolag.⁸⁵ I situationer som den anser dock inte Panelen att det i normala fall är nödvändigt att lägga ett bud på de resterande aktierna i det andra bolaget.⁸⁶ Detta kan tyckas naturligt då inga nya aktier i målbolaget förvärvas. Istället uppkommer ett innehav genom att en grupp som agerar i samförstånd skapas.⁸⁷

Som inledningsvis nämnts kan en skyldighet att lägga ett bud endast uppstå vid förvärv av aktier. Redan härav framgår således att förvärv av konvertibler, optioner eller andra derivatinstrument inte ger upphov till en sådan skyldighet. Panelen betraktar dock konvertering av konvertibler, utnyttjande av en option etc. som ett förvärv av aktier vid tillämpningen av dessa regler.⁸⁸ Detta innebär således att om konverteringen eller utnyttjandet leder till ett aktieinnehav över någon av de tidigare behandlade gränserna

köparen skall anses ha uppnått en sådan kontroll. Se något mer hos Weinberg and Blank para. 4-8045 s. 4254.

⁸¹ Kommentaren till regel 9.1 6p.

⁸² Weinberg and Blank para. 4-8015 s. 4242.

⁸³ Weinberg and Blank para. 4-8015 s. 4242.

⁸⁴ Kommentar till regel 9.1 7p.

⁸⁵ Situationen kan också vara sådan att förvärvaren/förvärvarna redan innan har ett innehav i det andra bolaget och att detta innehav tillsammans med det första bolagets innehav motsvarar 30% eller mer i det andra bolaget.

⁸⁶ I kommentaren nämns dock två fall där en skyldighet att lägga ett bud kommer att uppstå. Den första är om innehavet i det andra bolaget är stort i förhållande till det första bolaget. För att bedöma detta beaktas såväl tillgångar och vinst i båda bolagen. Det andra fallet är då ett av de huvudsakliga syftena med att förvärva aktier i det första bolaget är att uppnå kontroll i det andra bolaget.

⁸⁷ Koncernbolag presumeras av Panelen agera i samförstånd, se avsnitt 3.2.1 not 67 ovan.

⁸⁸ Kommentaren till regel 9.1 10p.

kan en budplikt uppkomma.⁸⁹ I vissa fall kan det dock räcka med att en person har förvärvat en option för att utlösa budplikt. Så kan ske om förhållandet mellan utställaren och optionsinnehavaren är sådant att den faktiska kontrollen över aktierna har övergått till optionsinnehavaren redan genom att denne erhåller sin option.⁹⁰ Genom denna tolkning försvårar Panelen kringgåenden av budpliktsregleringen.

En aktieägare eller en grupp aktieägare som agerar i samförstånd som äger mer än 30% kan under vissa förutsättningar förändra sitt innehav utan att detta behöver medföra en skyldighet att lägga ett bud på resterande aktier. Om en sådan aktieägare eller grupp säljer aktier, dock utan att minska sitt innehav under 30%, kan de senare förvärva fler aktier utan att det medför budplikt.⁹¹ Två förutsättningar måste dock vara uppfyllda för att detta skall vara möjligt: för det första får inte det totala antalet aktier som förvärvas under en tolv månadersperiod motsvara mer än en procent av det aktuella bolagets aktiekapital, för det andra får inte förvärvet öka aktieägarens eller gruppens till ett större innehav än det största innehav som hållits under samma tidsperiod. Förutsättningarna medför att det inte är möjligt att gradvis öka sitt innehav från år till år utan att det medför budplikt.

3.3 Innebörden av en budplikt

3.3.1 Allmänt

Den huvudsakliga innebörden av budplikt är enligt koden att den som träffas av skyldigheten skall utsträcka ett erbjudande till innehavare av aktier i alla klasser, oavsett om dessa medför rösträtt eller inte. Ett bud skall även ges till alla eventuella klasser av andra röstberättigande kapitalandelar i bolaget om förvärvaren eller någon som agerar i samförstånd med honom innehar sådana andelar.⁹² Budplikten medför dock även vissa andra anknytande skyldigheter vad gäller informationsgivning till aktieägarna i målbolaget för det subjekt som träffas. Koden innehåller även närmare bestämmelser vad gäller det bud som skall läggas till aktieägarna. Vad som gäller i dessa avseenden skall genomgå nedan.

⁸⁹ Enligt kommentaren kommer dock inte Panelen kräva att ett bud läggs i de fall då de aktuella konvertiblerna eller teckningsrätterna har utgivits till de personer som vill konvertera eller teckna efter godkännande av aktieägarna på en bolagsstämma, jfr reglerna om dispens i avsnitt 3.5 nedan.

⁹⁰ Weinberg and Blank para. 4-8011 s. 4241.

⁹¹ Kommentaren till regel 9.1 11p. Panelen betraktar i detta sammanhang även en emission av aktier, som minskar ett procentuellt innehav, som likvärdigt med försäljning.

⁹² Regel 9.1 in fine.

3.3.2 Offentliggörande⁹³

När ett förvärv som medför en skyldighet att lägga bud på resterande aktier har gjorts skall förvärvaren omedelbart offentliggöra ett tillkännagivande.⁹⁴ Ett sådan tillkännagivande skall offentliggöras genast även om all information om det stundande budet inte finns tillgänglig. Ytterligare information som kan ges först senare får intas i ett kompletterande tillkännagivande. Skyldigheten att göra tillkännagivandet faller på budgivaren.⁹⁵

Ett tillkännagivande skall innehålla bl.a. villkoren för erbjudandet och budgivarens identitet. Information om budgivarens, eller personer som agerar i samförstånd med honom, tidigare innehav i målbolaget måste också ges. Denna skyldighet inbegriper även information om eventuella optioner som ger rätt att förvärva ytterligare aktier i målbolaget.⁹⁶ Tillkännagivandet skall också innehålla en bekräftelse från budgivarens finansiella rådgivare eller annan tredje part att budgivaren har tillräckliga resurser för att förvärva alla aktier om samtliga aktieägare accepterar budet.⁹⁷ I situationer då den som avgivit försäkran har agerat vårdslöst kan denne själv bli skyldig att avlägga erforderlig betalning.⁹⁸

3.3.3 Prospekt⁹⁹

Ett prospekt¹⁰⁰ skall offentliggöras 28 dagar efter det att tillkännagivandet har gjorts.¹⁰¹ Denna handling skall, förutom information som redan skall vara med i det tidigare tillkännagivandet, ange vilka planer förvärvaren har med förvärvet¹⁰² samt en stor mängd finansiell information¹⁰³. Den första kategorin medför bl.a. att information om hur förvärvaren har tänkt sig att fortsätta att driva företaget, planerade förändringar och en förklaring till det ekonomiska resonemang som legat till grund för budet skall tas in i prospektet. Den andra kategorin inbegriper bl.a. det vederlag som erbjuds för aktier och deras nuvarande börskurs samt det förfarande som skall följas för den som accepterar budet.

⁹³ För en utförligare genomgång av tillkännagivandet, se Weinberg and Blank para. 4-3019 – 4-3028 s. 4047-4053.

⁹⁴ Regel 2.2(b).

⁹⁵ Regel 2.3.

⁹⁶ regel 2.5(b).

⁹⁷ Regel 2.5(c).

⁹⁸ Weinberg and Blank para. 4-8010 s. 4240f.

⁹⁹ För en utförligare genomgång av vad som skall ingå i denna handling, se Weinberg and Blank para. 4-5007 - 4-5034 s. 4100-4113.

¹⁰⁰ "Offer document".

¹⁰¹ Regel 30.1.

¹⁰² Regel 24.1.

¹⁰³ Regel 24.2.

3.3.4 Villkor för förvärvet

Möjligheten för budgivaren att villkora sitt bud är kraftigt beskuren när fråga är om bud som läggs till följd av en skyldighet enligt budpliktsregeln. Enligt koden får inga förvärv som kan leda till en skyldighet att lägga ett bud göras om ett sådant bud är eller kan vara beroende av ett beslut av bolagsstämman hos budgivaren eller annars beroende av några andra samtycken eller villkor.¹⁰⁴ Det är dock obligatoriskt att ett bud villkoras vid att förvärvaren får tillräckligt många accepterande svar att han, ensamt eller personer som agerar i samförstånd med honom, uppnår ett totalt innehav på mer än 50% av rösträtterna i bolaget.¹⁰⁵ Syftet bakom detta krav är något oklart och det har även utsatts för kritik.¹⁰⁶ Panelen kan lämna dispens för att möjliggöra andra villkor för ett bud.¹⁰⁷

Acceptfristen för ett bud skall vara minst tre veckor (21 dagar) efter det att prospektet har offentliggjorts.¹⁰⁸ Denna frist kan förlängas antingen genom att ett nytt senare datum för acceptfristen tillkännages eller genom att acceptfristen förlängs tills vidare. Det senare kan göras om budet blivit ovillkorligt och om så sker måste aktieägarna skriftligen meddelas minst 14 dagar innan budet förfaller.¹⁰⁹ Efter det att ett bud blivit ovillkorligt måste det fortfarande stå öppet för aktieägarnas accepterande under ytterligare minst 14 dagar efter det datum då acceptfristen annars skulle ha gått ut.¹¹⁰ Denna regel är avsedd att ge aktieägarna en möjlighet att sälja sina aktier efter det att det står klart att budgivaren kommer att erhålla kontroll över bolaget och att de kommer att bli minoritetsaktieägare.¹¹¹ I koden finns även en begränsning för hur lång acceptfristen får bli. Budgivaren får inte förlänga fristen mer än 60 dagar efter den dag då det offentliggjordes, med undantag för fall då ett bud tidigare blivit ovillkorligt.¹¹²

I koden finns närmare bestämmelser om det vederlag som skall erbjudas de övriga aktieägarna vid ett bud till följd av budplikt.¹¹³ Ett erbjudande måste vara i kontanter eller i alla fall innehålla ett kontantalternativ. Detta erbjudande får inte vara lägre än det högsta pris som betalats av budgivaren, eller någon som agerar i samförstånd med honom, för aktier av samma klass under de senaste tolv månaderna. Om det finns olika klasser av aktier i målbolaget måste inte vederlaget vara lika stort för alla klasser. Vederlaget för aktier av olika klasser skall dock vara jämförbart.¹¹⁴

¹⁰⁴ Se dock regel 9.4 och 12.1.

¹⁰⁵ Regel 9.3.

¹⁰⁶ Weinberg and Blank para. 4-8036 – 4-8037 s. 4251.

¹⁰⁷ Enligt kommentaren till regel 9.3 (3p) kommer dispens endast att medges i undantagsfall.

¹⁰⁸ Regel 31.1.

¹⁰⁹ Regel 31.2.

¹¹⁰ Regel 31.4.

¹¹¹ Weinberg and Blank para. 4-4041 s. 4083.

¹¹² Regel 31.6 och Weinberg and Blank para. 4-4042 s. 4083.

¹¹³ Regel 9.5.

¹¹⁴ Regel 9.1 in fine.

I vissa fall kan det av varierande orsaker vara svårt att fastställa vilket vederlag som skall ges och därför ges närmare instruktioner i koden. Där anges bl.a. att om aktier förvärvats i utbyte mot andra noterade aktier så skall priset i kontantalternativet bestämmas utifrån marknadspriset på de aktier som utgjort vederlag.¹¹⁵ Då aktier har förvärvats genom utnyttjande av derivatinstrument, t.ex. konvertering av konvertibler, kommer priset att fastställas med hänvisning till priset på aktierna i fråga den dag då konvertering skedde.¹¹⁶ Dock, om instrumenten har köpts under budperioden, eller tolv månader innan dess början, kommer de att behandlas som att de var köp av den underliggande aktien. Priset fastställs i sådana fall med hänvisning till priset för att köpa och villkoren för att konvertera eller inlösa dem.

Det kan finnas situationer där budgivaren anser att regeln om det högsta priset inte skall tillämpas och Panelen kan medge att budgivaren erbjuder ett lägre pris än det som annars skulle ha fastställts enligt de ovan nämnda reglerna.¹¹⁷ De viktigaste omständigheter som Panelen beaktar i sådana fall är storleken på och tidpunkten för det högsta budet. Om detta var ett litet förvärv i början av tolv månadersperioden är chansen till avvikelse större än om det var ett stort förvärv genomfört alldeles innan budplikten utlöstes.¹¹⁸ Andra omständigheter som beaktas är bl.a. antalet aktier som har förvärvats under den senaste tolv månadersperioden och om aktier har förvärvats till höga priser från ledningspersoner eller andra med nära anknytning till budgivaren eller målbolaget.¹¹⁹

3.4 Budpliktens subjekt

Enligt huvudregeln i koden är det den fysiska eller juridiska person som förvärvat aktier och därigenom utlöst budplikt som också har en skyldighet att lägga ett bud på resterande aktier till de övriga aktieägarna.¹²⁰ I vissa situationer kan dock andra personer istället träffas av denna skyldighet.¹²¹ Detta är fallet om fråga är om en grupp som agerar i samförstånd och den som gjort förvärvet inte kan anses vara en ledande person i gruppen.¹²² Det är då ledande medlemmar i gruppen som kan bli skyldiga att lägga ett bud. I undantagsfall kan skyldigheten även övergå till personer som inte kan anses vara ledande i gruppen och enligt Panelen t.o.m. övergå på en medlem i gruppen som vid tillfället i fråga inte äger några aktier överhuvudtaget. Några närmare anvisningar om hur det bedömas vem som blir skyldig att

¹¹⁵ Kommentaren till regel 9.5 2p(b).

¹¹⁶ Kommentaren till regel 9.5 2p(c) och Weinberg and Blank para. 4-8030A s. 4249.

¹¹⁷ Regel 9.5(b).

¹¹⁸ Weinberg and Blank para. 4-8031 s. 4249.

¹¹⁹ Kommentaren till regel 9.5 3p.

¹²⁰ Regel 9.1.

¹²¹ Regel 9.2.

¹²² Kommentaren till regel 9.2.

lägga ett bud redovisas inte i koden. Panelen kommer istället att företa en undersökning i varje enskilt fall för att besluta detta.¹²³

Vid sidan av de skyldigheter som föreskrivs för den som träffas av budplikten finns även begränsningar för dennes handlingar. Innan prospektet har offentliggjorts får inte budgivaren, eller någon som agerar i samförstånd med honom, utse styrelseledamöter eller använda sig av sina röster i målbolaget.¹²⁴

3.5 Undantag från budplikten

I koden¹²⁵ tas även en rad situationer upp där Panelen behandlar fall där den kan vara villig att medge dispens från budpliktsregeln.¹²⁶ Totalt är fråga om sex stycken situationer där avsikten med ett förvärv i normala fall inte har varit att uppnå kontroll över målbolaget.¹²⁷ Några av dem skall beröras här.

En första situation där Panelen normalt medger undantag är då någon kommer över gränsen för budplikt genom att en emission av nya aktier i målbolaget har använts för att erlagga vederlag vid ett förvärv.¹²⁸ I denna situation ges dispens om nyemissionen har godkänts av aktieägarna på en bolagsstämma. För att dispens skall ges ställs dock krav på bl.a. den information som lämnas till aktieägarna.¹²⁹ Dessa måste informeras om att Panelen har medgett dispens från en eventuell budplikt samt få fullständiga uppgifter om de nya ägarförhållanden som kan uppstå till följd av emissionen. Vidare finns krav på att de nya kontrollägarna inte får förvärva aktier i målbolaget i samband med åtgärderna.¹³⁰

Ett annat fall där dispens normalt medges då ett innehav uppkommer till följd av en emission av nya aktier är när ett målbolag befinner sig i en allvarlig finansiell position.¹³¹ En emission kan då vara en del av en räddningsaktion för bolaget och Panelen kan i sådana fall medge dispens även om emissionen inte godkänts av bolagsstämman. När Panelen överväger dispens i ett sådant fall kommer den enligt kommentaren att bl.a. beakta åsikterna hos målbolagets ledning och dess rådgivare. Tanken bakom detta får antas vara att om det inte finns stöd för en åtgärd från ledningen

¹²³ Weinberg and Blank para. 4-8018 s. 4243.

¹²⁴ Regel 9.7.

¹²⁵ Se Kommentar angående dispensgivning från regel 9 som finns intagen i koden efter regel 9.

¹²⁶ Att dispens från regeln kan ges framgår redan av första meningen i regel 9.1, som inleds ”Förutom med samtycke från Panelen...”

¹²⁷ Weinberg and Blank para. 4-8047 s. 4254.

¹²⁸ Kommentar angående dispensgivning från regel 9 1p.

¹²⁹ Se mera utförligt Weinberg and Blank para. 4-8050 s. 4256-4258.

¹³⁰ Se (a) och (b) i slutet av 1p.

¹³¹ Kommentar angående dispensgivning från regel 9 3p.

eller rådgivare så finns det goda skäl att anta att åtgärden inte varit nödvändig, varför dispens inte bör medges.¹³²

Vidare kan dispens ges i fall då någon förvärvat aktier genom att ta dem i anspråk när de utgjort säkerhet för ett lån.¹³³ En förutsättning för att Panelen skall medge dispens är dock att säkerheten inte var given vid en tidpunkt då utlånan hade anledning att tro att det var troligt att säkerheten skulle vara tvungen att tas i anspråk.¹³⁴

Ytterligare ett par situationer där dispens kan bli aktuellt skall omnämnas här. Om en person får ett innehav som utlöser budplikt p.g.a. ett oavsiktligt misstag medger Panelen i normala fall dispens om personen i fråga säljer ett tillräckligt antal aktier till personer som är oberoende från honom.¹³⁵ Det uttalas inte i kommentaren exakt inom vilken tid en sådan försäljning skall ske, men den skall ske skyndsamt. Vidare kommer Panelen även att överväga dispens i fall då innehavare av 50% av aktierna i målbolaget redan innan ett bud skriftligen uppger att de inte kommer att acceptera ett bud.¹³⁶ Detsamma gäller i fall då någon annan person än förvärvaren redan har ett innehav på 50% eller mer.

3.6 Sammanfattande kommentarer

Som har framgått är budpliktsregleringen i sig ganska enkel. Om man bortser från den lite speciella s.k. ”creeper rule” säger regleringen endast att den som tar kontroll över ett bolag har en skyldighet att lägga ett bud avseende resterande aktier. Priset i detta bud skall enligt huvudregeln vara vad förvärvaren tidigare visat sig vara villig att betala. När det står klart att en skyldighet har uppkommit finns ett antal regler som har till syfte att ge aktieägarna en möjlighet att avgöra om de skall acceptera budet eller inte. Hit hör reglerna om informationsgivning och upprättande av prospekt samt även förbudet mot att villkora bud. Genom dessa regler framgår även grundtanken att inte Panelen skall bedöma om ett förvärv är lämpligt eller önskvärt. Denna bedömning skall göras av aktieägarna.

¹³² Weinberg and Blank para. 4-8058 s. 4260. I kommentaren sägs även att fråga skall vara om situationer där målbolaget löper en verklig risk för konkurs. Fråga skall inte vara om att det snarare är en huvudägare och inte bolaget som har problem. Att en huvudägare har problem och behöver sälja sitt kontrollblock är inte en omständighet som kan ge dispens. Regel 9 kommer att tillämpas på köparen.

¹³³ Kommentar angående dispensgivning från regel 9 2p.

¹³⁴ Panelen påpekar också i kommentaren att om utlånan vill sälja sitt innehav kommer regel 9 i koden att vara tillämplig på köparen på vanligt sätt.

¹³⁵ Kommentar angående dispensgivning från regel 9 4p. I dessa fall kommer Panelen att undersöka att innehavet verkligen tillkommit genom ett misstag. Endast den omständigheten att någon hävdar att han inte har haft för avsikt att utlösa en budplikt och att han är beredd att sälja av innehavet är i normala fall inte tillräckligt för dispens, Weinberg and Blank para. 4-8060 s. 4260.

¹³⁶ Kommentar angående dispensgivning från regel 9 5p.

Det som komplicerar regleringen är främst de regler som skall skydda mot kringgåenden. Bedömningen av vilka subjekt som skall anses agera i samförstånd och därmed näraliggande frågor komplicerar tillämpningen av koden avsevärt.

4 Förslagen till ett 13:e bolagsdirektiv

4.1 Bakgrund

Arbetet med det trettonde bolagsdirektivet kan ledas tillbaka ända till början av 1970-talet, då kommissionen började arbeta med frågan. Kommissionen uppdrog åt en brittisk professor att göra en utredning angående frågan om budplikt vilket resulterade i den s.k. Penningtonrapporten 1974.¹³⁷ Rapporten innehöll bl.a. ett första utkast till ett 13:e bolagsdirektiv men ledde inte fram till någon lagstiftning.

Arbetet med ett 13:e bolagsdirektiv upptogs dock igen i slutet på 1980-talet, inom ramen för arbetet att förverkliga den inre marknaden, då kommissionen lade fram ett utkast till direktiv 1987.¹³⁸ Detta ledde fram till det arbete som på senare år har bedrivits inom ramen för två stycken lagstiftningsprocesser.

Den första startade 1989¹³⁹ då kommissionen lade fram ett direktivförslag. 1990¹⁴⁰ lades ett modifierat förslag fram efter att ekonomiska och sociala kommittén hade haft synpunkter på det ursprungliga förslaget. Detta förslag drogs dock tillbaka av kommissionen 1996.

En andra process inleddes med ett förslag 1996¹⁴¹, som senare modifierades 1997¹⁴². Även detta förslag stötte dock på motstånd. På grund av andra frågor dröjde det ett tag innan rådet kunde behandla kommissionens förslag. Först år 2000 antog rådet ett gemensamt ställningstagande¹⁴³ som ändrade 1997 års modifierade förslag i vissa avseenden.¹⁴⁴ Detta ställningstagande accepterades dock inte av parlamentet som önskade ändring i en rad frågor.¹⁴⁵ Motsättningarna ledde fram till att en medlingskommitté¹⁴⁶ fick tillsättas och denna kommitté utarbetade en gemensam ny förslagstext i juni

¹³⁷ Skog: Erbjudandeplikt s. 77-130 s. 85.

¹³⁸ Skog: Erbjudandeplikt s. 87f.

¹³⁹ COM (1988) 0823, hädanefter kallat ”1989 års förslag”.

¹⁴⁰ COM (1990) 0416, hädanefter kallat ”1990 års modifierade förslag”.

¹⁴¹ COM (1995) 0655, hädanefter kallat ”1996 års förslag”.

¹⁴² COM (1997) 0565, hädanefter kallat ”1997 års modifierade förslag”.

¹⁴³ ”Common Position”.

¹⁴⁴ CSL 8129/1/2000, OJ C23 24-01-01 001.

¹⁴⁵ PE T5-0559/2000, OJ C232 17-08-01 078 168.

¹⁴⁶ ”Conciliation committee”.

2001.¹⁴⁷ Parlamentet röstade dock ner även denna text, med minsta möjliga marginal, varvid förslaget föll.¹⁴⁸

Kommissionen har dock inte gett upp hoppet om det 13:e bolagsdirektivet. Redan i juli 2001, mycket kort tid efter parlamentets omröstning, annonserade kommissionen att den skulle utarbeta ett nytt förslag så snart som möjligt. I skrivande stund är detta förslag ännu inte klart. En expertgrupp, tillsatt av kommissionen efter ett löfte till parlamentet under medlingsförfarandet har dock utrett de frågor som parlamentet fört fram under det tidigare lagstiftningsarbetet. Deras rapport blev klar i januari 2002 och kan förmodligen ge en bild av hur ett framtida förslag kan komma att se ut.¹⁴⁹

Av den ovan givna bakgrunden följer att det inte är så lätt att idag presentera en bild av hur ett framtida 13:e bolagsdirektiv kan komma att se ut. Problemen skall dock inte överdrivas. I stora delar verkar det råda samstämmighet kring den närmare utformningen av budplikten och parlamentets invändningar anknyter främst till några avgränsade områden. Här skall därför en genomgång göras av 2001 års förslag. I anknytning till de områden som expertgruppen har utrett kommer dess ståndpunkter och parlamentets tidigare åsikter att beröras. Jämförelser kommer också att göras med tidigare förslag.

4.2 Tillämpningsområde, implementering och tillsynsorgan

Enligt 2001 års förslag skall det kommande direktivet vara tillämpligt på offentliga erbjudanden för aktier i bolag som är noterade på en reglerad marknad.¹⁵⁰ Detta tillämpningsområde stämmer väl överens med tidigare förslag även om det är en begränsning i förhållande till det ursprungliga förslagens tillämpningsområde.¹⁵¹

¹⁴⁷ CSL 3629/1/2001, ej publicerat i OJ. Hädanefter kallad ”2001 års förslag”. Finns dock med som bilaga till The High Level Group of Company Law Experts rapport, se not 149 nedan.

¹⁴⁸ PE T5-0378/2001, OJ C65 14-03-02 057 112(E).

¹⁴⁹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 10 januari, 2002. Hädanefter kallad ”expertgruppens rapport”.

¹⁵⁰ Artikel 1.1. Definitionen av en reglerad marknad är hämtad från direktiv 93/22/EEG om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

¹⁵¹ I 1996 och 1997 års modifierade förslag räckte det med att en del av målbolagets aktier handlades på en marknad, se artikel 1 i båda förslagen. I dessa förslag hämtades inte heller definitionen från ett tidigare direktiv, istället nämndes vissa kriterier som marknaden i fråga skulle uppfylla för att direktivet skulle vara tillämpligt. Även 1990 års modifierade förslag begränsade tillämpligheten till företag vars aktier handlades på en reglerad marknad, se artikel 1.1 i 1990 års modifierade förslag. Det äldsta förslaget från 1989 hade dock inte någon sådan begränsning. I detta förslag var tillämpligheten utsträckt till alla bolag av vissa uppräknade kategorier i medlemsstaterna, oavsett om deras aktier kunde handlas på en organiserad marknad eller inte, se artikel 1 i 1989 års förslag. Begränsningen i

2001 års förslag riktar sig inte endast till medlemsstaternas lagstiftning och kan även implementeras på andra sätt än genom lagstiftning.¹⁵² Förslaget är tillämpligt på lagstiftning likväl som administrativa förfaranden, uppförandekoder och andra ordningar som gäller i medlemsstaterna vid offentliga erbjudanden. Dessa olika typer av föreskrifter inbegriper även reglering av privata organ som är officiellt befullmäktigade att reglera marknader. Implementeringen av föreskrifterna i förslaget skall också kunna ske genom administrativa stadganden eller på andra sätt.¹⁵³

Vid implementering av 2001 års förslag är det också tänkt att medlemsstaterna skall utse ett tillsynsorgan som skall uppfylla en rad skyldigheter enligt förslagens regler.¹⁵⁴ Denna roll kan givetvis tas av någon myndighet eller annat offentligt organ. Enligt förslaget kan dock även ett privat organ eller sammanslutning som erkänns av nationell rätt eller offentliga myndigheter och som har blivit uttryckligt bemyndigade enligt nationell rätt i detta avseende fullgöra dessa uppgifter.¹⁵⁵

4.3 Allmänna principer

De tidiga förslagen till ett 13:e bolagsdirektiv var detaljerade och reglerade i stor utsträckning de regler som skulle införas i de nationella rättsordningarna. De senaste förslagen till ett 13:e bolagsdirektiv har liksom koden byggts kring ett antal grundläggande principer. 1996 års förslag var det första förslaget där kommissionen valt att utforma ett ramdirektiv och där introducerades ett antal principer som medlemsstaterna skulle respektera när de själva införde regler i nationell lagstiftning till följd av direktivet.

Dessa grundläggande principer finns kvar i 2001 års förslag. Den första av dessa säger att alla innehavare av värdepapper av samma klass skall ges likvärdig behandling.¹⁵⁶ Detta preciseras vidare genom att det också sägs att andra innehavare av värdepapper skall skyddas om någon förvärvar

tillämpningsområdet i 1990 års modifierade förslag tillkom efter kritik från parlamentet, se kommentaren till artikel 1 i 1990 års modifierade förslag.

¹⁵² Se artiklarna 1.1 och 15.1.

¹⁵³ Motsvarande stadganden i 1996 års och 1997 års modifierade förslag hade en liknande utformning, se artiklarna 1 och 11 i båda förslagen. Se även artiklarna 1 och 22 i 1989 års och 1990 års modifierade förslag.

¹⁵⁴ Artikel 4.

¹⁵⁵ Motsvarande reglering i 1996 års och 1997 års modifierade förslag finns intaget i artikel 4.1 i båda förslagen. I 1989 års och 1990 års modifierade förslag skulle tillsynsorganet vara offentligt. Det kunde dock delegera alla eller delar av sina befogenheter till ett privat organ om de så önskade varför skillnaden i förhållande till senare förslag var nära nog obefintlig, se artikel 6.1 i båda förslagen.

¹⁵⁶ Artikel 3.1(a).

kontrollen i ett bolag. Det är denna första princip som också ligger till grund för budplikten i förslaget.¹⁵⁷

4.4 Kravet på införande av en budplikt

I de två första förslagen från 1989 och 1990 fanns intaget ett krav på att medlemsstaterna i sin lagstiftning skulle införa en budplikt.¹⁵⁸ I 1989 års förslag fastslogs gränsen för budpliktens inträdande till 33 1/3 procent av rösträtten i ett bolag. I 1990 års modifierade förslag gavs medlemsstaterna en möjlighet att sätta denna gräns lägre om de så önskade.

Efter konsultationer med medlemsstaterna och med beaktande av subsidiaritetsprincipen förändrade kommissionen sitt tillvägagångssätt i den senare lagstiftningsprocessen. Istället för ett mycket detaljerat direktivförslag valde man att lägga fram ett förslag till ramdirektiv. Enligt detta skulle medlemsstaterna själva få välja hur den slutgiltiga regleringen skulle vara utformad, med beaktande av de principer som låg till grund för direktivet. Mot denna bakgrund skulle det enligt dessa två förslag inte vara obligatoriskt för medlemsstaterna att införa en budplikt. Enligt artikel 3 i båda förslagen föreskrivs att medlemsstaterna vid kontrollförvärv antingen skall ha en budplikt eller någon annan likvärdig reglering som ger samma skydd för minoriteten. Denna möjlighet infördes efter protester från vissa medlemsstater som sedan tidigare hade andra procedurer och regleringar som de ansåg gav ett likvärdigt skydd. Fråga var bl.a. om medlemsstater som hade koncernrättsliga regler som gav minoriteten i ett bolag, som efter förvärv blivit dotterbolag, vissa rättigheter.¹⁵⁹

I rådets gemensamma ställningstagande från år 2000 hade dock denna möjlighet till alternativ reglering tagits bort, utan närmare motivering. Budplikt skulle på nytt vara obligatoriskt. Så är även fallet i 2001 års förslag. Det enda som i förslaget finns kvar av möjligheten till alternativ reglering är en möjlighet för de medlemsstater som, redan innan direktivets antagande, har ett annat skydd för minoritetsaktieägare att behålla denna ytterligare ett år efter den tidpunkt då direktivet annars skall vara införlivat.¹⁶⁰

4.5 Förutsättningar för budplikt

Enligt 2001 års förslag skall en skyldighet att lägga ett bud till övriga aktieägare uppstå då någon fysisk eller juridisk person genom förvärv av

¹⁵⁷ Budplikt finns intaget i förslagets artikel 5 som bär rubriken minoritetsskydd. Även i de tidigare förslagen betraktades budplikten som en minoritetsskyddsregel, se 1996 års och 1997 års modifierade förslag artiklarna 3.

¹⁵⁸ Se art. 4 i 1989 års och 1990 års modifierade förslag.

¹⁵⁹ Se kommentaren till artikel 3 1996 års förslag.

¹⁶⁰ Artikel 5.3.

honom självt eller någon som agerar i samförstånd med honom, ensamt eller tillsammans med tidigare innehav som han själv eller tillsammans med personer som agerar i samförstånd med honom innehar, värdepapper vilka direkt eller indirekt ger honom kontroll över bolaget.¹⁶¹

Som ses kan budplikt här, liksom i koden, inte endast utlösas av en person ensamt utan även när någon agerar i samförstånd med andra. Enligt 2001 års förslag definieras personer som agerar i samförstånd som fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren (eller målbolaget) på basis av en överenskommelse.¹⁶² Denna överenskommelse kan vara antingen uttrycklig eller underförstådd. Överenskommelsen skall också syfta till antingen uppnå kontroll över målbolaget eller att förhindra att ett bud går igenom. Vidare skall s.k. ägarkontrollerade bolag anses uppfylla definitionen för agerande i samförstånd.¹⁶³ Detta innebär bl.a. att bolag inom en koncern skall betraktas som personer som agerar i samförstånd. Även aktieägare som genom avtal gemensamt kontrollerar en majoritet av aktierna i ett bolag, skall anses agera i samförstånd med detta bolag.

Denna reglering av vilka personer som agerar i samförstånd med förvärvaren skiljer sig från de två senaste förslagen. I 1996 års och 1997 års modifierade förslag överläts åt medlemsstaterna att närmare reglera hur det skulle fastställas om ett tillräckligt stort innehav uppkommit eller inte, i vilket även frågor kring samarbete mellan olika fysiska eller juridiska personer får antas ha ingått.¹⁶⁴

Enligt 2001 års förslag är tanken som framgått att även indirekt kontroll som uppnåtts genom förvärv av aktier skall kunna ge upphov till en skyldighet att lägga ett bud. Detta skiljer sig från den tidigare utformningen i 1997 års förslag där endast förvärv som ledde till direkt kontroll över målbolaget kunde medföra en sådan skyldighet.¹⁶⁵ Med den tidigare utformningen ville kommissionen att budplikt inte skulle utlösas när indirekt kontroll uppstod genom andra bolag som inte var börsnoterade.¹⁶⁶ Det får antas att budplikten är tänkt att bli aktuell även i dessa fall enligt 2001 års förslag till följd av ändringen.

¹⁶¹ Artikel 5.1.

¹⁶² Artikel 2(d).

¹⁶³ Artikel 2(d) 2st. Definitionen av ägarkontrollerade bolag är hämtad från direktiv (88/627/EEG) om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större aktieinnehav i ett börsnoterat bolag.

¹⁶⁴ Artikel 3.2 i både 1996 års och 1997 års modifierade förslag. I de äldre förslagen, 1989 års och det modifierade från 1990, fanns dock en ganska detaljerad beskrivning av vilka andra innehav som skulle läggas till förvärvarens, se artikel 4.2 i både 1989 års och 1990 års modifierade förslag.

¹⁶⁵ Artikel 3.1 i 1997 års modifierade förslag.

¹⁶⁶ Se kommentaren till artikel 3 i 1997 års modifierade förslag.

Med värdepapper menas i 2001 års förslag alla överförbara värdepapper som innehar rösträtter.¹⁶⁷ Alltså kommer inte optioner eller andra derivatinstrument att omfattas.¹⁶⁸

Någon gräns för när kontroll skall anses ha uppstått finns inte intagen i 2001 års förslag. En sådan gräns samt regler för hur ett innehav skall räknas ut får bestämmas av medlemsstaterna själva i nationella regler.¹⁶⁹ Denna fråga överläts till medlemsstaterna redan i 1996 års förslag då de inte kunnat enas om en gemensam definition för när kontroll skulle anses ha uppnåtts vid förhandlingarna.¹⁷⁰

Vad som menas med ”förvärv” i 2001 års förslag är något oklart. Syftet är säkert att begreppet endast skall omfatta s.k. singularfång enligt svensk rätt, vilka i huvudsak inkluderar köp, byte och gåva, och ej universalfång (t.ex. förvärv genom arv eller testamente, utskiftning av bolags- eller föreningsegendom). Frågan kan också ställas om ens alla singularfång skall omfattas eller om budplikt endast kan bli aktuell vid köp eller byte då ett vederlag utbetalas. Dessa frågeställningar uppkommer vid en jämförelse mellan 2001 års förslag och de två äldsta förslagen.¹⁷¹ Frågan behandlas dock inte i 2001 års förslag.¹⁷²

¹⁶⁷ Artikel 2(e).

¹⁶⁸ Definitionen skiljer sig från den som fanns intagen i artikel 2 1996 års förslag och som även omfattade optioner, konvertibler och andra instrument som gav rätt att köpa aktier. De äldre förslagen hade också definitioner som låg nära den i 1996 års förslag. I 1989 års förslag, artikel 2, var inte överlåtbarhet något kriterium. Definitionen omtalade endast värdepapper som hade rösträtter eller som kunde konverteras till värdepapper med sådana rättigheter. I kommentaren till detta förslag sades att denna definition omfattade bl.a. konvertibler, teckningsrätter och optioner. I 1990 års förslag ändrades lydelsen av artikel 2 till den som den också hade i 1996 års förslag. Ändringen kommenterades dock inte närmare, varför det får anses troligt att man endast åsyftade att förtydliga dess innebörd. Definitionen överensstämmer dock med den i samma artikel i 1997 års modifierade förslag. Tanken i 1997 års förslag var att optioner och andra värdepapper endast skulle kunna utlösa budplikt när de användes för att förvärva, genom t.ex. inlösen av en konvertibel. Detta framgick genom att artikel 3 sade att budplikt kunde utlösas även vid ”framtida” förvärv, se kommentaren till artikel 3 i 1997 års förslag samt Werlauff (2000) s. 333. Om samma skall gälla enligt 2001 års förslag eller inte är inte klart uttryckt i förslaget men troligt.

¹⁶⁹ Artikel 5.5.

¹⁷⁰ Kommentaren till artikel 3 i 1996 års förslag. Denna gräns var tidigare specificerad; enligt 1989 års och 1990 års modifierade förslag (artikel 4.1) fick den inte vara högre än en tredjedel av det totala antalet röster. Medlemsstaterna kunde dock således sätta en lägre gräns för utlösande av budplikt. Det resonemang som fördes av kommissionen i anknytning till dessa bestämmelser var dock i ett avseende lite märklig. I kommentaren till artikel 4 i 1989 års förslag anges valet av en tredjedel vara att en sådan röstmängd i de flesta fall ger en möjlighet att blockera beslut på bolagsstämma. Det verkar således inte som det i de två första förslagen var avsett att ge någon definition av kontroll utan snarare att hindra att någon fick möjlighet att blockera viktiga beslut.

¹⁷¹ Av förslagen från 1989 och 1990 kunde det indirekt utläsas att budplikt kunde utlösas även vid universella fång, då medlemsstaterna gavs en möjlighet att undanta sådana situationer. I 1990 års modifierade förslag artikel 4.2c samt kommentaren till denna gavs en möjlighet för medlemsstaterna att undanta förvärv utan vederlag om de så önskade. I 1989 års förslag fanns en generell undantagsmöjlighet för tillsynsmyndigheten intaget i artikel

4.6 Innebörden av en budplikt

4.6.1 Allmänt

Enligt 2001 års förslag skall den som träffas av budplikten lägga ett bud som skall riktas till alla aktieägare och gälla hela deras innehav. Att budet skall gälla alla deras aktier är en förändring i förhållande till de två senaste förslagen. I dessa räckte det med att förvärvaren lade ett bud på en väsentlig del av aktierna.¹⁷³

4.6.2 Offentliggörande

En av de principer som ligger till grund för 2001 års förslag säger att bedräglig handel¹⁷⁴ i målbolagets aktier eller aktierna för något annat bolag som är inblandat i en affär inte får skapas.¹⁷⁵ En sådan marknad skulle kunna innebära att priserna börjar fluktuera utan samband med verkliga ekonomiska faktorer till följd av ryktesspridning.

4.3. Denna var enligt kommentaren till artikeln avsedd att användas bl.a. då förvärv skett genom donation eller arv.

¹⁷² Det står dock klart att blotta avsikten att förvärva aktier inte räcker för att utlösa budplikt. Frågan har berörts i tidigare förslag. I 1989 års förslag användes begreppet "aiming" (aiming to acquire) i den dåvarande artikel 4. I kommentaren till 1989 års förslag ägnades dock inget utrymme åt att förklara innebörden av detta. 1990 års modifierade förslag hade en annan lydelse och talade endast om förvärv ("acquisition"). I kommentaren till 1990 års modifierade förslag sades att den ändrade lydelsen endast var ägnad att förtydliga förutsättningarna för budplikten. Det kriterium som var avsett att avgöra om budplikt förelåg eller inte var helt objektivt; det berodde endast av hur stor andel av målbolaget som någon förvärvat. Det sades dock vidare i samma kommentar att det p.g.a. direktivets minimikaraktär skulle stå helt öppet för medlemsstaterna att välja ett subjektivt kriterium istället. Ett sådant skulle kunna utlösa budplikt innan förvärvet, redan när förvärvaren endast har för avsikt att i framtiden förvärva en så stor andel att han eller hon skulle komma över den aktuella gränsen.

¹⁷³ I kommentaren till 1996 års förslag (artikel 10) sades endast att den gräns för vad som skulle utgöra en "väsentlig del" skulle sättas tillräckligt högt för att uppfylla syftet med regeln att skydda minoriteten. I 1997 års modifierade förslag förtydligades innebörden av "väsentlig del" genom att det angavs att detta skulle motsvara minst 70 procent av värdepapperen om inte den aktuella tillsynsmyndigheten medgav annat. I kommentaren till detta i 1996 års förslag (artikel 10) sades att möjligheten till en partiell budplikt hade införts efter kritik från olika håll. Syftet med den fullständiga budplikten hade varit att ge alla aktieägare en möjlighet att lämna målbolaget om de ville vid ett kontrollägarskifte. Det hade dock framförts farhågor att en sådan regel skulle skapa en börda för näringslivet och sätta marknadsmekanismer ur spel, varför möjligheten till endast en partiell budplikt införts. I 1989 års och 1990 års modifierade förslag framgick innebörden av budplikten av artikel 4 som krävde att budpliktens subjekt skulle lägga ett bud på samtliga aktier. Bestämmelsen syfte berörs i kommentaren till 1989 års förslag där det sägs att den är tänkt att förhindra rent spekulativa bud samt förhindra att minoriteten förlust till följd av att värdet på deras aktier sjunker efter ett partiellt bud.

¹⁷⁴ "False markets".

¹⁷⁵ Artikel 3.1(d).

Problemet med bedräglig handel har man i förslaget försökt komma till rätta med genom regler om information. Tanken torde vara att om information om ett förestående bud genast kommer ut kan inte ryktesspridning starta och den aktuella aktien kan handelstoppas. Medlemsstaterna skall därför enligt 2001 års förslag ha regler som förpliktar budgivaren att utan fördröjelse offentliggör sin avsikt att lägga ett bud när ett sådant beslut har tagits.¹⁷⁶ Vad gäller bud som läggs till följd av budpliktsregeln torde denna tidpunkt motsvara den när en skyldighet att lägga ett bud har uppstått. Även tillsynsorganet skall meddelas vid samma tidpunkt.¹⁷⁷ Medlemsstaterna skall även införa bestämmelser som ser till att budet publiceras på ett sådant sätt att det blir transparent och att missledande informationsspridning förhindras.¹⁷⁸

4.6.3 Prospekt

En annan av de för förslaget grundläggande principerna säger att aktieägarna i målbolaget måste ha tillgång till tillräcklig information för att de skall kunna fatta ett välgrundat beslut.¹⁷⁹ Detta krav förverkligas genom att förslaget föreskriver att medlemsstaterna skall införa regler vilka förpliktar budgivaren att upprätta ett prospekt^{180 181}.

Prospektet skall upprättas och offentliggöras i god tid. Redan innan det offentliggörs skall det kommuniceras med det nationella tillsynsorganet.

Förslaget föreskriver även vissa minimikrav som ställs vad gäller vilken information som skall ingå i prospektet.¹⁸² Den information som krävs inbegriper bl.a. det vederlag som erbjuds för olika klasser av aktier samt hur värderingen har genomförts. Vidare skall information ges om eventuella befintliga innehav som förvärvaren eller någon som agerar i samförstånd med honom innehar i målbolaget. Även information om vilka planer som förvärvaren har för målbolagets framtida drift.

4.6.4 Villkor för förvärvet

Vad gäller själva villkoren för budet är inte regleringen i 2001 års förslag särskilt detaljerad och många frågor har överlåtits åt medlemsstaterna att själva reglera. Som exempel kan nämnas att frågor kring återkallelse av bud

¹⁷⁶ Artikel 6.1.

¹⁷⁷ Medlemsstaterna kan även föreskriva att det nationella tillsynsorganet skall meddelas innan det att avsikten att lägga ett bud har offentliggjorts, se artikel 6.1.

¹⁷⁸ Artikel 8.

¹⁷⁹ Artikel 3.1(b).

¹⁸⁰ ”Offer document”.

¹⁸¹ Artikel 6.2.

¹⁸² Artikel 6.3.

och de villkor som kan intas i budet regleras av medlemsstaterna.¹⁸³ I dessa fall måste dock medlemsstaterna vid införandet av föreskrifterna beakta de principer som ligger till grund för direktivet.¹⁸⁴

Acceptfristen som skall gälla för bud regleras dock i detalj i 2001 års förslag.¹⁸⁵ Acceptfristen skall vara mellan två och tio veckor från det att prospektet offentliggjorts. Förslaget medger dock att denna frist förlängs tills vidare.¹⁸⁶ I sådana fall måste de nationella reglerna föreskriva att budgivaren meddelar sin avsikt att avsluta budet två veckor innan så sker.

Det erbjudande som lämnas till aktieägarna skall ge dem ett skäligt vederlag för deras aktier.¹⁸⁷ Innebörden av vad som är skäligt har varit en omdebatterad fråga, där bl.a. parlamentet har önskat klargöranden under lagstiftningsprocessen. Frågan om storleken på det erbjudna vederlaget definierades inte heller närmare i de tidigare förslagen.¹⁸⁸ Denna fråga har också berörts av den tidigare omnämnda expertgruppen i deras rapport. I rapporten föreslås att ett skäligt vederlag skall bestämmas som det högsta vederlag som förvärvaren tidigare betalat för aktier av samma klass under en viss tidsperiod innan det förvärv som utlöser skyldigheten att lägga ett bud.¹⁸⁹ Medlemsstaterna skall själva få välja hur lång denna period skall vara. Den skall dock inte få vara kortare än sex månader eller längre än ett år. I rapporten föreslås även att undantag skall få göras från denna huvudregel bl.a. då aktiemarknaderna generellt har påverkats av ovanliga omständigheter.¹⁹⁰

Ett bud måste ha ett kontantalternativ i två situationer. Den första är då vederlaget inte består av likvida värdepapper som handlas på en reglerad marknad. Den andra är de fall då budgivaren eller någon som agerar i samförstånd med honom mot kontant betalning förvärvat aktier eller rösträtter motsvarande mer än fem procent i målbolaget under en period från tre månader innan budet offentliggjordes till dess att acceptfristen tog slut. I andra än dessa två situationer kräver inte förslaget att ett kontant alternativ skall ingå i ett bud. Medlemsstaterna kan dock kräva kontant betalning eller ett kontant alternativ i fler fall om de så önskar.

¹⁸³ Artikel 10.

¹⁸⁴ Se artikel 3.

¹⁸⁵ Artikel 7.

¹⁸⁶ Enligt artikel 7.2 kan också medlemsstaterna införa en längre eller kortare acceptfrist för särskilda fall. Medlemsstaterna kan också ge det nationella tillsynsorganet möjlighet att meddela undantag från huvudregeln i fall då målbolaget behöver sammankalla en bolagsstämma för att ta ställning till budet.

¹⁸⁷ Artikel 5.1.

¹⁸⁸ I 1997 års modifierade förslag sades endast att budet skulle göras till ett pris som tillförsäkrade aktieägarna likabehandling, se artikel 10. I 1996 års förslag sades att priset skulle vara förenligt med syftet att skydda aktieägarnas intressen, se artikel 10. I de två förslagen kommenterades inte närmare vad som avsågs med formuleringarna.

¹⁸⁹ Expertgruppens rapport s. 49.

¹⁹⁰ Expertgruppens rapport s. 50.

4.7 Budpliktens subjekt

Den som träffas av budplikt enligt 2001 års förslag kommer säkert i de flesta fall vara den som gjort förvärvet som utlöser skyldigheten. Utformningen av artikel 5 öppnar dock även för andra möjligheter. Enligt artikeln utlöses budplikt när någon p.g.a. eget förvärv eller förvärv av någon som agerar i samförstånd ensamt eller tillsammans med någon som agerar i samförstånd när ett innehav i bolaget som medför kontroll. I de fall en grupp personer som agerar i samförstånd tillsammans når över gränsen för budplikt behöver det således inte vara den som genomfört det sista förvärvet som träffas av budplikten.¹⁹¹ Någon närmare reglering av eller kriterier för avgörandet av dessa frågor finns dock inte intagna i 2001 års förslag. Denna utformning ankommer på således på de enskilda medlemsstaterna.

4.8 Undantag från budplikt

I 2001 års förslag finns några undantagsmöjligheter från skyldigheten att lägga ett bud till övriga aktieägare. Ett första sådant undantagsfall är då kontroll har uppnåtts genom ett frivilligt bud riktat till alla aktieägare för alla deras aktier.¹⁹² I ett sådant fall anses tydligen aktieägarna redan ha fått en chans att lämna bolaget och budplikten förlorar därmed sin betydelse. Även den tidigare omtalade möjligheten för medlemsstaterna att få respit från skyldigheten att införliva budplikten med nationella regler kan ses som en, om än tidsbegränsad, undantagsmöjlighet.¹⁹³

En generell undantagsmöjlighet från reglerna i 2001 års förslag kan också användas vid implementeringen av förslaget i nationell lagstiftning. Under förutsättning att förslagets allmänna principer respekteras kan medlemsstaterna föreskriva att det nationella tillsynsorganet skall ha en rätt att meddela undantag från de nationella reglerna i olika typer av situationer.¹⁹⁴ Vid sådana beslut måste dock tillsynsorganet lämna en motivering till sitt beslut.¹⁹⁵

¹⁹¹ Denna utformning skiljer sig från den i 1996 års och 1997 års modifierade förslag. I dessa förslag kunde endast förvärvaren självt träffas av skyldigheten, se artiklarna 3 i båda förslagen. Så var även fallet i 1989 års förslag, se artikel 4.1 i 1989 års förslag. I 1990 års modifierade slag var dock artikeln utformad på ett sådant sätt att även någon annan än den som gjort förvärvet kunde träffas av skyldigheten i likhet med 2001 års förslag, se artikel 4.1 i 1990 års modifierade förslag.

¹⁹² Artikel 5.2.

¹⁹³ Artikel 5.3.

¹⁹⁴ Artikel 4.5.

¹⁹⁵ Även i 1996 års förslag fanns det en möjlighet för tillsynsmyndigheten att generellt medge undantag från bestämmelserna som antagits av medlemsstaterna till följd av direktivet i artikel 4.4. Två förutsättningar ställdes för detta. För det första var tillsynsmyndigheten tvungen att ange sina skäl för att medge undantag och för det andra fick inte ett undantag innebära att man trädde principerna i artikel 5 för när. I kommentaren till 1996 års förslag (artikel 4) angavs syftet bakom denna regel vara att man ville säkerställa en flexibel tillämpning av reglerna. Detta ansågs behövas då omständigheterna i enskilda fall kunde variera. Tillsynsmyndighetens bedömningar i detta avseende skulle vägledas av de

4.9 Sammanfattande kommentarer

Som har framgått har utvecklingen av förslaget till ett 13:e bolagsdirektiv gått från att vara mer detaljerade till förslag med en ramdirektivlösning. Till stöd för medlemsstaterna har också införts generella principer i förslaget som skall ge vägledning åt medlemsstaterna. Detta förhållningssätt märks tydligt om man ser till reglerna för vid vilken gräns budplikt skall utlösas samt vilka villkor som skall få gälla för budet. Frågorna överläts till stor del åt medlemsstaterna. Detta förhållningssätt från kommissionens sida gör också att de senare förslagets uppbyggnad är mycket lik city koden. Att kommissionen velat göra det möjligt för medlemsstaterna att låta ett självreglerande organ, likt Panelen, sköta tillämpningen av regleringen i medlemsstaterna framgår också av de senare reglerna för implementering och tillämpningen av reglerna i direktivet.

Samtidigt måste det dock också uppmärksammas att 2001 års förslag innebär en mer detaljerad och tuffare regleringen i jämförelse med 1996 års och 1997 års modifierade förslag i en del avseenden: möjligheten att införa en alternativ reglering har tagits bort, en relativt omfattande reglering om vilka subjekt som skall anses agera i samförstånd har tagits in, budplikten medför nu en skyldighet att lägga bud på alla aktier inte endast en väsentligt del. I det senaste förslaget räcker det även med att indirekt kontroll erhålls för att utlösa budplikt.

generella principer som fanns intagna i direktivet. Denna möjlighet ströks dock i 1997 års reviderade förslag. I kommentaren anges att detta gjorts efter kritik från ESC som ansåg det vara oacceptabelt att ge tillsynsmyndigheterna en sådan generell befogenhet att medge undantag. Istället för en generell undantagsmöjlighet finns i 1997 års modifierade förslag möjligheter att medge undantag i specifika frågor. I 1989 års förslag fanns en generell undantagsmöjlighet för tillsynsmyndigheten intagen i artikel 4.3. Enligt denna kunde tillsynsmyndigheten, med ett motiverat beslut, meddela undantag från budplikten under förutsättning att alla åtgärder vidtogs som var nödvändiga för att garantera likabehandling av aktieägarna. Enligt kommentaren till 1989 års förslag (artikel 4) fanns denna regel då ett bud i vissa fall kunde vara oförenligt med aktieägarnas intressen och syftet med direktivet. Som exempel nämndes fall då någon ärvt aktier i sådan omfattning att budplikt utlösts. Ett undantag från budplikten fanns även intaget i artikel 5. Detta gällde små och medelstora bolag, definierade enligt kriterier i ett annat direktiv, under förutsättning att dessa inte var börsnoterade. I kommentaren till denna artikel motiveras undantaget med att budplikten i dessa fall skulle kunna ge upphov till oproportionerligt stora kostnader i förhållande till målbolagets värde. 1989 års förslag innehöll även en rad möjligheter till undantag från andra specifika bestämmelser (se artiklarna 8b, 11.1b, 12.2, 13.1e och f, 15.5 och 20.3). 1990 års modifierade förslag hade en utformning som i stor liknade 1989 års förslag. Medlemsstaterna hade enligt artikel 4.2c en möjlighet att föreskriva undantag från budplikten i några i artikeln uppräknade fall. I artikel 4.3 fanns en generell befogenhet för tillsynsmyndigheten att besluta om undantag från budpliktsregeln i andra än de uppräknade fallen. Syftet med denna regel eller i vilka fall som den var ämnad att användas kommenterades inte närmare. I 1990 års modifierade förslag var vidare artikel 5 struken. Detta berodde enligt kommentaren (artikel 5) på att den ansågs onödig till följd av att direktivets tillämpningsområde hade begränsats till att endast gälla noterade bolag. Även 1990 års modifierade förslag innehöll en rad artiklar med undantagsmöjligheter till andra bestämmelser (se artiklarna 10.5, 12.2, 15.5 och 20.3).

5 Tidigare svensk behandling av budplikten

5.1 Bakgrund

Mot bakgrund av förslagen om ett trettonde bolagsdirektiv inom EG, regleringen i andra länder samt enskilda händelser i Sverige fördes här under 1980-talet och framåt en debatt om införande av budplikt. Frågan berördes även i lagstiftningssammanhang. Förutom inlägg i den allmänna samhällsdebatten¹⁹⁶ har förslag om införande av en lagstadgad budplikt förts fram i en rad motioner vilkas innehåll skall redogöras för nedan. Kraven på en lagstadgad budplikt har sedan berörts av utskott och remissinstanser samt i tre utredningar. Gemensamt utgör dessa källor en stor del av den juridiska debatt som förts i Sverige om budplikt och innehållet i denna skall redovisas nedan.

5.2 Motioner om budplikt

Den första motionen med förslag om lagstadgad budplikt lades fram 1986.¹⁹⁷ I motionen förklarades att det borde övervägas att i Sverige införa ”det engelska systemet”. Med detta åsyftade motionärerna den tidigare behandlade City koden. Detta förslag gavs tillsammans med en rad andra förslag till reformer av de svenska börs- och bolagsrättsliga reglerna, bl.a. rörande riktade nyemissioner. Då motionen var allmänt hållen är det svårt att närmare ange vilka argumenten för införande av en budplikt var. Närmast till hands är nog att tolka motionen som ett förslag för att stärka minoritetsskyddet i aktiebolag. Ledamöterna bakom motionen ville komma till rätta med en lång rad beteenden som man ansåg vara skadliga, bl.a. verkar de ha ansett att förvärv i vissa fall kunde vara negativa då de minskade företagets investeringar i produktionen.

1987 avgavs två motioner med förslag om införande av lagstadgad budplikt.¹⁹⁸ Den första innehöll ett förslag om införlivande av den s.k. ”London-regeln”, varmed ledamöterna åsyftade City koden. Två argument för detta angavs. För det första ansåg motionärerna att det inte var ovanligt att mindre aktieägare missgynnades vid större uppköpserbjudanden. Det var här således ett starkare minoritetsskydd som förslaget syftade till. För det andra angavs också att en regel av denna typ ”...var särskilt lämplig för

¹⁹⁶ En debatt fördes bl.a. i Dagens Nyheter, se Skog: Erbjudandeplikt s. 105 not 143. Debatten kommer inte närmare beröras här då den inte kan anses ha något värde som rättskälla eller användas som stöd för tolkning.

¹⁹⁷ Motion 1985/86:L240 Bengt Silfverstrand m.fl. (s).

¹⁹⁸ Motion 1986/87:N169 Christer Eirefeldt m.fl. (fp) och motion 1986/87:N344 Bengt Westerberg m.fl. (fp).

Sverige då den kan korrigerar en del av de skevheter i prisbildningen vid 'maktaffärer' som röstvärdesdifferentieringen skapar". Detta uttalande får tolkas så att författarna menade förekomsten av de kontrollpremier som ofta betalas vid kontrollförvärv. Tydligt ansågs dessa premier vara svårförklarliga och ett tecken på att prissättningen på aktiemarknaden inte fungerade korrekt.

Den andra motionen innehöll också den ett förslag om budplikt med en identisk motivering som den första.¹⁹⁹ Intressant är dock att ledamöterna bakom motionen också generellt behandlade frågan om allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.²⁰⁰ Enligt författarna var upprätthållandet av detta förtroende av stor vikt. Vidare ansågs också frågan om likabehandling av aktieägarna som liktydigt med börsetik. Man får således anta att författarna ansåg att likabehandling av aktieägare var nödvändigt för att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden bland allmänheten. Vidare angavs i motionen att författarna ville reformera det svenska system som tillät rösträttsdifferentierade aktier. Motionärerna såg problem med detta system då det cementerade etablerade ägarstrukturer och, enligt författarna, därmed orsakade minoritetsaktieägarna skada.²⁰¹

Ytterligare en motion som berörde budplikt kom 1991.²⁰² Innehållet skilde sig inte mycket från den som behandlats ovan. Återigen restes även krav på avskaffande av differentierad rösträtt.²⁰³ Motivet till budplikten angavs dock i detta fall vara att offentliga uppköpserbudanden som endast erbjöd vissa aktieägare att sälja sina aktier stred mot den grundläggande princip som sade att alla aktieägare skulle behandlas lika.²⁰⁴ Även förslaget till det 13:e bolagsdirektivet berördes och författarna ville att lagstiftning som uppfyllde direktivförslaget togs in i svensk lagstiftning.

5.3 Budpliktsfrågans behandling

Frågan om en lagstadgad budplikt²⁰⁵ har berörts i lagutskottet samt i tre stycken offentliga utredningar från det sena 1980-talet till idag.

¹⁹⁹ Motion 1986/87:L205 Bengt Westerberg m.fl. (fp), med hänvisning till motion 1986/87:N344 Bengt Westerberg m.fl. (fp).

²⁰⁰ Motion 1986/87:N344 s. 2.

²⁰¹ Motion 1986/87:N344 s. 7.

²⁰² Motion 1990/91:L311 Bengt Westerberg m.fl. (fp) med hänvisning till motion 1990/91:Fi610 Bengt Westerberg m.fl. (fp).

²⁰³ Motion 1990/91:Fi610 s. 13.

²⁰⁴ Motion 1990/91:Fi610 s. 14.

²⁰⁵ I alla utredningar används benämningen "erbjudandeplikt" för den regel som i denna uppsats konsekvent kallats budplikt. Jag kommer i det följande att fortsätta använda samma terminologi som tidigare i texten.

5.3.1 Utskottsbehandling

Den första motionen²⁰⁶ behandlades av lagutskottet i ett betänkande.²⁰⁷ Lagutskottet behandlade inte frågan om budplikt utförligt. Utskottet avslog motionen och uttalade endast att man, vad gällde frågor kring förhållandena på aktiemarknaden, inte ville föregripa den av regeringen tillsatta ägarutredningen.²⁰⁸

Intressant i betänkandet är dock att ett ganska stort antal remissinstanser yttrade sig i frågan om budplikt. Aktiefrämjandet ställde sig positivt till frågan om budplikt.²⁰⁹ Det ansågs dock inte möjligt att införa systemet genom lagstiftning utan istället förordades en självreglering efter den brittiska förebilden. Bankinspektionen ställde sig positiv och angav i sitt yttrande att man ansåg den engelska regleringen som motionen syftat på gav ett skydd åt mindre aktieägare.²¹⁰ Bankinspektionen ville dock att frågan skulle utredas närmare innan systemet kunde införas i Sverige för att belysa vilka konsekvenser det kunde få.

Även andra remissinstanser efterfrågade ytterligare utredning av frågan. Dessa remissinstanser ansåg dock också att budplikten kunde medföra negativa effekter och avstyrkte därför förslaget. Styrelsen för Stockholms fondbörs ansåg att en reglering av aktuell sort kunde ha positiva effekter men uttryckte även farhågor för att den kunde leda fram till fastlåsnings av de rådande ägar- och strukturmönstren.²¹¹ Avvägningen mellan dessa två effekter var enligt styrelsens mening tvunget att utredas närmare. Advokatsamfundet var mer negativt i sitt svar.²¹² Samfundet anmärkte på att en budplikt endast existerade på ett fåtal aktiemarknader i världen. Vidare ansåg samfundet att antalet övertagandebud troligtvis skulle minska om en reglering av aktuellt slag skulle införas vilket man ansåg skulle vara till fördel för mindre aktieägare. Svenska bankföreningen var även den kritisk.²¹³ Föreningen riktade kritik mot budplikten i två avseenden. För det första ansåg man att en budplikt riskerade att driva bolag från börsen. För det andra ansåg föreningen att kostnaderna för strukturrationaliseringar i den svenska ekonomin skulle öka. Även från industriförbundets sida framfördes farhågor för att en budplikt skulle kunna försvåra strukturrationaliseringar i det svenska näringslivet.²¹⁴ Industriförbundet varnade också för att en budpliktsreglering kunde leda fram till ökad koncentration av ägandet vilket man inte ansåg vara önskvärt. Vad gällde de problem som kunde motivera

²⁰⁶ 1985/86:L240 Bengt Silfverstrand m.fl. (s).

²⁰⁷ LU 1986/87:5.

²⁰⁸ LU 1986/87:5 s. 35. Ägarutredningens betänkande behandlas nedan avsnitt 5.3.3.

²⁰⁹ LU 1986/87:5 s. 81.

²¹⁰ LU 1986/87:5 s. 44.

²¹¹ LU 1986/87:5 s. 46.

²¹² LU 1986/87:5 s. 53.

²¹³ LU 1986/87:5 s. 59f.

²¹⁴ LU 1986/87:5 s. 68f. SAF delade industriförbundets åsikter i sin helhet, se LU 1986/87:5 s. 86.

en budplikt ansåg förbundet att de lämpligare angreps med de vanliga minoritetsskyddsreglerna i ABL.

Svenska fondhandlarföreningen var även den kritisk och avstyrkte förslaget om införande av en budplikt vid ett 30%-igt innehav.²¹⁵ Den huvudsakliga motiveringen var att en sådan reglering skulle göra strukturrationaliseringar kostsammare. Föreningen ställde sig dock inte helt främmande till en reglering som gjorde ett moderbolag skyldigt att lösa ut minoritetsaktieägare i ett dotterbolag då ett koncernförhållande skapats. Vad man åsyftade var således en form av budplikt där gränsen skulle utlösas vid 50%-iga innehav. Ytterligare utredning efterfrågades dock innan en sådan regel kunde införas.

Även i senare betänkande har budplikten berörts. I det första av dessa ville dock inte utskottet ta upp frågan om budplikt till någon närmare behandling.²¹⁶ Motiveringen till detta var att man inte ville föregripa värdepappersmarknadskommitténs arbete.²¹⁷ Även i det andra betänkandet avstyrktes förslaget om budplikt.²¹⁸ Denna gång var motiveringen att aktiebolagskommittén skulle behandla frågan.²¹⁹

5.3.2 Värdepappersmarknadskommittén

Värdepapperskommittén lade 1989 fram sitt betänkande "Värdepappersmarknaden i framtiden".²²⁰ Enligt sina direktiv hade kommittén haft att utreda en lång rad frågor av betydelse för värdepappersmarknaden.²²¹ Bland dessa fanns också frågan om införandet av en budplikt i den svenska lagstiftningen.

Kommittén framhöll att det främsta argument som förts fram för budplikten gällde omsorgen om övriga aktieägare vid ett kontrollförvärv, d.v.s. minoriteten.²²² Utdrag från både finska och norska förarbeten presenterades som redogjorde för denna ståndpunkt. I utdraget från den finska propositionen framgick att stor vikt hade lagts vid hur omständigheterna vid kontrollförvärv kunde uppfattas av minoriteten i de aktuella bolagen.²²³ Det kan utläsas att en rädsla fanns att visa företeelser kunde uppfattas som orättvisa och att detta i förlängningen skulle kunna underminera förtroendet för aktiemarknaden, med minskad tillgång på riskkapital som följd. Den

²¹⁵ LU 1986/87:5 s. 74f.

²¹⁶ LU 1986/87:27. I detta betänkande behandlades motionen 1986/87:L205 Bengt Westerberg m.fl. (fp) med hänvisning till motion 1986/87:N344.

²¹⁷ LU 1986/87:27 s. 13. Om värdepappersmarknadskommitténs arbete, se avsnitt 5.3.2 nedan.

²¹⁸ 1991/92:LU10. I betänkandet behandlades motionen 1990/91:L311 Bengt Westerberg m.fl. (fp).

²¹⁹ 1991/92:LU10 s.15. Om aktiebolagskommitténs arbete, se avsnitt 5.3.4 nedan.

²²⁰ SOU 1989:72.

²²¹ Dir. 1987:11.

²²² SOU 1989:72 s. 246.

²²³ SOU 1989:72 s. 246.

företeelse som ansågs riskera att uppfattas som orättvis var främst de erlagda premier som förekom vid förvärv av kontrollposter. Detta ansågs kunna uppfattas av minoriteten som ett avsteg från en förväntad princip om likabehandling. Den finske lagstiftaren verkar ha förutsatt att ägarminoriteten i de finska bolagen förväntade sig att bli behandlade på samma sätt som kontrollägare och att en regel om budplikt skulle upprätthålla denna förväntan.

I utdraget från den norska propositionen framhölls inte på samma sätt ägarminoriteternas förväntningar. Snarare betraktades budplikten som ett medel för att förhindra oönskade kontrollförvärv, där en ny ägare skaffade sig kontroll över ett bolag i syfte att utvinna fördel på minoritetens bekostnad.²²⁴ I utdraget sades också att budplikten med stor sannolikhet inte skulle förhindra önskvärda omstruktureringar i näringslivet.

Denna sista punkt, att en budplikt skulle förhindra önskvärda förvärv och omstruktureringar i näringslivet, är annars ett argument som har använts mot en reglering av denna typ. Värdepappersmarknadskommittén anförde också i sitt betänkande att detta var en av de vanligaste invändningarna mot en lagstadgad budplikt.²²⁵ Kommittén ställde sig också tveksamt till det behov av skydd för minoriteten som åberopats till stöd för reglering. Enligt kommittén fick det antas att kontrollförvärv i normalfallet syftar till att effektivisera driften av ett bolag, något som är till fördel även för de mindre aktieägarna. Värdepappersmarknadskommitténs slutsats var att en lagstadgad budplikt inte skulle införas, då skälen mot en sådan fick anses väga tyngre än argumenten för.

Även om kommittén ansåg att ny lag inte skulle stiftas ansåg man inte att denna ståndpunkt skulle förhindra att de självreglerande organen på aktiemarknaden självmant tog upp frågan.²²⁶ Kommittén ansåg att dessa organ skulle kunna ha goda möjligheter att anpassa reglering och tillämpning efter omständigheterna i enskilda fall. Kommittén ansåg också att utvecklingen inom EU skulle övervakas noggrant. Om budplikt infördes i de flesta europeiska länder skulle frågan i Sverige eventuellt hamna i ett nytt ljus.

5.3.3 Ägarutredningen

Ett betänkande från ägandeutredningen, ”Företagsförvärv i svenskt näringsliv”, lades fram 1990.²²⁷ Kommittén hade under fem år utrett ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv. Då utredningen som ett led i sitt arbete studerade företagsförvärv som skett under 1980-talet, kom den även in på frågan om införandet av en lagstadgad budplikt i Sverige.

²²⁴ SOU 1989:72 s. 247.

²²⁵ SOU 1989:72 s. 248.

²²⁶ SOU 1989:72 s. 248.

²²⁷ SOU 1990:1.

Inte heller ägarutredningen fann en lagstadgad budplikt vara en bra reformering av det svenska regelverket. Utredningen tog också den upp de tidigare redovisade argument för och emot en ny regel av aktuell typ. Det avgörande argumentet mot en budplikt var enligt kommittén att en sådan skulle fördyra, och därmed försvåra, en fortsatt och önskvärd strukturomvandling i svenskt näringsliv.²²⁸ Vidare ansåg kommittén att ett eventuellt behov av att stärka de mindre aktieägarnas ställning borde ske genom reformering av minoritetsskyddsreglerna i ABL, snarare än genom en børsrättslig reglering.²²⁹

5.3.4 Aktiebolagskommittén

I det 1997 publicerade delbetänkandet "Aktiebolagets kapital"²³⁰ berördes på nytt frågan om lagstadgad budplikt, denna gång av aktiebolagskommittén.

Enligt kommittén handlade frågan om en avvägning mellan dels den påverkan en regel om budplikt skulle ha för ägarfunktionen i företagen och dels risken för att kontrollägarskiften skulle drabba aktieägarminoriteten negativt.²³¹ Vad gällde det första ledet hade aktiebolagskommittén som sin utgångspunkt att man förordade en stark ägarroll i det svenska näringslivet. Argumenten rörande ökande kostnader för kontrollförvärv var således även här ett starkt argument mot budplikt. Kommittén ansåg också att en regel skulle kunna skapa problem, då den även skulle försvåra försäljning av kontrollposter.²³² Vad gäller det andra ledet ansåg kommittén att ett starkt minoritetsskydd var en viktig fråga bl.a. för att inte skada allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Man bedömde dock inte att risken för att kontrollförvärv skulle ha en negativ effekt på minoritetens innehav vara så stor.²³³ Vidare ansåg kommittén att ett ökat skydd för minoriteten skulle införas inom ramen för ABL, och hänvisade vidare till sitt förslag i denna del.

5.4 Sammanfattande kommentarer

Som kan ses ovan har en rad argument anförts såväl för som mot införandet av en budplikt. Argumenten för införande har anført att en sådan reform skulle stärka minoritetsskyddet vid förvärv. Denna stärkning skulle skydda aktieägare mot den, som det uppfattats, ojämlika behandling som erläggandet av premier för kontrollblock har inneburit. Detta syfte har också av förespråkarna kopplats till förtroendet för aktiemarknaden. Om inte

²²⁸ SOU 1990:1 s. 152.

²²⁹ SOU 1990:1 s. 152.

²³⁰ SOU 1997:22.

²³¹ SOU 1997:22 s. 300.

²³² SOU 1997:22 s. 301.

²³³ SOU 1997:22 s. 301f.

minoriteten ges ett fullgott skydd har det ansetts finnas en risk att förtroendet för marknaden skulle skadas vilket i sin tur skulle minska tillgången på riskkapital. I utdraget från den norska propositionen framgår också att budplikt av en del har ansetts kunna minska oönskade förvärv. Detta argument verkar dock ha varit mindre vanligt i den svenska debatten.

Mot budplikten har främst riktats kritik mot att införandet av en budplikt skulle fördyra och därmed minska antalet förvärv på den svenska marknaden. Detta skulle i sin förlängning enligt motståndarna leda fram till en fastlåsning av de befintliga ägarstrukturerna. Att märka i detta sammanhang är att en del av de motionärer som har förespråkat budplikt har gjort så samtidigt som de velat minska denna fastlåsning genom att ta bort möjligheten till rösträttsdifferentiering. Detta kan möjligtvis tolkas som att argumentet har accepterats, varför förespråkarna velat föreslå vidare reformer för att minska effekten. Hos de som varit kritiska har även en förstärkning av minoritetsskyddsreglerna i ABL framförts som ett alternativ. Man har i dessa fall således hållit med om att det kan finnas anledning att skydda minoriteten vid större förvärv, men velat ge den detta genom mindre drastiska åtgärder än införandet av en budplikt.

6 Budplikten i NBK:s rekommendation

6.1 Bakgrund

NBK:s nuvarande rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv trädde i kraft den 1 juli 1999. Rekommendationen ersatte en tidigare rekommendation 1988, som i sin tur hade trätt i stället för den ursprungliga från 1971. Genom 1999 års upplaga av rekommendationen infördes för första gången en budplikt. NBK anför i inledningen att man redan tidigare övervägt budplikt men då funnit att skälen mot en sådan reglering vägt tyngre. De anføres dock att vid den senaste revideringen av rekommendationen hade aktiemarknaden, i Sverige och internationellt, genomgått förändringar varför de gamla argumenten mot förlorat i styrka.

Som närmare motivering för införandet av en budplikt framförs två skäl. Det första är att aktieägare skall ha en rätt att lämna bolaget i samband med ett kontrollägarskifte. Vid ett sådant skifte kan nämligen den nye kontrollerande aktieägaren ändra verksamhetens inriktning på ett sätt som de andra aktieägarna inte kan sympatisera med. Det andra argumentet som anføres är den internationella utvecklingen. En rad länder hade infört budplikt och NBK var rädd att den svenska marknaden skulle framstå som mindre attraktiv om det inte där erbjöds samma skydd som på andra europeiska marknader.

Rekommendationen är tillämplig på offentliga erbjudanden som riktar sig mot svenska bolag som är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats.²³⁴ Den som lägger budet kan dock vara utländsk fysisk eller juridisk person utan att det påverkar tillämpligheten.

AMN har getts en roll som påminner om den som Panelen spelar vad gäller city koden. Nämnden har nämligen getts befogenhet att ge undantag från bestämmelserna i rekommendationen och även avgöra hur de skall tolkas.²³⁵ Anledningen till denna ordning är, precis som vad gäller city koden, att det inte ansetts möjligt att reglera vad som skall gälla i alla de situationer som kan uppkomma. Ett organ med rätt att tolka bestämmelserna är då nödvändigt.

²³⁴ Rekommendationen I.1 1st.

²³⁵ Rekommendationen I.2.

6.2 Förutsättningar för budplikt

6.2.1 Huvudregeln

I rekommendationen anges att den som innehar mindre än 40% av det totala antalet röster i ett bolag och som genom förvärv av aktier uppnår en andel av det totala antalet röster i bolaget som uppgår till eller överstiger 40%, skall lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva samtliga övriga aktier utgivna av målbolaget.²³⁶

Gränsen för budplikt är som framgår satt till 40% av rösterna. Detta är lägre än den absoluta majoritet som normalt krävs enligt ABL för att få igenom förslag på bolagsstämma. Motiveringen till att gränsen är satt vid denna nivå på 40% är att en ägare med ett sådant innehav normalt har praktisk kontroll över bolaget.²³⁷ Hänsyn är således tagen till att alla aktieägare normalt inte är representerade eller röstar för sina aktier på stämma. Ett innehav mindre än vanlig absolut majoritet är således tillräckligt för att i normala fall uppnå faktisk kontroll.

Bestämmelsen behandlar endast förvärv av ”aktier”. Detta berörs närmare i rekommendation genom att det där sägs att endast aktier och inte t.ex. optioner eller konvertibler skall tas med i beräkningsunderlaget.²³⁸ Om konvertibler omvandlas eller optioner inlöses skall detta betraktas som ett förvärv i sig och en beräkning av om detta förvärv utlöser budplikt får göras vid denna tidpunkt. Eventuella aktier som ägs av målbolaget självt skall dock tas med i beräkningen.²³⁹

Ett ”förvärv” i rekommendationens mening kan ske på många sätt. Som exempel anges i rekommendationen köp, teckning och konvertering.²⁴⁰ Indirekt framgår också av rekommendationen att som förvärv även räknas s.k. universalfång enligt svensk rätt.²⁴¹ Ett förvärv kan således ske även genom t.ex. arv, testamente eller utnyttjande av säkerhetsrätt i aktier.

6.2.2 Budplikt vid närståendeförhållanden

Budplikt kan uppkomma enligt ovan även i fall då det inte är köparen ensam som kommit upp i 40% av rösterna. I rekommendationen sägs att budplikt inträder även då köparens innehav uppkommer tillsammans med någon som är köparen närstående.²⁴²

²³⁶ Rekommendationen III.1 1st.

²³⁷ Kommentaren till III.1 1st.

²³⁸ Kommentaren till III.1 5st.

²³⁹ Kommentaren till III.1 6st.

²⁴⁰ Rekommendationen III.1 1st.

²⁴¹ Kommentaren till undantagsbestämmelsen i I.2.

²⁴² Rekommendationen III.1 1st.

Vilka som skall anses vara närstående definieras närmare.²⁴³ I definitionen sägs att med köparen skall jämföras företag inom samma koncern, köparens make, sambo eller ommyndigt barn samt annan med vilken träffats överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning. Inom definitionen hamnar även någon annan som på grund av avtal eller på annat sätt samverkar med köparen i de avseenden som rekommendationen behandlar. Den sista kategorin gäller dock ej vid frågor kring förutsättningar för budplikt.²⁴⁴ Det skall dock märkas att åtgärder som vidtas av sådana närstående dock skall beaktas vid bestämmande av vilket pris som budet skall innehålla.²⁴⁵

Det finns också några andra fall där budplikt blir aktuell.²⁴⁶ Det första rör situationen då ett närståendeförhållande etableras och en sammanläggning av parternas andelar tillsammans utgör mer än 40% av rösterna i bolaget. Någon budplikt uppstår i detta fall inte omedelbart genom att närståendeförhållandet etableras.²⁴⁷ Budplikt utlöses dock om någon av parterna efter etablerandet förvärvar ytterligare en eller flera aktier.²⁴⁸

I ett fall uppstår budplikt redan vid det tillfälle som närståendeförhållandet uppstår.²⁴⁹ Detta gäller situationen när ett närståendeförhållande etableras genom att ett bolag förvärvar aktier i ett annat i en sådan omfattning att ett koncernförhållande uppstår. Om dotterbolaget redan vid koncernförhållandets etablerande äger aktier i målbolaget, som tillsammans med moderbolagets representerar mer än 40% av rösterna, uppstår en budplikt. Motiveringen till att man valt att utforma regleringen på ett sådant sätt är att NBK ansett att det indirekta kontrollövertagandet ofta är syftet med förvärvet.²⁵⁰

6.3 Innebörden av en budplikt

6.3.1 Allmänt

Den grundläggande innebörden av en budplikt är att det subjekt som plikten träffar skall lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva samtliga övriga aktier utgivna av målbolaget.²⁵¹ Detta erbjudande skall inte endast riktas till aktieägare utan även till innehavare av andra av bolaget utgivna värdepapper

²⁴³ Rekommendationen II.11.

²⁴⁴ Rekommendationen III.1 hänvisar endast till II.11 a-c.

²⁴⁵ Kommentar till II.11 3st.

²⁴⁶ Rekommendationen III.1 2st.

²⁴⁷ Kommentar till III.1 9st.

²⁴⁸ Rekommendationen III.1 2st. 1p.

²⁴⁹ Rekommendationen III.1 2st. 2p. Samt dess kommentar (10 st.).

²⁵⁰ Kommentaren (10st.).

²⁵¹ Rekommendationen III.1 1st. Enligt kommentaren till III.1 (7st) skall erbjudandet riktas till samtliga innehavare av aktier och omfatta alla aktier.

än aktier om dessas prissättning kan komma att väsentligt påverkas av att noteringen av de aktier som omfattas av erbjudandet skulle upphöra.

6.3.2 Offentliggörande

När förvärv som innebär budplikt har skett skall förvärvaren omedelbart offentliggöra innehavet av aktier och meddela sin avsikt i fråga om att senare lämna ett offentligt erbjudande.²⁵² Senast fyra veckor efter denna tidpunkt skall förvärvaren offentliggöra ett pressmeddelande.²⁵³ Detta pressmeddelande skall tillkännage att ett erbjudande lämnas samt i övrigt innehålla vissa uppgifter.²⁵⁴ Dessa uppgifter inbegriper bland annat de huvudsakliga villkoren för erbjudandet, uppgifter om förvärvarens aktieinnehav i målbolaget, upplysningar om, och i vilken utsträckning, förvärvaren försäkrat sig om accept av erbjudandet från aktieägare i målbolaget samt en tidsplan för erbjudandets genomförande.

6.3.3 Prospekt

Ett prospekt måste också upprättas efter pressmeddelandet gjorts.²⁵⁵ Detta prospekt skall innehålla den information som krävs för att göra en bedömning av erbjudandet.²⁵⁶ I en bilaga anges närmare vilka krav detta ställer på informationen i prospektet. Där framgår att bl.a. villkor och anvisningar för deltagande, finansiella mål och framtidsutsikter samt en mängd finansiell information bör ingå i prospektet.

Prospektet skall ges publicitet på det sätt som föreskrivs i rekommendationen för frivilliga bud.²⁵⁷ Detta innebär att prospektet skall sändas till alla aktieägare som omfattas av erbjudandet av samt till media i lämplig omfattning. Även den eller de börser eller auktoriserade marknadsplatser hos vilken förvärvarens eller målbolagets aktier är noterade skall erhålla prospektet.

6.3.4 Villkor för förvärvet

Rekommendationens övriga bestämmelser skall gälla i tillämpliga delar även för offentliga erbjudanden till följd av budplikt.²⁵⁸ Detta innebär först och främst att acceptfristen skall vara minst tre veckor och den får inte börja löpa förrän prospektet offentliggjorts.²⁵⁹ Det finns en möjlighet att förlänga

²⁵² Rekommendationen III.2 1st.

²⁵³ Rekommendationen III.2 2st.

²⁵⁴ Rekommendationen II.2.

²⁵⁵ Rekommendationen III.2 2st.

²⁵⁶ Rekommendationen V.2 1st.

²⁵⁷ Rekommendationen II.1 2st., se rekommendationen III.2 2st.

²⁵⁸ Rekommendationen III.3.

²⁵⁹ Rekommendationen II.3 1st.

denna frist.²⁶⁰ Så kan ske om det inte innebär att redovisningen av likvid till de som redan accepterat erbjudandet fördröjs. Någon övre gräns för acceptfristens längd finns inte. Förklaringen till detta är att omständigheterna i enskilda fall kan variera varför en sådan regel inte ansetts lämplig.²⁶¹ Det sägs dock vidare i kommentaren att det är av vikt att ett erbjudande inte drar ut på tiden.

Vid budplikt får förvärvaren endast villkora erbjudandets genomförande av erforderliga myndighetsgodkännanden.²⁶² I dessa fall skall enligt rekommendationens generella bestämmelser aktieägarna i målbolaget ha en rätt att återkalla sin accept, vilket skall anges i villkoren.²⁶³ Denna rätt får utövas till dess att förvärvaren offentliggör att villkoret uppfyllts eller, om sådant offentliggörande inte sker, till den tidpunkt som enligt erbjudandet gäller som sista anmälningstidpunkt.²⁶⁴

Rekommendationen innehåller även bestämmelser om det vederlag som skall erbjudas.²⁶⁵ Enligt dessa skall vederlaget för lika aktier vara identiskt och skall bestämmas med utgångspunkt från aktiernas marknadsvärde.²⁶⁶ Om fråga är om aktier med t.ex. olika rätt till utdelning eller olika röstvikt så kan innehavarna ges ett erbjudande som skiljer sig åt i fråga om vederlag. Premien i förhållande till marknadsvärde skall dock vara lika stor, om inte särskilda skäl föranleder annat. Motiveringen till detta har varit att man inte velat ha en absolut regel i detta avseende då omständigheterna i enskilda fall kan variera.²⁶⁷ Såväl kommersiella som marknadsmässiga skäl kan enligt NBK motivera avvikelser. Som exempel på sådana nämns att röststarka aktier ibland kan kräva ett större påslag än röstsvaga. Erbjudandet måste vidare alltid innebära ett alternativ som innebär att alla aktieägare erhåller vederlag i form av kontanter.²⁶⁸

I rekommendationen finns ytterligare bestämmelser om villkoren i erbjudandet som har betydelse i de fall då förvärvaren, eller någon närstående till honom eller henne gjort andra förvärv i målbolaget som ligger utanför det aktuella erbjudandet.²⁶⁹ Först och främst behandlas situationen då förvärvaren inom kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts har förvärvat aktier i målbolaget på annat sätt än genom ett offentligt erbjudande.²⁷⁰ I detta fall får villkoren i det senare erbjudandet inte vara mindre förmånliga än de som gällde vid det tidigare

²⁶⁰ Rekommendationen II.3 2st., läst tillsammans med III.3 1st. 2p.

²⁶¹ Kommentaren till II.3 2st.

²⁶² Rekommendationen III.3 1st 3p.

²⁶³ Rekommendationen II.4 1st.

²⁶⁴ Rekommendationen II.4 2st.

²⁶⁵ Rekommendationen II.5-6.

²⁶⁶ Kommentaren till II.6 2st.

²⁶⁷ Kommentaren till II.6 3st.

²⁶⁸ Rekommendationen III.3 1st 1p.

²⁶⁹ Angående vilka som är att anse som närstående vid behandling av dessa frågor, se avsnitt 6.2.2 ovan.

²⁷⁰ Rekommendationen II.7.

förvärvet. Visst undantag kan dock göras för fall då det mellan de två förvärven inträffat en väsentlig och inte endast tillfällig nedgång i kursen på målbolagets aktier.²⁷¹ En sådan nedgång måste ha en viss varaktighet för att kunna ligga till grund för ett undantag.²⁷² Viss ledning ges också i rekommendationen i frågan hur stor en nedgång i värdet måste vara. Det sägs där att en nedgång på 20% i allmänhet får betraktas som mycket väsentlig. Vidare kan även undantag göras om någon annan än förvärvaren under tidsperioden offentliggjort ett erbjudande som är mindre förmånligt än villkoren i det tidigare förvärvet.

I rekommendationen regleras även det fall att förvärvaren efter det att ett erbjudande offentliggjorts men innan det att redovisning till aktieägarna av vederlaget enligt erbjudandet har påbörjats, förvärvar aktier i målbolaget enligt villkor som för överlåtaren är förmånligare än erbjudandet.²⁷³ I så fall är förvärvaren skyldig att höja erbjudandet i motsvarande mån.

Slutligen behandlas även den situationen att förvärvaren under en tid av nio månader från det att redovisningen av vederlaget enligt erbjudandet har påbörjats förvärvar aktier i målbolaget till villkor som är förmånligare för överlåtaren än erbjudandet.²⁷⁴ Detta är endast tillåtet om förvärvaren utger kompenserande vederlag till dem som accepterat det tidigare erbjudandet. Ett undantag finns dock. Om någon annan än förvärvaren offentliggjort ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget, på villkor som är förmånligare för överlåtaren än förvärvarens tidigare erbjudande, skall regeln inte tillämpas.²⁷⁵ De ovan behandlade reglerna angående förvärv av aktier utanför erbjudandet skall tillämpas även vid erbjudanden till följd budplikt.²⁷⁶

6.4 Budpliktens subjekt

Budplikt ådrar sig den som förvärvat de aktier som utlöst budplikten.²⁷⁷ Skyldigheten att lämna ett erbjudande ligger på förvärvaren även om denna endast uppnår 40% gränsen tillsammans med närstående, och någon av de närstående har ett större innehav än förvärvaren.²⁷⁸ När fråga är om det fall att en närståendegrupp bildas och denna kommer över 40% åligger budplikten den som efter förhållandets uppkomst förvärvar fler aktier. Då ett närståendeförhållande uppstår genom koncernbildning kan som ovan nämnts budplikt utlösas omedelbart. I detta fall är det moderbolaget som är skyldigt att lämna ett erbjudande.²⁷⁹

²⁷¹ Rekommendationen II.7 2st.

²⁷² Kommentaren till II.7 5st.

²⁷³ Rekommendationen II.8.

²⁷⁴ Rekommendationen II.9.

²⁷⁵ Rekommendationen II.9 2st.

²⁷⁶ Rekommendationen III.3 2st.

²⁷⁷ Rekommendationen III.1 1st, kommentaren till III.1 8st.

²⁷⁸ Kommentaren till III.1 8st.

²⁷⁹ Rekommendationen III.1 3st.

6.5 Undantag från budplikt

Uppkomsten av en budplikt kräver inte att förvärvaren var medveten om de förhållanden som ger upphov till dessa skyldigheter eller att förvärvaren verkligen har ekonomisk möjlighet att uppfylla sina åtaganden.²⁸⁰ En förvärvare av aktier kan undkomma de förpliktelser som en budplikt ger upphov till om han eller hon inom fyra veckor avyttrar aktier så innehavet, ensamt eller tillsammans med närstående, inte längre motsvarar 40% av rösterna.²⁸¹

Det finns vidare en generell möjlighet för AMN att ge undantag från rekommendationens tillämpning.²⁸² AMN kan förena ett undantag med villkor. Undantag från budplikten kan därmed medges. I kommentaren till denna bestämmelse ges en rad exempel på situationer då dispens från budpliktsregeln kan bli aktuell. Det är dock inte tänkt att vara någon uttömmande uppräkningslista så andra fall kan förekomma.²⁸³

Den första möjligheten till undantag rör situationer där förvärvaren självt inte har haft någon kontroll över ökningen av hans eller hennes innehav.²⁸⁴ Kommentaren säger här att dispens kan vara motiverat ifall någon har överskridit gränsen till följd av arv, gåva eller testamente.

En annan kategori möjliga dispensituationer föreligger när aktierna i målbolaget är föremål för rösträttsbegränsningar.²⁸⁵ Om en aktieägare t.ex. oavsett innehav inte kan rösta för 40% eller mer av rösterna fyller ju inte en skyldighet att lägga ett bud något syfte. I sådana situationer kan således dispens meddelas.

Enligt rekommendationen kan det vidare också vara befogat att medge dispens från budplikt när ett innehav över gränsen uppkommer till följd av en emission av aktier i ett par fall.²⁸⁶ Detta gäller dels då emissionen har genomförts som en del av en rekonstruktion av ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter eller då aktierna används som vederlag vid ett företagsförvärv.

Dispens kan även bli aktuell i fall då någon genom ett företagsförvärv kommer över innehavsgränsen till följd av att det förvärvade bolaget redan innehar aktier i målbolaget.²⁸⁷ Att budplikt i denna situation uppkommer

²⁸⁰ Kommentaren till III.1 11st.

²⁸¹ Rekommendationen III.1 3st.

²⁸² Rekommendationen I.2.

²⁸³ Kommentaren till I.2 3st.

²⁸⁴ Kommentaren till I.2 5st.

²⁸⁵ Kommentaren till I.2 7 och 8st.

²⁸⁶ Kommentaren till I.2 6st.

²⁸⁷ Kommentaren till I.2 9st.

beror på att NBK bedömt att syftet med sådana förvärv ofta är just att uppnå indirekt kontroll över ett annat bolag. Dispensmöjligheten kan användas när så inte är fallet.

6.6 Sammanfattande kommentarer

I stora drag är det tydligt att NBK vid införandet av budplikten i sin rekommendation har hämtat mycket inspiration från City koden. I en del fall har dock andra lösningar valts. Även om den svenska rekommendationen inte har funnits lika länge som City koden, är även den kommenterad vilket ger en bättre bild av hur bestämmelserna är tänkt att tillämpas. I detta avseende är skillnaden stor vid en jämförelse med förslaget till ett 13:e bolagsdirektiv. I den svenska rekommendationen har frågorna kring personer som agerar i samförstånd, d.v.s. är närstående i den svenska rekommendationens mening, klarare uttryckts. Det finns även en klarare reglering för hur stort vederlag som skall betalas, vem som kan träffas av skyldigheten att lägga ett bud samt i vilka fall undantag från skyldigheten kan göras.

7 AMN:s praxis

7.1 Bakgrund

NBK:s rekommendation upprätthålls, som nämnts, genom AMN. AMN tolkar rekommendationen och fastslår vad som skall gälla i frågor som ej besvaras i denna. Nedan skall den praxis som skapats i frågor kring budplikten behandlas. Inte alla uttalanden kommer att gås igenom dock. Endast de uttalanden där AMN tillfört något nytt kommer att behandlas. Uttalandena har indelats i fem grupper beroende på vilka frågor som uttalandet berör. De uttalanden som här gås igenom är de som har publicerats från rekommendationens tillkomst 1999 tills idag. Det skall dock anmärkas att det även finns uttalanden som inte publiceras och dessa har inte kunnat tas med här.

7.2 Utlösande av budplikt

Frågor kring utlösande av budplikt, både under vilka förutsättningar så skall ske och vid vilken tidpunkt har behandlats i en rad uttalanden.²⁸⁸

Uttalandet 1999:6 behandlade den situation där budplikt kan utlösas genom att ett koncernförhållande skapas.²⁸⁹ I fallet var dock inte fråga om ett befintligt bolag som köpte upp ett annat och därigenom indirekt fick kontroll över ett tredje bolag. Istället var fråga om ett förestående sammangående mellan två utländska aktiemarknadsbolag: British Steel och Koninklijke Hoogovens. Sammangåendet skulle inte innebära någon fullständig fusion av bolagen, utan istället ske genom bildandet av ett nytt bolag. Detta bolag skulle således bli moderbolag till de två sammangående bolagen. Ägandet i det nya moderbolaget skulle domineras av British Steels gamla aktieägare som skulle komma att inneha 60% av rösterna. AMN uppehöll sig dock inte vid dessa omständigheter. Nämnden nöjde sig med att konstatera att ett koncernförhållande skulle skapas enligt såväl engelsk som svensk lagstiftning. Detta var också kriteriet för att budplikt skulle uppkomma enligt rekommendationen III.1 2st vilket nämnden således slog fast.

Tidpunkten för utlösande av budplikt anges i rekommendationen vara den då förvärvet sker. Frågan vilken tidpunkt som skall gälla då det bakomliggande förvärvet är villkorat behandlas dock inte explicit i rekommendationen men har berörts i uttalandet 1999:7. I fallet var fråga om ett förvärv av ett bolag och där vederlaget bestående av egna aktier skulle erläggas genom en riktad apportemission till säljaren. Det säljande bolaget skulle på detta sätt få ett innehav på ca 50% av rösterna i det köpande

²⁸⁸ Se uttalandena 1999:6, 1999:7, 1999:9, 1999:11, 1999:13, 2000:9 och 2000:14.

²⁸⁹ Rekommendationen III.1 2st. Jfr den s.k. kedjeregeln i city koden.

bolaget. För att transaktionen skulle kunna ske krävdes ett bolagsstämmobeslut i det köpande bolaget och detta beslut var sedan tvungen att registreras hos PRV. Frågan var vid vilken av dessa tidpunkter som budplikt skulle anses uppkomma. Nämnden avgjorde denna fråga genom att se till syftet med budplikten: att ge aktieägarna en möjlighet att lämna bolaget vid kontrollägarskifte. Enligt nämnden kom ett sådant skifte till stånd då den nye ägaren kunde utöva rösträtten för aktierna. Budplikt skulle därför, vid förvärv genom aktieteckning i avstämningsbolag, utlösas när emissionen registrerats av PRV och aktierna tagits upp i aktieboken hos den centrala värdepappersförvararen.

Att budplikt inte utlöses när ett närståendeförhållande skapas, med undantag för fall då fråga är om ett koncernförhållande, står klart enligt rekommendationen. En del frågor rörande förvärv inom en närståendegrupp regleras dock inte uttryckligen i rekommendationen, som endast säger att budplikt utlöses när någon av medlemmarna förvärvar ytterligare aktier.²⁹⁰ En del frågor har dock besvarats i uttalandet 1999:9. För det fall att en medlem i en närståendegrupp som gemensamt innehar aktier motsvarande 40% eller mer av aktierna förvärvar ytterligare aktier från en utomstående så utlöses alltid budplikt, vilket framgår direkt av rekommendationen. Enligt nämnden är dock det samma inte fallet om förvärvet sker från någon inom gruppen. Motiveringen till detta är att ett sådant förvärv inte ökar gruppens innehav. Om en gruppmedlem genom sådana förvärv ensamt kommer upp i ett innehav som motsvarar 40% eller mer av rösterna i ett bolag kommer dock budplikt att utlösas och detta oavsett från vem aktierna förvärvades. Denna tolkning av rekommendationen motiverades av nämnden med att den är mest förenlig med ordalydelsen i III.1 1st och att denna ordning också skulle överensstämma med Panelens tolkning av City koden. Avgörande skulle vara att balansen i närståendegruppen förskjutits genom att en medlem ensamt får ett innehav som är stort nog att utlösa budplikt enligt huvudregeln i rekommendationen.

I uttalande 1999:13 uppkom frågan om budpliktens utlösande i samband med en närståendegrupp. Fråga i fallet var om en grupp aktieägare som var närstående i rekommendationens mening då de hade ingått ett aktieägaravtal. Tillsammans hade medlemmarna mer än 49% av rösterna i det aktuella bolaget. Medlemmarna ville nu överlåta sina aktier till ett nyskapat bolag, vars ägarstruktur skulle avspegla parterna i aktieägaravtalets tidigare innehav i bolaget. Fråga var således endast om att driva samarbetet inom ramen för ett bolag istället för genom ett aktieägaravtal. Nämnden ansåg dock ändå att budplikt skulle komma att utlösas med hänvisning till rekommendationens huvudregel.

I uttalande 2000:9 behandlades en speciell situation. Fråga var om ett bolag där en aktieägare ensamt ägde aktier motsvarande 39% av rösterna. Bolaget hade för avsikt att återköpa aktier och därefter dra in dem och nedsätta

²⁹⁰ Rekommendationen III.1 2st 1 meningen.

aktiekapitalet. Detta skulle ske i en sådan utsträckning att aktieägarens röstandel skulle öka till 44%. Enligt nämnden skulle inte budplikt utlösas vare sig av återköpen eller indragningen av aktierna. Motiveringen till detta sades vara att budplikt endast blir aktuell då ett innehav uppkommer till följd av förvärv, vilket inte här var fallet. Om aktieägaren efter åtgärden skulle förvärva fler aktier skulle dock budplikt utlösas.

En annan speciell situation berördes i uttalandet 2000:14. Fråga var om ett bolag där en ensam aktieägare innehade A-aktier motsvarande 70% av rösterna. Aktieägaren ville sälja sina aktier och hade en köpare som var intresserad av att köpa A-aktier motsvarande 39% av rösterna. Aktieägaren hade tänkt att efter denna försäljning omvandla sina resterande A-aktier till B-aktier som kunde säljas på marknaden. Denna omvandling skulle ske i anslutning till försäljningen av A-aktierna, men inte utgöra något villkor för denna försäljning. Genom omvandlingen skulle det totala antalet röster i bolaget minska vilket skulle leda till att köparen av A-aktierna skulle inneha aktier motsvarande 60% av rösterna i bolaget. Aktiemarknadsnämnden ansåg inte att budplikt skulle utlösas vid denna transaktion under vissa förutsättningar, då fråga inte var om något förvärv. Förutsättningarna för att inte utlösa en skyldighet att lägga ett bud var att konverteringen endast skedde i säljarens eget intresse och utan köparens medverkan. Vidare fick inte konverteringen utgöra ett villkor, varken uttryckligt eller underförstått, för förvärvet. Under dessa förutsättningar skulle det inte ha någon betydelse om köparen kände till säljarens avsikt att genomföra konverteringen eller inte.

7.3 Dispens från budplikt

Dispens från budplikten är det kvantitativt mest behandlade frågan i AMN:s praxis rörande budplikten.²⁹¹ De flesta dispensavgivanden har dock gjorts i fall då dispens normalt skall lämnas enligt kommentaren till rekommendationen²⁹² och några ingående bedömningar har inte gjorts av skälen i dessa uttalanden. Som exempel har dispens lämnats i en rad fall då ett innehav har uppkommit till följd av en emission som har varit ett led i en rekonstruktion av ett bolag med svåra finansiella problem.²⁹³ Dispens har även getts i fall då innehav uppkommit till följd av en emission som utgjort vederlag vid köp av bolag eller annan egendom.²⁹⁴ I dessa fall har det räckt med att frågeställaren har förklarat situationen och de tilltänkta åtgärderna för att AMN skall ha lämnat dispens.

²⁹¹ Frågor kring dispens har behandlats i uttalandena 1999:6-9, 1999:12-13, 1999:23, 2000:10, 2000:12, 2000:18, 2001:6, 2001:9, 2001:29-31.

²⁹² Se avsnitt 6.5 ovan.

²⁹³ Se uttalandena 2000:10, 2000:12, 2001:6, 2001:9, 2001:30 och 2002:15.

²⁹⁴ Se uttalandena 1999:23, 2001:30-31 och 2002:12.

Dispens från budplikt har även berörts i samband med närståendeförhållanden. I uttalandet 1999:6²⁹⁵ var fråga om ett närståendeförhållande som uppkommit till följd av att ett koncernförhållande skapats.²⁹⁶ AMN lämnade i detta fall dispens med motiveringen att transaktionens syfte inte var att uppnå indirekt kontroll över målbolaget. Nämnden fäste även vikt vid att målbolaget, Avesta, endast utgjorde ca 15% av tillgångarna i British Steel.

I uttalandet 1999:9 behandlades den situationen att en medlem i en närståendegrupp, som innehade aktier motsvarande 40% eller mer av rösterna i ett bolag, ensamt fick ett innehav av aktier motsvarande mer än 40% av rösterna. Enligt AMN fanns det i sådana fall ett betydande utrymme för att lämna dispens och särskilt då fråga var om närståendegrupper som bestod av bolag inom en koncern eller familjemedlemmar. Avgörande skulle i sådana fall vara i vilken mån förvärvet kunde sägas innebära att ett kontrollägarskifte hade ägt rum. I fallet fanns dock även andra omständigheter som nämnden ansåg talade för dispens.²⁹⁷

Även uttalandet 1999:13 behandlade frågor kring närståendeförhållanden. Fråga var om en grupp som var närstående genom att de tillsammans var förbundna av ett aktieägaravtal och deras gemensamma innehav motsvarade mer än 40% av rösterna i ett bolag. Gruppen ville sedermera överlåta sina aktier till ett nytt bolag som skulle ägas av dem i samma proportioner som deras tidigare ägande i målbolaget. Även i detta fall studerade nämnden om åtgärden kunde anses innebära att ett kontrollägarskifte hade ägt rum. Nämnden ansåg inte att så var fallet. Då ägandet i det nya bolaget skulle avspegla de deltagande medlemmarnas andel av gruppens sammanlagda ägande innebar transaktionen i praktiken endast en ombildning av konsortiet till ett aktiebolag. Nämnden ansåg därför att det från övriga aktieägare synpunkt endast var fråga om ett kontrollägarskifte i formell mening och dispens medgavs således.

Ett speciellt fall av dispensgivning finns i uttalandet 2000:18. Fråga var om ett bolag där huvudägarna, med ett aktieinnehav motsvarande 35% av rösterna, hade lämnat en ”informell” garanti vid en nyemission. I den skrift som inlämnades till AMN påstods inte att nyemissionen var ett led i en rekonstruktion av bolaget. Till följd av sin ställda garanti skulle huvudägarna vara tvungna att teckna nya aktier och öka sitt aktieinnehav till motsvarande 45% av rösterna. Huvudägarna var inte intresserade av att öka sitt innehav ytterligare och sökte därför dispens. För dispens anförde de

²⁹⁵ Själva dispensbeslutet togs först i uttalandet 1999:12.

²⁹⁶ Bakgrunden till detta uttalande har gått igenom ovan avsnitt 7.2.

²⁹⁷ Till saken hörde att det aktuella bolaget hade varit utsatt för ett fientligt bud där en ny aktieägare hade lyckats komma över aktier motsvarande 39% av rösterna. Den nye aktieägaren hamnade sedermera i konflikt med de befintliga ägarna, som var de som sökte dispens, som därför gick samman genom ett aktieägaravtal. Enligt de dispens sökande aktieägarna innebar konflikten stor skada för bolaget och skulle inte kunna lösas utan dispens från budplikten.

framförallt argumentet att ett eventuellt bud till följd av budplikten skulle göras till emissionskursen, som låg under den nuvarande börskursen för aktierna i bolaget. Även i detta fall undersökte nämnden om fråga kunde sägas vara om ett kontrollägarskifte. Nämnden ansåg att så inte var fallet med motiveringen att huvudägarna redan tidigare hade haft ett stort innehav i bolaget. Enligt nämnden uppfattades de troligtvis redan innan ökningen som kontrollägare av de andra aktieägarna, varför det ansågs endast vara fråga om ett kontrollägarskifte i formell mening. Även andra omständigheter ansågs tala för dispens: dels den omständigheten att innehavet uppkommit till följd av att den informella emissionsgarantin varit tvungen att infrias och dels att budet troligtvis skulle komma att göras till en kurs under aktiernas marknadsvärde. Sammantaget ansåg nämnden att dispens skulle ges.

7.4 Närståendeförhållanden

Frågor kring om ett närståendeförhållande uppkommit eller ej har behandlats i två uttalanden från AMN. I det första, 1999:9, gällde i frågan i vilken mån ett aktieägaravtal skulle innebära att parterna överenskommit om att "...genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning" i rekommendationens mening. I aktieägaravtalet hade parterna överenskommit om att gemensamt utöva rösträtten i frågor som var relaterade till ett bud på bolaget, frågor som hade anknytning till en fusion av bolaget med ett annat bolag samt vid val av styrelseledamöter. Enligt nämnden innebar redan överenskommelsen att gemensamt utöva rösträtten vid styrelseval att aktieägaravtalet uppfyllde kriterierna för ett närståendeförhållande i rekommendationen. Detta var fallet då styrelsen är det organ som har ansvaret för ett aktiebolags förvaltning varför parterna i avtalet fick anses ha en gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning. Överenskommelsen ansågs också långsiktig då den kunde komma att få betydelse för styrelsens sammansättning under ca fem år.

Uttalandet 1999:23 behandlade frågan om en rad aktiebolag och aktieägare till några av dessa skulle anses vara närstående. Bakgrunden till uttalandet var som följer. Oy Karl Fazer AB ägdes till 20% av Oy Cacava AB. Resterande 80% ägdes av ett mindre antal aktieägare. Flertalet av dessa aktieägare ägde samtliga aktier i Cacava. Karl Fazer ägde i sin tur samtliga aktier i Fazer Food BV som i sin tur ägde samtliga aktier i bolaget Mazetti BV. Karl Fazer, Fazer Food och Mazzetti kallas nedan gemensamt för Fazer. Mellan Fazer och Cacava eller mellan Fazer och aktieägare i Karl Fazer fanns inga överenskommelser om att inta en gemensamt långsiktig hållning i fråga om förvaltningen av ett från koncernen utomstående bolag med vilket ett sammangående var förestående. Frågeställarna ville få reda på om Cacava respektive aktieägarna i Karl Fazer skulle anses vara närstående Fazer enligt rekommendationen. Nämnden ansåg att så inte var fallet då det inte fanns någon överenskommelse mellan parterna att långsiktigt inta en gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning.

7.5 Tidsfrist för upprättande av prospekt

I uttalande 1999:11 kom frågan upp hur lång tid den som är skyldig att lägga ett bud kan vänta med att upprätta ett prospekt. Fallet gällde ett aktieförvärv i ett bolag som skulle utlösa budplikt. Enligt frågeställaren skulle det pris som erbjöds de övriga aktieägarna i budet till stor del bero av utfallet av ett projekt som skulle genomföras inom ramen för bolaget. Om detta projekt visade sig vara lyckat sades att prisnivån i budet skulle kunna höjas betydligt. Mot denna bakgrund ville frågeställaren senarelägga utfärdandet till dess att projektet hade genomförts, vilket väntades dröja mellan sex och tolv månader. Denna lösning accepterades inte av nämnden. Arbetet med ett prospekt skulle som senaste tidpunkt startas då det andra pressmeddelandet, där det tillkännages att ett bud skall läggas, offentliggörs. Arbetet med prospektet skulle också bedrivas skyndsamt. Att vänta med prospektet på det sätt som frågeställaren tänkt sig var inte förenligt med rekommendationens regler.

7.6 Vederlagets storlek

Vilket pris som skall erbjudas aktieägarna i ett bud då fråga är om ett bud som föranleds av ett indirekt tagande av kontroll har behandlats i uttalandet 1999:6.²⁹⁸ Problemet i fallet var att varken moder- eller dotterbolag hade förvärvat några aktier i det aktuella bolaget under den senaste sexmånadersperioden, varför rekommendationen inte innehöll någon uttrycklig reglering som kunde avgöra frågan. Genom en analog tillämpning av regeln som är tillämplig då aktier förvärvats genom utnyttjande av en option eller annat derivatinstrument kom AMN fram till att priset som utgångspunkt skulle reflektera det marknadspris aktierna hade innan transaktionen offentliggjordes. Priset skulle därför inte få understiga den genomsnittliga börskursen för aktien under de 20 börsdagar som föregått dagen för offentliggörande av innehavet. Nämnden anmärkte dock, utan att gå in närmare på frågan, att speciella omständigheter kunde tänkas få medföra justeringar av detta pris.

Frågan om vederlagets storlek har även behandlats i uttalandet 2001:3. Detta rörde ett bud till följd av budplikt som bolaget Eon Scandinavia AB skulle lägga på Sydkraft AB. I Sydkraft fanns två klasser av aktier: A- och C-aktier. Den genomsnittliga kursskillnaden mellan de två aktieklasserna hade uppgått till ca 20% under de fem senaste åren. Eon hade förvärvat aktier vid tre tillfällen under den senaste sexmånadersperioden. För A-aktier hade man som mest betalat 240kr och för C-aktier som mest 187 kr. Marknadskursen för aktierna hade stigit kraftigt en kort tid innan AMN ombads ta ställning till fallet efter det att Eons senaste förvärv offentliggjorts. För en A-aktie betalades nu 230 kr och för en C-aktie 210 kr. Eon planerade att i sitt bud,

²⁹⁸ Bakgrunden till uttalandet har behandlats ovan avsnitt 7.2.

baserat på vad man betalat för aktier under den senaste sex månadersperioden, erbjuda 240 kr för varje A-aktie och 200 kr för varje C-aktie och ville veta om detta vederlag var i enlighet med rekommendationens regler. Nämnden ansåg att så var fallet och hänvisade till rekommendationen II.6 och dess kommentar där det sägs att premien i förhållande till marknadspris ibland kan skilja sig åt mellan aktieslag. Mot bakgrund av det pris som Eon betalat vid tidigare förvärv och den omständigheten att erbjudandet föranleddes av budpliktsreglerna ansåg nämnden att skillnaden i vederlag mellan A- och C-aktier var acceptabel. Att vederlaget i detta fall skulle komma att hamna under det pris som betalades för C-aktierna på marknaden berördes inte av nämnden.

7.7 Sammanfattande kommentarer

Som har framgått har en del frågor som ej reglerats i rekommendationen besvarats genom AMN:s praxis. Till dessa frågor hör tidpunkten för budpliktens utlösande samt vad som skall gälla vid förvärv inom en grupp av närstående. Vid sidan av dessa frågor visar genomgången också att AMN i stor utsträckning hållit sig till rekommendationens lydelse när frågor om en skyldighet att lägga ett bud uppkommit eller inte; t.ex. har budplikt uppkommit även om det varit tämligen klart att den aktuella transaktionen inte haft som syfte att uppnå indirekt kontroll i målbolaget. AMN:s inställning har dock också verkat åt andra hållet då nämnden konsekvent har krävt att det skall vara fråga om ”förvärv” för att en skyldighet skall uppstå. Åtgärder från bolagets eller säljarens sida har inte resulterat i någon skyldighet. I de fall där budplikt har ansetts uppkomma även om inte situationen i sig verkar ha motiverat detta har AMN varit generös med dispens från skyldigheten att lägga ett bud. Den avgörande frågan vid dispensgivningen har varit om ett kontrollägarskifte verkligen har skett. Vid denna bedömning har AMN valt att anlägga de mindre aktieägarnas perspektiv för att försöka utröna hur de bör ha uppfattat situationen.

8 Ekonomisk analys av budplikten

8.1 Bakgrund

Som tidigare nämnts har budplikten analyserats och diskuterats i ekonomiska sammanhang. Detta har gjorts som en del av forskningen om betydelsen av olika föreskrifter i bolagsordningar. Syftet med denna forskning har varit att förklara hur bestämmelser i en bolagsordning kan påverka frekvensen av förvärv och därigenom värdet på ett företag. Bland de frågor som behandlats kan märkas t.ex. hur aktiers röststruktur påverkar sannolikheten för ett bud på ett företag.²⁹⁹ Samma modeller har också använts för att analysera budplikt.³⁰⁰ Det är främst budplikten i förslaget till EG:s trettonde bolagsdirektiv som ådragit sig uppmärksamhet.

Analysen av budplikten som en föreskrift i ett företags bolagsordning tar sin utgångspunkt i ett kontraktsteoretiskt perspektiv. Detta teoretiska perspektiv har sitt ursprung i amerikansk forskning men har på senare år även fått svenska efterföljare.³⁰¹ Utgångspunkten för denna inriktning tas i en syn på företaget som knutpunkten för en mängd olika kontraktrelationer ("nexus of contracts") och inte som en juridisk personlighet i sig. Kontrakten reglerar förhållandet mellan bolagets olika intressenter: aktieägare, borgenärer, anställda, leverantörer etc. På detta sätt ses även bolagsordningen som ett kontrakt som reglerar förhållandet mellan aktieägarna.

I ett kontraktsteoretiskt perspektiv antas de kontrakt som skrivs mellan bolagets intressenter vara ekonomiskt effektiva. Detta följer av att intressenterna antas agera rationellt och att innehållet i kontrakten prissätts. När t.ex. ett bolag bildas skrivs bolagsordningen med insikt om att företaget senare kan komma i en situation där ytterligare kapital behöver anskaffas. Det ligger således i bolagsmännens intresse att utforma bolagsordningen på ett sådant sätt att investerare värderar bolaget så högt som möjligt. Då bolagsordningen prissätts av investerare finns ingen möjlighet att införa bestämmelser till nackdel för andra intressenter; kostnaden för sådana åtgärder internaliseras hos grundarna.

²⁹⁹ Grossman och Hart (1988).

³⁰⁰ Bergström och Högfeldt (1994), Bergström, Högfeldt och Molin (1997) och Högfeldt (2002).

³⁰¹ Utgångspunkten för denna forskningsinriktning är Jensen och Meckling (1976). För en senare genomgång av denna teoretiska ansats och dess betydelse för aktiebolagsrätten är Easterbrook och Fischel (1991). Som svenska exempel kan nämnas Bergström och Samuelsson (2001), Bergström och Samuelsson (1994) samt Macey (1993).

Vissa problem är dock förenade med avtalsförhållandena mellan de olika intressenterna. Karaktäristiskt för avtalen är att de ofta är öppna i den bemärkelsen att de inte fullt ut reglerar parternas förhållanden utan snarare innebär en delegation av befogenheter från en part till en annan. Ett exempel är avtalen mellan aktieägare och bolagets ledning. När en ledning anställs specificeras inte vad denna skall göra, istället får den ett uppdrag (öka bolagets vinst) som den skall fullgöra med beaktande av vissa restriktioner (lag, bolagsstämans kompetens etc.). De problem som kan uppkomma i detta förhållande brukar karakteriseras som principal agent – problem och uppstår på grund av divergerande intressen och förekomsten av asymmetrisk information.³⁰² Ledningen kan t.ex. ha intressen som inte är förenliga med aktieägarnas. Då ledningen också har bättre kunskap om verksamheten kan det finnas möjlighet för den att försöka dra nytta av sitt övertag. Denna risk medför också att aktieägarna använder resurser för att övervaka ledningen. Ledningen kommer i sin tur att lägga ned resurser för att visa sin lojalitet. Summan av dessa kostnader brukar sammanfattande kallas för agentkostnader.

8.2 Budplikten i ett kontraktsteoretiskt perspektiv

8.2.1 Karakterisering av budplikten

En regel om budplikt kan tolkas som innehållande två principer.³⁰³ Den första principen ger alla aktieägare en rätt att sälja sina aktier om kontrollen över ett bolag skiftar hand. Denna princip, som i juridiska termer närmast föreskriver en kontraheringsplikt för förvärvaren, kan också tolkas som en rätt för minoritetsaktieägarna att överlåta sina aktier. Den andra principen föreskriver att en förvärvare av en kontrollposition skall ge samma erbjudande till alla aktieägare. Föreskriften innebär således ett förbud mot prisdifferentierade bud, där förvärvaren betalar ett högre pris för den tidigare kontrollägarens aktier än för minoritetsaktieägarnas andelar. Sett ur minoritetens perspektiv är fråga om en rätt till likabehandling.

8.2.2 Utgångspunkter

I detta arbete skall som framgått en kortare genomgång göras av de ekonomiska konsekvenserna i ett kontraktsteoretiskt perspektiv. I denna del bygger arbetet på en ännu inte publicerad artikel där konsekvenserna av en budplikt framgår vid olika ägarstrukturer i målbolaget.³⁰⁴

³⁰² För kortare genomgångar av principal agent – teorin kan hänvisas till Posner (2000) samt de källor som angivits i not 301 ovan.

³⁰³ Bergström, Högfeldt, och Molin (1997) s. 433-451 och Gover's s. 792.

³⁰⁴ Högfeldt (2002). Detta arbete bygger på Bergström och Högfeldt (1994). Det finns även en del äldre arbeten som behandlar budplikten och anknytande frågor, se t.ex. Bergström, Högfeldt och Molin (1997), Bebchuk (1994), samt Yarrow (1985).

Ett kontraktsteoretiskt perspektiv utgår, som inledningsvis har nämnts, från en syn på företaget som en knutpunkt för en mängd kontraktsrelationer. En budplikt ses då som ett kontrakt mellan aktieägarna eller en bestämmelse i bolagsordningen, där aktieägarna överenskommit om vilka regler de vill skall gälla vid ett framtida förvärv. Vid utformningen av lagstiftning ställer sig då frågan om aktieägarna själva hade valt att inta en bestämmelse om budplikt i bolagsordningen. Det är endast om denna fråga besvaras jakande som regleringen kan sägas vara ekonomiskt effektiv.

Redan från början måste en del utgångspunkter för analysen beröras.³⁰⁵ Minoritetens aktier värderas utifrån de utdelningar som målbolaget betalar ut.³⁰⁶ Av betydelse för värderingen av målbolaget är också att kontrollägaren antas kunna utvinna en viss egennyttan genom att inneha kontroll.³⁰⁷ Det är här fråga om agentkostnader som kontrollägare kan utvinna, t.ex. genom att frysa ut minoriteten till ett pris under det egentliga värdet på deras aktier, erhållande av lön och bonus vid anställning eller styrelseengagemang, status etc. Denna uppdelning mellan utdelningar och egennyttan förklarar varför en kontrollpremie utbetalas vid förvärv. Kontrollägaren värderar i allmänhet sitt aktieinnehav relativt sett högre än minoriteten och måste därför erbjudas en premie för att sälja sitt innehav. Det är också viktigt att lägga märke till att såväl möjligheten att utvinna egennyttan som utdelningar varierar från ägare till ägare. En skicklig ägare kan driva ett bolag effektivare än en sämre, och således kan större utdelningar utvinnas. Hur egennyttan av t.ex. innehavet av status värderas varierar också från ägare till ägare.

Betydelsen av uppdelningen mellan egennyttan och utdelningar är tydlig vid värderingen av ett bolag. Ett förvärv kommer endast att ske om förvärvaren antingen värderar egennyttan från innehavet av kontroll högre än den nuvarande ägaren eller om förvärvaren kan driva bolaget mer effektivt och därmed möjliggöra större utdelningar.

Som ovan nämnts innebär budplikten dels en rätt för minoriteten att sälja sina aktier, och dels en rätt till likabehandling för dessa aktieägare. Detta innebär att en budplikt ger upphov till två stycken effekter.³⁰⁸ För det första påverkas minoritetens möjlighet att utvinna premie från förvärvaren. Fråga är således om en positiv effekt för minoritetens förmögenhet genom att de får ersättning för ett värde som de aldrig har innehaft. För det andra kommer det att bli dyrare att förvärva kontroll över ett bolag; sannolikheten för förvärv minskar, vilket sin tur minskar priset på de utestående aktierna. Det är således fråga om två stycken effekter som verkar åt olika hållen värdehöjande möjlighet för minoriteten att utvinna ett högre pris vid förvärv och en värdeminskande effekt beroende på ett minskat antal förvärv.

³⁰⁵ Den modell som använts för att analysera budplikten har i mångt och mycket utgått från det arbete som gjordes av Grossman och Hart (1988).

³⁰⁶ I den hänvisade litteraturen används i stället begreppet "security benefits".

³⁰⁷ I den hänvisade litteraturen används i stället begreppet "private benefits".

³⁰⁸ Högfeldt (2002) s. 2 och Bergström och Högfeldt (1994) s. 24.

Hur stora dessa effekter blir avgör om minoriteten tjänar på en regel om budplikt eller inte. Det kan antas att aktiemarknaden kan uppskatta de två effekterna och de kommer således att återspeglas av bolagets aktiekurs redan vid införandet av regeln innan ett förvärv sker. Hur den samlade effekten kommer att se ut bestäms i den här använda modellen av två faktorer: ägarstrukturen i det aktuella bolaget och den nuvarande kontrollerande aktieägarens samt förvärvarens förmåga att utvinna egennyttan och utdelningar. Nedan följer en genomgång av den ekonomiska effekten vid tre olika ägarstrukturer: dominerande ägare, spritt ägande och stor minoritetsaktieägare.

8.2.3 Bolag med en dominerande ägare

Denna ägarstruktur visar situationen då ett bolag har en dominerande ägare och dennes kontroll övergår till en ny kontrollerande ägare.³⁰⁹ Resterande aktier ägs av ett stort antal minoritetsaktieägare som inte har något inflytande över bolagets drift. En budgivare som vill etablera kontroll över bolaget måste således förhandla med den nuvarande kontrollerande ägaren om ett köp av dennes post.

Det kan visas att en budplikt i denna situation påverkar värdet på företaget annorlunda beroende på hur stor egennyttan parterna kan utvinna när de har kontroll över målbolaget. Budplikten tenderar att minska företagets värde när den nuvarande ägaren kan utvinna mer eller lika mycket egennyttan som budgivaren.³¹⁰ Detta sker då budplikten hindrar vissa förvärv som hade skapat positiva synergivinster. Dock, om budgivaren kan utvinna signifikant större egennyttan än den nuvarande ägaren ökar en budpliktsregel företagets värde genom att förhindra förvärv med negativa synergivinster. I det fallet är en regel om budplikt i bolagsordningen i aktieägarnas intresse som ett skydd mot ogynnsamma förvärv. Således, beslutet om man skall införa en budplikt eller inte handlar om en avvägning mellan en förväntad marginell förlust p.g.a. färre förvärv och en förväntad marginell vinst p.g.a. en mer effektiv utvinning av budgivarens egennyttan.

8.2.4 Bolag med spritt ägande

Denna ägarstruktur innebär att företaget ägs av en mängd små aktieägare, där ingen självständigt utövar kontroll.³¹¹

I denna situation kan det visas att en budpliktsregel har en positiv inverkan på bolagets värde endast om förmågan att utvinna egennyttan skiljer sig åt

³⁰⁹ Detta fall behandlas av Högfeldt (2002) s. 9-14.

³¹⁰ Bastman och Sandberg (2001) s. 17f.

³¹¹ Detta fall behandlas av Högfeldt (2002) s. 4-9.

mycket mellan budgivaren och den nuvarande kontrollägaren.³¹² I ett sådant fall kommer regeln öka bolagets värde antingen genom att förenkla förvärv med positiva synergivinster eller försvåra förvärv med negativa synergivinster. Om de båda däremot värderar egennytan från kontrollen över bolaget lika, kommer budplikten ha en negativ effekt på företagets värde.

8.2.5 Bolag med stor minoritetsaktieägare

Denna ägarstruktur åskådliggör en situation då det inte finns en kontrollerande aktieägare men väl en stor minoritetsaktieägare. Vid en given tidpunkt bestämmer sig denne för att etablera kontroll genom att köpa fler aktier.³¹³

I denna situation kan det visas att en budplikt alltid kommer att ha en negativ inverkan på bolagets värde.³¹⁴ Budplikten påverkar i detta fall inte förmågan att utvinna högre premie från förvärvare. Budplikten påverkar endast förvärvsfrekvensen negativt genom att förhindra förvärv med positiva synergivinster.

8.3 Sammanfattande kommentarer

I det kontraktsteoretiska perspektivet blir frågan om minoritetsskydd helt och hållet en fråga om bolagets värde, d.v.s. hur och i vilken omfattning värdet på minoritetens aktier påverkas av införandet av en budplikt. Av genomgången ovan framgår att det endast är under vissa förutsättningar som en budplikt har en positiv effekt på ett bolags värde, inom ramen för denna modell. Sammanfattningsvis är det endast i två fall som en budplikt har en positiv effekt på företagets värde: dels då ett företag har en dominerande ägare och den rivaliserande budgivaren värderar egennytan klart högre, dels då ett företag har ett spritt ägande och förmågan att utvinna egennytta skiljer sig åt mycket mellan budgivaren och den nuvarande kontrollägaren.

Även om den analys som här tagits upp bygger på en rad antaganden och inte alltid står oemotsagd är den ändå intressant då den fångar upp de flesta av de argument som tidigare anförts för respektive mot en budplikt. I modellen formaliseras dessa argument och på detta sätt ges en möjlighet att närmare studera avvägningen mellan dem. En brist är dock att två av argumentet som anförts till stöd för budplikten inte har någon plats inom ramen för analysen. Förtroendet för aktiemarknaden finns inte med och så heller inte den internationella utvecklingen och de effekter som denna utveckling kan medföra.

³¹² Bastman och Sandberg (2001) s. 18.

³¹³ Detta fall behandlas av Högfeldt (2002) s. 14-16.

³¹⁴ Högfeldt (2002) s. 16.

9 Komparativ analys av den svenska regleringen

9.1 Skillnader mellan City koden och NBK:s rekommendation

Som har framgått är NBK:s rekommendation starkt influerad av City koden. På grund av de stora likheterna finns det ingen större mening att göra en jämförelse mellan rekommendationen och koden i stort. En sådan jämförelse skulle till stor del endast bestå av upprepningar. Här har jag därför i stället för avsikt att ta upp de skillnader som trots allt finns mellan de två.

Den första skillnaden mellan de två är gränsen för när budplikt blir aktuell. I City koden är denna gräns satt till 30% medan den i rekommendationen är satt till 40%. Det är dock inte fråga om någon egentlig skillnad i regleringshänseende, snarare fråga om en anpassning av reglerna till två olika sammanhang. På den brittiska marknaden är ägandet mer spritt och därför kan kontroll uppnås vid lägre innehav. På den svenska marknaden är situationer annorlunda, med ett ganska koncentrerat ägande. Den svenska marknaden kräver därmed en högre gräns för budplikt.

Den svenska regleringen innehåller inte någon motsvarighet till den s.k. ”creeper rule”. Denna regel i koden, som säger att budplikt skall utlösas om någon som har ett innehav på mellan 30 och 50% förvärvar fler aktier, har tydligen inte ansetts fylla någon funktion. Motiveringen är troligtvis att syftet med rekommendationen är att ge aktieägarna en möjlighet att lämna bolaget när en ny kontrollägare tillkommer. Den som redan har passerat gränsen för budplikten har med stor sannolikhet redan en gång tidigare varit tvungen att lägga ett bud på hela bolaget. Av denna anledning har regeln förmodligen ansetts onödig. Om man dock ser till AMN:s praxis kanske det ändå finns ett behov. AMN har konsekvent inte ansett att någon budplikt uppkommer i fall då någons innehav kommer att överskrida 40% på grund av åtgärder från bolagets sida. Om förfaranden av denna typ blir vanliga, som ett led i kringgåenden av budplikten, kanske en motsvarighet till ”creeper rule” kan vara ett alternativ.

De största skillnaderna mellan NBK:s rekommendation och City koden finns annars bland reglerna för vilka som skall anses vara närstående respektive agera i samförstånd. I rekommendationen II.11 c) sägs att som närstående ses någon som med köparen träffat en ”överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning”. För att någon skall anses som närstående krävs alltså en överenskommelse samt även ett krav på långsiktighet. Den motsvarande bestämmelsen i koden har ett bredare

tillämpningsområde. I koden behöver inte fråga vara om någon överenskommelse, det räcker att det finns ett samförstånd mellan förvärvaren och den andre personen. Koden talar vidare om ett aktivt samarbete, men det finns inget krav på långsiktighet. I ett avseende kan dock bestämmelserna i rekommendationen betraktas som hårdare. De subjekt som räknas upp i rekommendation betraktas som närstående utan någon möjlighet till annan bedömning i ett enskilt fall. De personer som räknas upp som exempel i koden är däremot just exempel. Fråga i koden är det nämligen om presumptionsregler vilka kan motbevisas.

Skillnad mellan NBK:s rekommendation och City koden finns också vad gäller situationen då indirekt kontroll uppkommer genom förvärv av tillräckligt många aktier i ett annat bolag för att en koncern skall bildas. I detta fall utlöses budplikt enligt rekommendationens bestämmelser. Den s.k. kedjeregeln i koden har dock den motsatta innebörden, budplikt utlöses inte. Skillnaden i praktiken blir dock liten. Som har setts kan AMN ge dispens i de här situationerna och även i koden kan budplikt utlösas i de här fallen om vissa förutsättningar föreligger.

I den svenska rekommendationen finns inte heller någon motsvarighet till den regel i City koden som gör det obligatoriskt för budgivaren att villkora sitt bud vid att han kommer upp i totalt minst 50%. Det är svårt att se vad en sådan regel skulle kunna uppnå i NBK:s rekommendation. Rekommendationens syfte är ju som nämnts att ge varje enskild aktieägare en möjlighet att lämna bolaget då kontroll skiftar hand. En enskild aktieägars möjlighet att göra detta skulle med en sådan regel kunna gå om intet bara för att andra aktieägare inte vill lämna bolaget.

9.2 Uppfyller NBK:s rekommendation kraven i ett kommande 13:e bolagsdirektiv?

Av intresse i denna uppsats är givetvis också om NBK:s rekommendation uppfyller de krav som kan förväntas ställas i ett framtida 13:e bolagsdirektiv. Denna fråga är av naturliga skäl dock svår att besvara då något slutgiltigt förslag inte finns. Mot bakgrund av den tidigare genomgången kan dock vissa slutsatser dras.

På det stora hela uppfyller rekommendationen förmodligen de krav som kommer att ställas. Detta är naturligt då både NBK:s rekommendation och förslagen till ett 13:e bolagsdirektiv är starkt influerade av City koden. En punkt där ändringar förmodligen måste ske anknyter till de krav som ställs på implementeringen av bestämmelserna och de nationella tillsynsorganen i 2001 års förslag. I förslaget accepteras att bestämmelserna implementeras genom uppförandekoder etc. som utfärdats av privata organ. Dessa måste dock vara befullmäktigade att reglera marknader vilket NBK inte är. Vidare kan tillsynsorganet vara ett privat organ. Detta organ måste dock vara erkänt i nationell rätt eller av offentliga myndigheter samt ha blivit uttryckligen

bemyndigade att fullgöra uppgifterna. Så är inte fallet för AMN. Dessa problem borde dock vara enkla att lösa om ett direktiv skulle antas.

En annan punkt där viss skillnad mellan den svenska rekommendationen och 2001 års förslag verkar finnas rör vilka som skall ses som personer som agerar i samförstånd/är närstående. I NBK:s rekommendation ställs som ovan nämnts ganska stora krav på en överenskommelse för att ett närståendeförhållande skall vara för handen. Den motsvarande regleringen i 2001 års förslag verkar däremot ha ett bredare tillämpningsområde. I förslaget sägs att det räcker med att överenskommelsen är underförstådd. I detta avseende måste således rekommendationens definition av närstående skärpas för att dess regler skall klara kraven i 2001 års förslag.

Om det finns några övriga punkter där NBK:s rekommendation skulle vara tvungen att ändras om ett direktiv antas är svårt att säga. Då fråga är om ett minimidirektiv så är det inga problem att rekommendationen innehåller hårdare regler. Det skall dock anmärkas att vad gäller villkoren för förvärvet är de krav som ställs i 2001 års förslag beroende av hur förslagets allmänna principer tolkas. Detta är till syvende och sist en fråga för EG-domstolen, varför det här är svårt att göra någon närmare bedömning.

10 Avslutning

Så här avslutningsvis är det dags att summera och se om de inledningsvis nämnda syftena har uppnåtts. Till en början kan sägas att det första syftet har avklarats. En genomgång av NBK:s rekommendation tillsammans med relevant praxis har gett en bild av det rådande rättsläget.

Om man sedan ser till frågan om budpliktens lämplighet så får nog svaret bli nästan. I tidigare avsnitt har de argument som framförts i svenska lagstiftningssammanhang behandlats. Vidare har en kontraktsteoretisk modell berörts som utifrån sina antaganden ger en till övervägande del negativ bild av budpliktens effekter. Att utifrån detta samlade material göra en bedömning av om budplikten är lämplig reglering är dock mycket svårt. I sammanhanget är det emellertid enligt min mening viktigt att se på det arbete som aktiebolagskommittén har gjort. Kommittén har under mycket lång tid gjort en genomgripande utredning av den svenska aktiebolagsrätten. Kommittén behandlade även budplikten i ett av sina delbetänkanden och föreslog då att ingen lagstiftning skulle införas. Detta måste betraktas som ett starkt stöd för den som är kritisk till budplikten.

Vad gäller det komparativa syftet kan man anse att resultatet blev mer lyckat. De främsta skillnaderna mellan NBK:s rekommendation och City koden respektive förslaget till 13:e bolagsdirektiv har identifierats. Vad gäller förslagen så försvåras givetvis analysen som nämnts av att inget slutgiltigt förslag föreligger.

Några saker kan också sägas om andra intressanta frågor som inte har kunnat behandlas närmare i detta arbete. En sådan fråga rör förhållandet mellan aktiebolagsrätten och börsrätten. Budplikten kan här jämföras med de vanliga minoritetsskyddsreglerna i ABL. Vid utformandet av dessa regler har, som tidigare nämnts, stor möda lagts ned av lagstiftaren för att avväga skyddet mot de negativa effekter som kan befaras om detta görs alltför starkt. Några avväganden av denna typ verkar inte ha övervägts när det gällt budplikt. Även budpliktens innebörd verkar vara tämligen långtgående om en jämförelse görs med minoritetsskyddsreglerna i ABL. Som tidigare har visats ger dessa regler endast i undantagsfall minoriteten positiva befogenheter. Budplikten däremot ger minoriteten en ovillkorlig rätt att sälja sina aktier till ett visst pris. Detta är en ganska långtgående rätt som kan få stor betydelse i många fall.

Ett ytterligare spørsmål som vore intressant att utreda närmare rör frågan om självreglering i förhållande till lagstiftning. När frågan om budpliktens vara eller inte vara diskuterats ovan har den gällt en lagstiftad budplikt. På en del håll, där kritik framförts, ges dock intrycket att en självreglerad budplikt skulle kunna vara ett alternativ. Frågan ställer sig dock om den verkliga skillnaden mellan en lagstiftad och en självreglerad budplikt är så stor i

praktiken. Jag ställer mig själv mycket tveksam till detta. de övergripande problemen med budplikten försvinner inte genom att den tillämpas av ett självreglerande organ, utan de ligger i själva regleringen som sådan. Det är endast med hjälp av dispensgivning som AMN eventuellt skulle kunna se till att förvärv inte hindras av budplikten. Detta låter sig dock inte gärna göras då nämnden, liksom Panelen, inte har för avsikt att bedöma förvärvs lämplighet. Även om nämnden uppgift var annorlunda skulle det vara mycket svårt att hitta kriterier för att i enskilda fall bedöma om ett förvärv är till fördel eller nackdel för minoriteten. De problem som en budplikt kan tänkas ha i lagstiftad form får därför antas finnas kvar även om den svenska budplikten i dag är intagen i en självreglering.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Utskottsbetänkande 1991/92:LU10
Utskottsbetänkande 1986/87:LU27.
Utskottsbetänkande 1986/87:LU5.

Prop. 1993/94:196
Prop. 1975:103
Prop. 1973:93

SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapital*
SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation*
SOU 1992:83 *Aktiebolagslagen och EG*
SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*
SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden, del 2*
SOU 1941:9 *Lagberedningens förslag till lag om aktieföretag m.m., II motiv*

Motion 1990/91:L311 Bengt Westerberg m.fl. (fp)
Motion 1990/91:Fi610 Bengt Westerberg m.fl. (fp).
Motion 1986/87:N169 Christer Eirefeldt m.fl. (fp)
Motion 1986/87:N344 Bengt Westerberg m.fl. (fp)
Motion 1986/87:L205 Bengt Westerberg m.fl. (fp)
Motion 1985/86:L240 Bengt Silfverstrand m.fl. (s).

Dir. 1987:11.

EG-rättsligt material

Proposal for a thirteenth Council Directive on Company Law concerning Takeover and other General Bids, COM (1988) 823, O.J C 064 14/03/1989 p. 8

Amended Proposal for a thirteenth Council Directive on Company Law concerning Takeover and other General Bids, COM (1990) 416, O.J. C 240 26/09/1990 p. 7

Proposal for a thirteenth European Parliament and Council Directive on Company Law concerning Takeover Bids, COM (1995) 655, O.J. C 162 06/06/1996 P. 5

Amended proposal for a thirteenth European Parliament and Council Directive on Company Law concerning Takeover Bids, COM (1997) 565, O.J. C 378 13/12/1997 p. 10

Common Position (EC) No 1/2001 of 19 June 2000 adopted by the Council, acting in accordance with the procedure referred to in Article 251 of the Treaty establishing the European Community, with a view to adopting a Directive of the European Parliament and of the Council on company law concerning takeover bids, CSL 8129/1/2000, O.J. C 023 24/01/2001 p. 1

European Parliament and Council Directive on Company Law concerning Takeover Bids: Joint text approved by the Conciliation Committee on June 6 2001, CSL 3629/1/2001, ej publicerat i O.J.

European Parliament Decision Second Reading on the Common Position of the Council 8129/1/2001, PE T5-0559/2000, O.J. C 232 17-08-01 p. 78

European Parliament Co-Decision Third Reading, PE T5-0378/2001, OJ C65 14-03-02 p. 57 112(E)

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 10 januari, 2002.

Litteratur

Andersson, Sten; Johansson, Svante och Skog, Rolf: "Aktiebolagslagen – En kommentar. Del I 1-9 kap." (2000/2002), Norstedts Juridik, Stockholm [citeras Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I]

Andersson, Sten; Johansson, Svante och Skog, Rolf: "Aktiebolagslagen – En kommentar. Del II 1-9 kap." (2000/2002), Norstedts Juridik, Stockholm [citeras Andersson, Johansson och Skog: Kommentar I]

Andersson, Jan: "Om vinstutdelning från aktiebolag" (1995), Iustus Förlag, Uppsala [citeras Andersson: Vinstutdelning]

Bastman, Henrik och Sandberg, Fredrik: "Exploring the Mandatory Bid Rule in a Swedish context" (2001) Magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm [citeras Bastman och Sandberg (2001)]

Bebchuk, Lucien A.: "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control" I: Quarterly Journal of Economics (1994) s. 957-994 [citeras Bebhuk (1994)]

Bergström, Clas och Högfeldt, Peter: "An Analysis of the Mandatory Bid Rule" Working Paper 32 (1994), Handelshögskolan, Stockholm [citeras Bergström och Högfeldt (1994)]

Bergström, Clas, Högfeldt, Peter och Molin Johan: ”*The Optimality of the Mandatory Bid Rule*” I: *Journal of Law, Economics and Organization* (1997) s. 433-451 [citeras Bergström, Högfeldt och Molin (1997)]

Bergström, Clas och Samuelsson, Per: ”*Aktiebolagets grundproblem*” (2001), Norstedts Juridik, Stockholm [citeras Bergström och Samuelsson (2001)]

Bergström, Clas och Samuelsson, Per: ”Avtalsfriheten i aktiebolagsrätten – en introduktion” I: *Tidskrift för Retsvitenskap* (1994) s. 325-365 [citeras Bergström och Samuelsson (1994)]

Davies, Paul L.: ”*Gower’s Principles of Modern Company Law*” 6:e uppl. (1997), Sweet & Maxwell, London [citeras Gower’s]

Easterbrook, Frank H. och Fischel, Daniel R.: ”*The Economic Structure of Corporate Law*” (1991), Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts [citeras Easterbrook och Fischel (1991)]

Farrar, John H. och Hannigan, Brenda M.: ”*Farrar’s Company Law*” 4:e uppl. (2000), Butterworths, London [citeras Farrar’s]

Grossman, Sanford J; och Hart, Oliver D: ”*One Share – One Vote and the Market for Corporate Control*” I: *Journal of Financial Economics* 1988 s. 175-202 [citeras Grossman och Hart (1988)]

Högfeldt, Peter: ”*A Law and Finance Analysis of the Mandatory Bid Rule*” opublicerad februari 2002. [citeras Högfeldt (2002)]

Jensen, Michael C. och Meckling, William H.: ”*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*” I: *Journal of Financial Economics* (1976) [citeras Jensen och Meckling (1976)]

Johansson, Svante: ”*Bolagsstämma*” (1990), Juristförlaget, Stockholm [citeras Johansson: Bolagsstämma]

Lindskog, Stefan: ”*JF kommentaren ABL 6:e och 7:e kap. Aktiekapitalnedsättning och egna aktier*” (1995), Juristförlaget, Stockholm [citeras Lindskog: Kommentar]

Macey, Jonathan R.: ”*Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*” (1993), SNS Förlag, Stockholm [citeras Macey (1993)]

Nial, Håkan och Johansson, Svante: ”*Svensk associationsrätt i huvuddrag*” 7:e uppl. (1998), Norstedts Juridik, Stockholm [citeras Nial och Johansson (1998)]

Pehrsson, Lars: "Generalklausuler i aktiebolagslagen" I: Festskrift till Sveriges advokatsamfund (1987) s. 483-502 [citeras Pehrson: Generalklausuler]

Posner, Eric A.: "Agency Models in Law and Economics" John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 92 (2d series) 2000 [citeras Posner (2000)]

Rabinowitz, Laurence: "Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers" (1989/2002) 5:e uppl., Sweet & Maxwell, London [citeras Weinberg och Blank]

Rodhe, Knut: "Aktiebolagsrätt" 19:e uppl. (2000), Norstedts Juridik, Stockholm [citeras Rodhe (2000)]

Skog, Rolf: "Erbjudandeplikt?" I: Juridisk Tidskrift (1993/94) s. 77-130 [citeras Skog: Erbjudandeplikt]

Werlauff, Erik: "Børs- och kapitalmarkedsret" (2000), Greens&Jura, Viborg [citeras Werlauff (2000)]

Werlauff, Erik: "EU-Selskabsret – 18 stater fælles virksomhedsret" 2:a uppl. (1999), Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Köpenhamn [citeras Werlauff (1999)]

Yarrow, George K.: "Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process" I: Journal of Industrial Economics (1985) s. 2-16 [citeras Yarrow (1985)]

Åman, Ola: "Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten" (1997), Iustus Förlag, Uppsala [citeras Åman: Behörighet]

Uttalanden från AMN

1999:6	2000:14
1999:7	2000:18
1999:8	2001:3
1999:9	2001:6
1999:11	2001:9
1999:12	2001:29
1999:13	2001:30
1999:23	2001:31
2000:9	2002:12
2000:10	2002:15
2000:12	

