



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Fredrik N. G. Svensson

Likabehandling vid offentliga erbjudanden om aktieförvärv

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Torsten Sandström

Ämnesområde
Börsrätt/Aktiebolagsrätt

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	4
FÖRKORTNINGAR	5
1 INLEDNING	6
1.1 Syfte	6
1.2 Avgränsning	7
1.3 Metod och material	7
1.4 Disposition	8
2 FÖRVÄRV AV FÖRETAG	9
3 OFFENTLIGT ERBJUDANDE OM AKTIEFÖRVÄRV	11
3.1 NBK/OE	12
3.1.1 Köpare och säljare som omfattas	14
3.1.2 Finansiella instrument som omfattas av dess tillämpningsområde	15
3.1.3 Sanktioner	15
4 AKTIEMARKNADSNÄMNDEN	18
4.1 Aktiemarknadsnämndens tillkomst	18
4.2 Aktiemarknadsnämndens sammansättning och tillkomst	18
4.3 God sed på aktiemarknaden	20
5 LIKABEHANDLING ENLIGT ABL	22
5.1 Likhetsprincipen	23
5.1.1 Undantag från likhetsprincipen	24
5.2 Generalklausulerna	27
5.3 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna	29
5.4 Likabehandling enligt ABL i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv	30

6	LIKABEHANDLING ENLIGT NBK/OE	34
6.1	Börsrättsliga principer	34
6.2	Allmänt om den börsrättsliga likabehandlingsprincipen	35
6.3	Vilka finansiella instrument måste omfattas av erbjudandet	35
6.4	Vederlag – likabehandling	36
6.4.1	Identiska villkor	36
6.4.2	Icke identiska villkor	37
6.5	Anpassning av vederlag till tidigare förvärv – kontrollpostproblematik	42
6.6	Anpassning av vederlag till andra förvärv under erbjudandets giltighetstid	45
6.7	Anpassning av vederlag till andra förvärv efter erbjudandet	46
6.8	Andra finansiella instrument	47
7	FÖRHÅLLET MELLAN DEN AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA OCH DEN BÖRSRÄTTSLIGA LIKABEHANDLINGSPRINCIPEN	48
8	AVSLUTANDE KOMMENTAR	52
8.1	Likabehandling enligt ABL i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv	52
8.2	Den börsrättsliga likabehandlingen i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv	53
8.3	Förhållandet mellan den aktiebolagsrättsliga och den börsrättsliga likabehandlingsprincipen	54
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	56
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING SAMT AVGÖRANDE FRÅN AKTIEMARKNADSNÄMNDEN	59

Sammanfattning

Det finns i princip tre sätt att förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag. För det första kan köp ske över börsen. Detta sker genom anlitan­de av mäklare som effektuerar en order. För det andra kan aktier anskaffas genom privata förhandlingar mellan köpare och säljare. Det tredje sättet att anskaffa aktier är genom ett offentligt erbjudande. Sistnämnda förfarande innebär att köparen offentligt erbjuder vissa eller samtliga aktieägare i ett aktiemarknadsbolag att på generella villkor överlåta sina aktier till köparen.

Likabehandling av aktieägare är en av de mest centrala frågeställningarna i samband med offentliga erbjudanden. Problemet kan aktualiseras i både det erbjudande bolaget och i målbolaget. Minoriteten i det *erbjudande bolaget* kan lida skada genom att majoriteten i eget intresse beslutar om strukturförändringar genom ökning av aktiekapitalet utan företrädesrätt till aktieägare. Så kan bli fallet om ersättningen för de överlåtna aktierna i målbolaget skall utgöras av aktier i det erbjudande bolaget, ett sk. *share-to-share* erbjudande. Det remedium som står till minoritetens förfogande i en sådan situation är den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i 9 kap 37 § ABL.

Aktieägarna i *målbolaget* kan drabbas genom att budet prisdifferentieras på så sätt att innehavare av kontrollpost eller röststarka A-aktier erhåller ett högre pris för sina aktier jämfört med vad som erbjuds minoritetsägarna eller innehavare av B-aktier. Även innehavare av andra värdepapper, såsom optioner eller konvertibla värdepapper, kan komma att diskrimineras och utsättas för olikbehandling.

I syfte att undgå en olikbehandling av aktieägare i samband med offentliga erbjudanden infördes 1971, efter brittisk förebild, en reglering över offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Regleringen har karaktären av en rekommendation utfärdad av Näringslivets Börskommitté – ”Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999)” (i det följande NBK/OE). I syfte att ytterligare stärka aktiemarknadens självsanering och undvika lagstiftning på börsetikens område inrättades 1986 en nämnd för aktiemarknadsfrågor – Aktiemarknadsnämnden (AMN). AMN har till syfte att genom rådgivning, information och uttalanden främja god sed på den svenska aktiemarknaden. AMN har även befogenhet att medge undantag från NBK/OE.

Rekommendationen syftar till att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och ålägger det erbjudande bolaget i samband med ett offentligt erbjudande att behandla innehavare av aktier med identiska villkor lika. Vissa A-aktieägare får således, som utgångspunkt, inte erbjudas ett kontant vederlag för sina aktier medan andra A-aktieägare erbjuds aktier i det erbjudande bolaget i utbyte mot sina A-aktier i målbolaget. Innehavare av aktier med *icke* identiska

villkor (exempelvis olika rösträtt eller rätt till olika utdelningar) får erbjudas olika vederlag. Vid fastställande av vederlaget för de olika aktierna är utgångspunkten marknadsvärdet, om aktien är marknadsnoterad. Om ett procentuellt påslag på marknadsvärdet är aktuellt skall denna sk. budpremie, som huvudregel vara lika stor. Regeln är dock inte absolut. Förutom avrundningar av praktisk natur som alltid får göras, nämns i motiven att kommersiella och marknadsmässiga skäl kan motivera avvikelser från regeln. Som exempel på sådana skäl nämns i motiven att röststarka aktier i vissa fall kan kräva ett större påslag än övriga aktier.

För att aktieägare i målbolaget skall anses likvärdigt behandlade krävs också att villkoren i ett offentligt erbjudande måste anpassas till villkoren avseende andra aktieförvärv som köparen gör före, under eller efter budets offentliggörande, om dessa förvärv skett på förmånligare villkor. Enligt NBK/OE måste villkoren i ett offentligt erbjudande vara minst lika förmånliga som de som gällde vid förvärv som skett inom sex månader före budets offentliggörande. Undantag från bestämmelsen medges dock om det mellan det tidigare förvärvet och det offentliga erbjudandet inträffat en mycket väsentlig och inte endast tillfällig nedgång i fråga om målbolagets aktier. Enligt motiven synes en tjugo procentig ändring av en för målbolagets aktier noterad kurs i allmänhet betraktas som mycket väsentlig.

Den främsta skillnaden mellan den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i NBK/OE II, och den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är att de tar sikte på olika aktieägare. Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen, är en intern princip och berör det obligationsrättsliga förhållandet mellan aktiebolaget och dess aktieägare. Aktieägare i målbolaget, som visserligen är presumtiva aktieägare i det erbjudande bolaget i samband med ett *share-for-share* erbjudande, kan således inte räkna med att bli likabehandlade i samband med en budsituation på grundval av ABL. Dessa aktieägare skyddas istället av den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, som ålägger det erbjudande bolaget en skyldighet att inte otillbörligt gynna någon aktieägare eller aktieägargrupp i förhållande till andra aktieägare i samband med ett offentligt erbjudande. Sistnämnda princip är således en extern princip.

Med tanke på NBK/OE:s betydelse för aktiemarknaden torde den dock kunna betraktas som en rättsordning *sui generis*. Trots dess karaktär av rekommendation torde, såsom är fallet med den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen, sedvanlig juridisk metod användas. Detta innebär en argumentering som på ett korrekt och hållbart sätt är baserad på rättskällor och andra juridiska relevanta argument. Övervägande skäl talar emellertid för att NBK/OE:s likabehandlingsprincip är mer flexibel i dess tolkning än dess motsvarighet inom aktiebolagsrätten. Detta i huvudsak på grund av dess karaktär av rekommendation. Det torde således vara möjligt att utsträcka tillämpningsområdet för NBK/OE:s likabehandlingsprincip, även till situationer som inte täcks av dess ordalydelse. En sådan rätt har uttryckligen tillerkänts AMN:s engelska

motsvarighet, The Panel on Take-overs and Mergers. Man bör dock intaga viss försiktighet i samband med utvidgning av den börsrättsliga likabehandlingsprincipens tillämpningsområde.

Förord

I samband med författande av examensarbete är valet av ämne alltid svårt, eftersom man under juristutbildningen konfronteras med många intressanta ämnesområden. Efter fördjupande studier inom aktiebolagsrätt och börsrätt, vilket jag fann synnerligen intressant, valde jag att skriva mitt examensarbete inom sistnämnda ämne. Valet av ämne grundar sig samtidigt på mitt sedan länge innehavda intresse för aktiemarknaden. I samband med författandet av detta arbete har mitt intresse för börsrättsliga frågor ökat markant.

Detta arbete avser att ge en bild av den likabehandling som skall ske av aktieägare i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv. Författarens förhoppning är att arbetet i viss utsträckning kan användas som vägledning vid behandling av olika ägarkategorier i samband med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv. Eftersom ämnet är mycket vidsträckt har jag dessvärre varit tvungen att göra en del avgränsningar. Regler kring institutets budplikt – som enligt min mening är en form av likabehandling - kommer exempelvis inte att behandlas i någon nämnvärd omfattning.

I samband med författandet av detta examensarbete har många personer lämnat kloka och värdefulla synpunkter. Inledningsvis skulle jag vilja framföra ett varmt tack till min tålmodige handledare Torsten Sandström, Juridiska fakulteten i Lund. Jag skulle också vilja rikta ett varmt tack till Hans Peterson vid Mannheimer Swartling advokatbyrå, som hjälpt mig att ge arbetet en viss praktisk prägel. Värdefulla bidrag till arbetet har även lämnats av Magnus Kylhed vid Stockholms handelskammare och av Maria Sundén vid OM Stockholm fondbörs. Till dem som sålunda främjat arbetets tillkomst ber jag återigen att få betyga min stora tacksamhet.

Ansvar för eventuella felaktigheter och ofullständigheter faller naturligtvis uteslutande på författaren.

Arbetet avser lagstiftning å dess gällande lydelse år 2000.

London den 4 juni 2001

Fredrik N. G. Svensson

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen 1975:1385
AMN	Aktiemarknadsnämnden
BCLC	Butterworth's Company Law Cases
CA	Companies Act 1985
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
FAR	Föreningen för auktoriserade revisorer
HD	Högsta domstolen
HovR	Hovrätt
IL	Lag (1999:1229) om inkomstskatt
InsL	Insiderlag (1990:1342)
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVR	Lag (1991:980) om värdepappersrörelse
NBK	Näringslivets börskommitté
NBK/OE	Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999)
NJA	Nytt juridiskt arkiv
OM	OM Stockholm AB
SvJT	Svensk juristtidning
SOU	Statens offentliga utredningar
TfR	Tidskrift för Rettsvitenskap

1 Inledning

Ett aktiebolags verksamhet är, om inte bolagsordningen stadgar annat, att bereda vinst åt aktieägarna. I aktiebolag återspeglas detta syfte i aktieägarnas ekonomiska rättigheter, såsom rätt till vinstutdelning och till andel i de behållna tillgångarna vid aktiebolagets upplösning. Aktieägarna har också rätt att medverka i aktiebolagets förvaltning och att utöva kontroll över aktiebolagets angelägenheter. Beträffande aktieägarnas rättigheter i aktiebolag gäller som en allmän aktiebolagsrättslig princip att alla har lika rätt, i den mån ej annat stadgas i bolagsordningen eller lagen, samt att bolagsorganen inte får vidta åtgärd som kan ge en otillbörlig fördel för en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller en annan aktieägare.

En liknande princip om likabehandling gäller även inom börsrätten. Likabehandling av aktieägare är en av de mest centrala frågeställningarna i samband med företagsförvärv som sker genom offentligt erbjudande om aktieförvärv. Minoriteten i det *erbjudande bolaget* kan lida skada genom att majoriteten i eget intresse beslutar om ökning av aktiekapitalet utan företrädesrätt till aktieägare. Så kan bli fallet om aktieägarna i målbolaget kommer att få betalt i det erbjudande bolagets aktier. Aktieägarna i *målbolaget* kan drabbas genom att budet prisdifferentieras på så sätt att innehavare av kontrollpost eller röststarka A-aktier erhåller ett högre pris för sina aktier jämfört med vad som erbjuds minoritetsägarna eller innehavare av B-aktier. Även innehavare av andra värdepapper, såsom optioner eller konvertibla värdepapper, kan komma att diskrimineras och utsättas för olikbehandling.

Aktiebolagslagens likabehandlingsprincip är tillämplig på minoriteten i det erbjudande bolaget i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv. Likabehandling av aktieägare och innehavare av andra värdepapper i målbolaget faller däremot utanför aktiebolagslagens tillämpningsområde. Istället kan den likabehandlingsprincip som finns inom börsrätten lägga hinder i vägen för sådan särbehandling av aktieägare.

1.1 Syfte

Syftet med detta arbete är att kartlägga vilken form av likabehandling som finns inom svensk aktiebolagsrätt och mot vilken form av olikbehandling som den skyddar i samband med offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Syftet är också att djupgående behandla den likabehandling av aktieägare som skall ske enligt den börsrättsliga självregleringen, i samband med offentliga erbjudanden om aktieförvärv. På vilket sätt skyddas de olika aktieägarkategorierna och innehavare av andra värdepapper såsom exempelvis teckningsoptioner? Syftet är också att

visa att de båda rättsområdenas likabehandlingsprinciper täcker olika ägarkategorier, samt att klargöra förhållandet mellan de båda principerna.

1.2 Avgränsning

Ett arbete som bär titeln likabehandling vid offentliga erbjudanden om aktieförvärv riskerar att bli väldigt omfattande. Jag har därför varit tvungen att avgränsa mitt arbete. Förhoppningsvis har detta inte lett till någon kvalitativ försämring.

Institutet budplikt, som infördes i samband med den revision som skedde av Näringslivets börskommittés rekommendation om offentliga uppköpserbjudande 1999, kommer inte att beröras i någon nämnvärd omfattning. Detta trots att institutet bär aspekter av likabehandling och inryms under den definition av likabehandling som återfinns i förslaget till det trettonde EG-direktivet om offentliga erbjudande (OJ 1989 C24/8). Reglerna kring budplikt är alldeles för omfattande och förtjänar ett arbete för sig själv. Ej heller kommer förslaget till det trettonde bolagsdirektivet att beröras i någon större omfattning. Detta p g a den svenska regleringen, efter införandet av institutet budplikt, i huvudsak är i överensstämmelse med förslaget.

Under begreppet likabehandling kan även associationsrättsliga frågor som vem i det erbjudande bolaget som har rätt att fatta beslut om att ett erbjudande skall lämnas och villkoren för detsamma inrymmas. Dessa i och för sig mycket intressanta *corporate governance* - frågor kommer emellertid inte att beröras. Den svenska *corporate governance* debatten, som hämtat mycket innehåll från den amerikanska och engelska debatten, förtjänar även den ett arbete för sig.

Det bör också noteras att det i samband med offentliga erbjudanden kan aktualiseras en rad avtalsrättsliga frågor. Dessa kommer dock i det följande att lämnas därhän.

Ett offentligt erbjudande om aktieförvärv kan yttra sig och bemötas på flera olika sätt. I detta arbete behandlas endast de offentliga erbjudanden som inte motarbetas av målbolagets styrelse och/eller aktieägare. Principerna om likabehandling är emellertid de samma.

1.3 Metod och material

Börsrättsliga frågor är sparsamt behandlade inom doktrinen. Detta innebär att det finns en mager flora av litteratur på området. Som utgångspunkt har jag använt Afrell, Klahr & Samuelssons bok på området. Även Kristianssons bok om Aktiemarknadsnämnden har använts flitigt under arbetets fortlöpande. Vid behandling av börsrättsliga frågor finns även en tämligen rik flora av avgöranden från Aktiemarknadsnämnden att tillgå. Några propositioner finns inte att tillgå, då

mesta delen av den børsrättsliga regleringen rörande likabehandling bär karaktären av självreglering. Eftersom den svenska børsrättsliga regleringen, och då i synnerhet den reglering som rör likabehandling, hämtat mycket av sitt innehåll från England är det naturligt att hämta inspiration från den engelska regleringen på området. Vid behandling av den engelska regleringen har Weinberger & Blank on Take-overs and Mergers varit av avgörande betydelse.

Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är, till skillnad från sin børsrättsliga motsvarighet, rikt behandlad i förarbeten och doktrin. I detta avsnitt har det därför varit möjligt att hänvisa till förarbeten och en omfattande doktrin.

1.4 Disposition

Arbetet inleds med ett avsnitt rörande vilka tillvägagångssätt som står till buds vid förvärv av aktier i aktiemarknadsbolag. Därefter följer en genomgång av vad ett offentligt erbjudande om aktieförvärv innebär, samt vilken reglering som finns på området. Den i detta sammanhang betydelsefulla Aktiemarknadsnämnden beskrivs i det efterföljande avsnittet. I kapitel fem beskrivs den likabehandling som skall ske enligt ABL, samt dess funktion vid ett offentligt erbjudande. I nästkommande kapitel beskriv utförligt den likabehandling som skall ske enligt den børsrättsliga självregleringen på området. I avsnittet läggs särskild tyngd vid de regler som stadgar att ett bud inte får prisdifferentieras (d v s att innehavare av olika aktieslag erbjuds olika budpremier) i vilken omfattning som helst. I kapitel sju jämförs de olika likabehandlingsprinciperna. Arbetet avslutas med några avslutande synpunkter.

2 Förvärv av företag

Det finns i princip tre olika sätt att förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag.¹ För det första kan köp ske över börsen. Detta sker genom anlitan­de av mäklare som effektuerar en order. Genom detta för­farings­­sätt behöver det inte komma till allmän kännedom vem som ligger bakom köpen. Sker väldigt stora köp aktualiseras dock de sk. *flaggningsreglerna*. Enligt dessa regler skall en person som förvärvar aktier i ett svensk bolag vars aktier är inregistrerade på en börs belägen inom EES eller noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats här i landet skriftligen anmäla förvärvet eller överlåtelsen till bolaget och till svensk börs eller auktoriserad marknadsplats där aktien är noterad, om förvärvet medför att förvärvarens andel av röstetalet för samtliga aktier i bolaget uppnår eller överstiger någon av gränserna 10, 20, 33 1/3, 50, 66 2/3 procent.² I de fall aktien inte är noterad här i landet skall anmälan i stället ske till Finansinspektionen, 4 kap 1 § LHF.

Det andra sättet att förvärva aktier är genom privata förhandlingar mellan köpare och säljare. I relationen mellan köparen och säljaren är köplagen tillämplig. Detta innebär att när det gäller köprättsliga fel i aktien torde köparen kunna grunda befogade förväntningar om aktiens värde på att bolagets räkenskaper är upprättade i enlighet med god redovisningssed samt att bolagets verksamhet i allt väsentligt drivs i enlighet med myndigheters krav. Mindre poster av marknadsnoterade aktier torde dock anses sålda i befintligt skick, varför säljaren inte torde ansvara för att köparens värderingsunderlag är riktigt.³

Det tredje sättet att anskaffa aktier är genom ett offentligt erbjudande. Sistnämnda förfarande innebär att köparen erbjuder vissa eller samtliga aktieägare i ett aktiemarknadsbolag att på generella villkor överlåta sina aktier till köparen. Möjligheten att endast erbjuda vissa aktieägare att överlåta sina aktier (partiellt erbjudande) har sedan 1999 begränsats genom införande av *budplikt*.⁴ Ersättning

¹ Afrell, Lars, Klahr, Håkan & Samuelsson, Per (1998), *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, s. 231 f. Vilka ekonomiska motiv etc som ligger bakom ett företagsförvärv kommer i det följande inte att behandlas. Läsaren hänvisas i detta avseende till den ekonomiska doktrinen, se exempelvis Bergström, Clas och Samuelsson, Per (1997), *Aktiebolagets grundproblem – en rättsekon­omisk analys*, s. 74 ff., 114 ff. Se även Weinberger, M.A., Blank, M.V. & Greystoke, A.L. (1979), *Weinberger & Blank on Take-overs and Mergers*, s. 24, 98 ff.

² Se LHF 4 kap samt NBK, *Offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m.* (1994) - "Flaggningsrekommendationen". Det bör noteras att enligt Flaggningsrekommendationen skall ett offentliggörande av transaktionen ske redan om innehavet uppnår fem procent av rösterna *eller kapitalet*. Vidare bör det noteras att offentliggörande av innehav kan krävas även enligt annan lagstiftning, se bl a 8 § InsL och 3 kap, 8 kap 37 § ABL.

³ Hultmark, Christina (1992), *Kontraktsbrott vid köp av aktie: särskilt om fel*, s. 85.

⁴ Regler kring budplikt återfinns i NBK, *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv* (1999) "NBK/OE" III. I korthet innebär reglerna att den som innehar mindre än 40 procent av det totala antalet röster i ett bolag som är noterat på börs eller auktoriserad

för de överlåtna aktierna utgörs av aktier i det erbjudande bolaget (*share-for-share*) eller aktier i förening med mindre kontantbelopp eller uteslutande i form av kontanter (*shares for cash*).⁵

marknadsplats, och som genom förvärv av aktier, ensam eller tillsammans med närstående, uppnår en ägarandel som uppgår till eller överstiger 40 procent skall lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva samtliga övriga aktier utgivna av det bolag som är föremål för förvärvet.

⁵ Weinberger, Blank & Greystoke, s. 4 f.

3 Offentligt erbjudande om aktieförvärv

Offentliga erbjudanden om aktieförvärv kan i huvudsak förekomma i fyra olika former.⁶

(a) *Förhandlande bud*. Bolagsledning samt innehavare av större aktieposter i målbolaget accepterar erbjudandet samt rekommenderar övriga aktieägare att acceptera erbjudandet.

(b) *Bud som inte motarbetas av målbolagets ledning eller aktieägare*. Bolagsledningen förhåller sig passiv och varken accepterar eller motarbetar budet.

(c) *Bud som motarbetas av vissa aktieägare och/eller målbolagets ledning (fientligt bud)*. Bolagsledningen i målbolaget beslutar sig för att motarbeta budet och anmodar i samband med detta samtliga aktieägare att inte acceptera erbjudandet. För svenskt vidkommande får styrelsen i ett aktiemarknadsbolag inte utan stöd av bolagsstämman beslut vidta någon åtgärd som är ägnad att äventyra erbjudandets angivande eller vidhållande om erbjudandet betraktas som seriöst. Kravet på bolagsstämman beslut kan dock efterges, om hänsynen till bolagets och dess ägare uppenbarligen kräver, att (försvars-) åtgärden vidtas med största skyndsamhet.⁷

För svenskt vidkommande är fientliga uppköp sällan förekommande. Fram till 1970 räckte små röstandelar för att vidmakthålla kontroll i svenska bolag varför fientliga förekom sällan. Under 1980-talet blev fientliga bud vanligare vilket fick till följd att det krävdes större röstandelar för att vidmakthålla praktisk kontroll. Ägarkoncentrationen i svenska bolag ökade därför starkt under 1980-talet. Ägarna strävade efter att vidmakthålla kontrollen med hjälp av röststarka aktier och liten kapitalinsats.⁸ Ägarkoncentrationen kännetecknar än idag den svenska aktiemarknaden med påföljd att fientliga uppköp är sällan förekommande.⁹

(d) *Konkurrerande bud*. Ett konkurrerande bud kan komma från ett eller flera bolag.

⁶ Weinberger, Blank & Greystoke, s. 3 f., 7 ff.

⁷ NBK/OE II p. 13.

⁸ Den svenska aktiebolagsrätten medger röstskillnader, 3 kap 1 § ABL. Ingen aktie får dock ha ett röstvärde som överstiger 10 gånger röstvärdet för en annan aktie. Före aktiebolagslagens tillkomst förekom i en del bolags bolagsordningar större röstskillnader. Dessa skillnader i röstvärdet, som i vissa fall uppgår till 1000 gånger röstvärdet, är alltså giltiga, 8 § lag (1975:1386) om införande av aktiebolagslagen (1975:1385). För en förteckning över förekommande röstskillnader i svenska aktiemarknadsbolag hänvisas till SOU 1981:78 s. 125 ff.

⁹ SOU 1981:78 s. 84 ff. Se även Afrell, Klahr & Samuelsson, s. 248 f.

Det bör betonas att ett offentligt erbjudande kan uppvisa flera av ovan nämnda karakteristika. Bolagsledningen kan exempelvis förhålla sig passiv i det inledande skedet för att sedan vidta en rad försvarsåtgärder.¹⁰

Vilket förvärvsätt som är det mest förekommande beror till stor del på ägarstrukturen i bolaget. Beträffande bolag med hög ägarkoncentration torde förhandlande bud vara mest förekommande. Med hög ägarkoncentration menas bolag med åtminstone en ägare som har minst 10 procent eller mer av rösterna eller kapitalet. De flesta svenska bolag har en sådan ägarkoncentration.¹¹ Ett förvärvserbjudande är ofta villkorat att aktieägare motsvarande minst 90 procent av målföretagets röster och kapital accepterar budet. Återstående aktier kan sedan tvångsinlösas enligt 14 kap ABL.¹² Detta innebär att ägare som innehar mer än tio procent av rösterna eller aktiekapitalet i praktiken kan blockera ett bud. Beträffande själva upplägget vid ett förhandlande bud sker normalt ingen försäljning av storägarnas aktier under förhandlingsfasen. Istället åtar de sig en förpliktelse att acceptera det kommande offentliga erbjudandet. Syftet med denna mekanism är att undvika den *budplikt* som kan aktualiseras samt att den sk. *särregeln*¹³ i 14 kap 31 § 3 st skall kunna tillämpas.¹⁴

3.1 NBK/OE

Bortsett från vissa grundläggande regler om bolagsorganens kompetens, likabehandlingsregler m.m. saknas civil- och associationsrättslig lagstiftning som är direkt avsedd att påverka förloppet av ett offentligt erbjudande.¹⁵ Detta kan i viss mån te sig märkligt då svensk värdepappersmarknad under senare år varit föremål för stort intresse från båda allmänhetens och lagstiftarens sida.¹⁶ En stor del av den debatt som förts har handlat om etik och moral på marknaden samt huruvida ingrepp från statsmakternas sida varit nödvändiga. Vad gäller aktiemarknaden har såväl Stockholm fondbörs som aktiemarknadsbolagen varit

¹⁰ Afrell, Klahr & Samuelsson, s. 232.

¹¹ SOU 1979:9 s 136 f. Se även Bergström, Clas och Rydqvist, Kristian (1992), *Marknaden för företagskontroll – en analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag*, s. 59 f.

¹² Det finns ett antal motiv till tvångsinlösen. Ett motiv är att nå den inom skatterätten definierade gränsen för koncernförhållande, vilken innebär att koncernbidrag betraktas som en avdragsgill kostnad (se IL 35 kap 2 §). Ett annat motiv för helägande är att en omstrukturering av företaget underlättas, eftersom man inte behöver ta hänsyn till minoriteten.

¹³ Särregeln innebär att om moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolaget genom ett offentligt erbjudande, skall lösenbeloppet motsvara vederlaget, om ej särskilda skäl föranleder annat.

¹⁴ Hans Petersson, Mannheimer Swartling advokatbyrå.

¹⁵ Afrell, Klahr & Samuelsson, s. 233 f.

¹⁶ Se bl a lag (1991:980) om handel med finansiella instrument, lag (1991:981) om värdepappersrörelse och lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

emot lagstiftning. Självreglering har istället framförts som det bästa medlet för att skapa god etik och moral på aktiemarknaden.¹⁷

Under 1960-talet införde Storbritannien som första land i världen en utförlig reglering av offentliga uppköpserbjudanden – *The City Code on Take-overs and Mergers*, ”the Code”. Sverige var ett av de första länder som följde det brittiska exemplet. Redan år 1971 utfärdade Näringslivets Börskommitté, ”NBK”, den rekommendation som fortfarande utgör stommen för det regelverk som reglerar offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Rekommendationen reviderades 1998 och genomgick ytterligare en revidering år 1999.¹⁸ Den nuvarande rekommendationen bär namnet Näringslivets Börskommitté *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv* (1999) - i det följande NBK/OE.

NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv är, som framgår av namnet, inte i sig bindande. Flera av NBK:s rekommendationer, däribland NBK/OE, har emellertid tagits in i Stockholm fondbörs noteringsavtal.¹⁹ Noteringsavtalet är ett civilrättsligt avtal med Stockholm fondbörs och ett börsbolag som parter. För samtliga listor uppställer Stockholm fondbörs ett krav på undertecknade av ovan nämnt noteringsavtal. Genom att en hänvisning sker från noteringsavtalet till NBK/OE har bolagen ådragit sig en juridisk förpliktelse att följa rekommendationen.²⁰ Börsbolagens skyldighet att efterleva NBK/OE på grundval av noteringsavtalet bekräftades av HD i det sk. Företagsfinansmålet (NJA 1985 s 343).

NBK:s huvudmän är Industriförbundet och Stockholms Handelskammare. NBK och Aktiemarknadsnämnden, ”AMN”, är tillsammans vid sidan av Stockholm fondbörs näringslivets mest aktiva organ för börsetiska frågor. Även AMN har utfärdat generella riktlinjer i vissa frågor.²¹ Dessa kommer dock inte att berörs i det följande.

¹⁷ Kristiansson, Björn (1995), *God sed på aktiemarknaden*, s. 19 f.

¹⁸ Skog, Rolf (1999), ”Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden” i *Nordisk tidskrift för selskabsret* nr 2, s.65 ff.

¹⁹ Tidigare fanns det ett *inregistreringskontrakt* för bolag som skulle registreras på A-listan och ett noteringsavtal för de bolag som skulle noteras på OTC- eller O-lista. Sedan den 1 juli 1998 gäller dock ett och samma noteringsavtal oavsett på vilken lista. Från och med 3 juli 2000 finns det två listor på OM Stockholmbörsen, A- och O-listan. Inom varje lista finns ett segment för de aktier som marknaden visat störst intresse för. Mest omsatta på A-listan och Attract 40 på O-listan. Källa: www.om.se/transaction/borsregler/.

²⁰ Norberg, Claes (1999), ”Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal” i *Handelsrättslig skriftserie* nr 13, s. 195 ff.

²¹ Kristiansson (1995), s. 31.

3.1.1 Köpare och säljare som omfattas

NBK/OE skall tillämpas när en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk, person offentligt erbjuder aktieägare i ett svensk bolag med aktier noterade vid en börs eller en auktoriserad marknadsplats att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till budgivaren, NBK/OE I p 1. I rekommendationen finns även bestämmelser om skyldighet i vissa fall att lämna ett offentligt erbjudande (budplikt).

Rekommendationens tillämpningsområde är i fråga om budgivaren identiskt med vad som var fallet enligt den äldre rekommendationen (1998). Beträffande målbolaget har definitionen blivit något snävare. Rekommendationen skall inte längre tillämpas på bolag med ”spritt ägande” (varmed brukat förstås 200 aktieägare) utan endast på erbjudanden i bolag vars aktier är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats. I praktiken blir rekommendationen därmed tillämplig på erbjudanden i bolag noterade på OM Stockholmbörsen, som är den enda aktiebörsen i Sverige, samt IM Marknadsplats AB och Aktietorget, som är auktoriserade marknadsplatser. Huruvida NBK/OE äger tillämpning på bolag vars aktier är noterade på utländsk börs var länge oklart.²² Eftersom varken definitionen eller motiven till NBK/OE I p 1 ger någon vägledning valde Aktiemarknadsnämnden att ta upp frågan i AMN 2000:3. Slutsatsen i uttalandet är att ett svensk bolag noterat endast på utländsk börs inte omfattas av rekommendationen.

I AMN 1994:2 hade ett bolag (Bolag X) för avsikt att förenkla handeln med bolagets mycket spridda aktier. Samtliga ägare med ett innehav om högst 24 aktier erbjöds att sälja dessa alternativt köpa högst 199 aktier för att därmed komma upp till en börspost om 200 aktier. Affären skulle förmedlas av ett annat bolag (Bolag Y), som skulle erhålla kostnadstäckning av det erbjudande bolaget. Fråga uppkom huruvida Bolag Y skulle träffas av NBK/OE. Nämnden uttalade att bolag Y:s erbjudande skulle ses som ett led i fondkommissionsverksamhet och inte som ett offentligt erbjudande om aktieförvärv.

Huruvida en utfästelse att köpa aktier till visst pris över börs har karaktären av ett offentligt erbjudande och att köparen därmed skulle falla inom ramen för NBK/OE:s tillämpningsområde prövades i AMN 1998:7. Bakgrunden till nämndens prövning var att det finska bolaget Imatran Voima Oy (IVO), tillsammans med sitt svenska dotterbolag IVO Energi AB, genom privata uppgörelser hade förvärvat stora aktieposter i det svenska bolaget Gullspång Kraft AB, vars aktier var noterade på Stockholm fondbörs. Den 12 december 1997 meddelade IVO i ett pressmeddelande att fortsatt förvärv av B-aktier till ett visst pris skulle ske över börsen. IVO koncernens innehav motsvarade vid den tidpunkten 90,14 procent av aktiekapitalet och 92,96 procent av röstetalet i

²² Se Skog, s 78 fotnot 3.

bolaget. Frågan som uppkom var huruvida denna offentliggjorda utfästelse att förvärva aktier över börsen till ett visst angivet pris hade karaktären av ett offentligt erbjudande i NBK/OE:s mening. AMN uttalade att rekommendationens tillämpning inte är beroende av vilken teknik som köparen använder sig av för att genomföra förvärvet. Nämnden betonade dock att rekommendationen i första hand får anses ta sikte på förfarande där köparen offentligt presenterar ett anbud som målbolagets aktieägare accepterar genom meddelande till köparen eller till ett av denne anlitat värdepappersinstitut. I detta fall, där köparen via massmedia offentliggjort att bolaget till fast pris och utan angivande av några begränsningar i fråga om tid eller kvantitet var berett att förvärva aktier i målbolaget över börsen, ansågs förfarandet uppvisa så stora liknelser med ett offentligt erbjudande att tillvägagångssättet fick anses falla inom ramen för rekommendationens tillämpningsområde.

3.1.2 Finansiella instrument som omfattas av dess tillämpningsområde

I NBK/OE med anvisning anges att rekommendationen är tillämplig om erbjudandet avser aktier, konvertibler, teckningsoptioner, vinstandelsbevis, emissionsrätter och motsvarande finansiella instrument som utgivits av målbolaget.

Så som ovan nämnts är rekommendationen endast tillämplig då ett offentligt erbjudande avser finansiella instrument utgivna av ett svenskt bolag. Utländska aktier (depåbevis) som är inregistrerade på Stockholm fondbörs faller utanför rekommendationens tillämpningsområde.²³

Rekommendationen skall också tillämpas för den händelse någon skulle välja att rikta ett erbjudande enbart till innehavare av köpoptioner. Vad som sägs om aktier avser därvid sådana optioner.²⁴

Det bör även påpekas att det för rekommendationens tillämplighet inte spelar någon roll hur stor andel av målbolagets aktier som köparen redan innehar, under förutsättning att ägandet i målbolaget är spritt vid tidpunkten för erbjudandet.²⁵

3.1.3 Sanktioner

Som ovan nämnts uppställer Stockholm fondbörs ett krav på undertecknade av ett noteringsavtal. Genom att en hänvisning sker från noteringsavtalet till NBK/OE har bolagen ådragit sig en juridisk förpliktelse att följa rekommendationen. Börsbolagens skyldighet att efterleva NBK/OE på grundval av noteringsavtalet bekräftades av HD i det sk. Företagsfinansmålet (NJA 1985 s 343). I rättsfallet,

²³ Motiven till NBK/OE I p 1.

²⁴ *ibid.*

²⁵ AMN 1998:7

som senare kommer att behandlas mer utförligt, tillerkändes börsstyrelsen rätt att utmäta vite med anledning av överträdelse av noteringsavtalet (i rättsfallet benämnt inregistreringskontraktet).

I noteringsavtalet preciseras bl a de krav på informationsgivning som skall ske till börsen och till aktiemarknaden, enligt vad som föreskrivs i LBC och Finansinspektionens föreskrifter. Innehållet i noteringsavtalet är starkt påverkat av Fondbörsutredningen. Av betänkandet framgår att man ansåg att vissa krav på information från börsbolagens sida skulle omfattas av avtalen, men även att vissa regler om uppträdande på kapitalmarknaden i övrigt skulle inkorporeras.²⁶ Detta ledde till att bl a NBK/OE inkorporerades.

Eftersom NBK/OE har karaktären av en rekommendation innehåller den inga sanktionsmöjligheter. Det gör istället noteringsavtalet. Bolag som bryter mot rekommendationen kan därmed drabbas av påföljd enligt noteringsavtalet. Det bör noteras att även LBC (se 5 kap 4 §) innehåller sanktionsmöjligheter. Dessa är dock begränsade till de fall där överträdelse av lag eller annan författning sker, och kommer i det följande inte att beröras.²⁷ Enligt noteringsavtalet (punkt 4 och 5) får börsen, om bolaget åsidosätter lag, annan författning, noteringsavtalet (inkluderande NBK/OE) eller i övrigt börsens regler, besluta om avnotering om överträdelsen är allvarlig. Avnotering får inte ske om det är olämpligt från allmän synpunkt. Någon närmare förklaring med vad som avses med begreppet ”allmän synpunkt” ges inte i noteringsavtalet, ej heller i den handledning till noteringsavtalet som ges ut av Stockholm fondbörs.²⁸ Begreppet känns dock igen från 5 kap 4 § LBC. I förarbetena till nyss nämnda lag anges att det måste till mycket starka skäl för att man skall underlåta avnotering. Enligt förarbetena till regeln skall frågan om det är olämpligt att avnotera från allmän synpunkt avgöras genom en helhetsbedömning. Lämpligheten i att företa en avnoteringen måste, enligt motiven, ses i belysning av att åtgärden är framåtverkande. Avnotering kan medföra minskad insyn i bolaget och svårigheter att få till stånd en organiserad handel i bolagets aktier.²⁹ Ett likartat synsätt torde prägla noteringsavtalets p 5.

Av noteringsavtalet framgår att börsen kan besluta om lindrigare sanktioner än avnotering. Om bolaget i andra fall (dvs. sådana som inte anses som allvarliga) överträder lag, annan författning, noteringsavtalet eller i övrigt börsens regler, får börsen besluta om att ålägga bolaget vite motsvarande 10 gånger den årsavgift bolaget erlägger till börsen. Det är således inte bara noteringsavtalets regler som

²⁶ SOU 1973:60 s. 88 och 90 ff.

²⁷ LBC innehåller endast en möjlighet till avregistrering. I förarbetena till LBC har uttalats att det får ankomma på respektive börs att i noteringsavtalet reglera frågor om sanktioner av lindrigare natur än avregistrering (se prop. 1991/92:113 s. 190).

²⁸ Se ”Börsregler – Handledning till noteringsavtal och listningskrav (2000)” Stockholm fondbörs, 2000.

²⁹ Prop. 1991/92:113 s. 190 f. Noteraras bör att det i propositionen talas om avregistrering. Som bekant finns numera endast noteringsavtalet, varför alla bolag på Stockholm fondbörs är *noterade*.

sanktioneras genom kontraktsvite. Även avsteg från lagregler eller föreskrifter från börsföretagens sida kan föranleda vite enligt noteringsavtalet. Denna möjlighet saknades enligt tidigare gällande inregistreringskontrakt.³⁰ En trolig anledning till denna avtalsbaserade möjlighet är att man ville få tillgång till en mildare sanktion i de fall då avsteg från tvingande regler inte föranleder avnotering.³¹

Är åsidosättandet av lag, annan författning eller noteringsavtalet mindre allvarligt eller ursäktligt, kan börser i stället för att ålägga vite meddela bolaget varning.

Noteringsavtalets sanktionsmöjligheter kan av förklarliga skäl endast tillämpas på de bolag som står i avtalsförhållande med Stockholm fondbörs. Vad däremot gäller exempelvis ett utländskt bolag stiftelse eller en svensk fysisk person, som inte följer rekommendationen står inga formella sanktionsmöjligheter till buds.

Avslutningsvis kan nämnas att Aktiemarknadsnämnden i varje enskilt fall kan uttala att den som brutit mot någon av NBK:s rekommendationer brutit mot vad kan anses vara *god sed* på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämndens viktiga funktion förtjänar ett avsnitt för sig själv.

³⁰ Moberg, Krister och Samuelsson, Per (1989), *Börsrätt*, s. 60.

³¹ Norberg, s. 201 f.

4 Aktiemarknadsnämnden

4.1 Aktiemarknadsnämndens tillkomst

Under 1980-talet ökade aktiehandeln lavinartat och mellan åren 1980 och 1986 steg generalindex med över 600 procent (!).³² I den allmänna debatten ifrågasattes emellertid det etiskt godtagbara i en rad olika affärstransaktioner. Den mest uppmärksammade var den sk. *Leo-affären*. Bakgrunden till affären var i korthet följande. I november 1983 beslutade bolagsstämman i AB Leo att genomföra en riktad nyemission. Bolaget var då helägt av börsföretaget Wilh. Sonesson AB. Emissionen riktade sig till bl.a. vissa privatpersoner med anknytning till Sonesson-koncernen och AB Leo. Den kurs till vilken emissionen genomfördes var mycket förmånlig och tilldelningen av aktier var till en del personer mycket stor. Enligt vissa kritiker hade åtgärderna i samband med nyemissionen karaktär av aktiebolagsrättsligt oetiska transaktioner. De skulle ha varit ägnade att medföra skada för aktieägarna i Wilh. Sonesson AB och för bolaget som sådant.³³

I syfte att stärka aktiemarknadens självsanering och undvika lagstiftning på börsetikens område meddelade Sveriges industriförbund och Stockholms Handelskammare, i ett gemensamt informationsmeddelande den 12 mars 1986, att de beslutat inrätta en nämnd för aktiemarknadsfrågor. Förebilden var den brittiska *The Panel on Take-Overs and Mergers* ("the Panel") som verkade vid London börser.³⁴ Aktiemarknadsnämnden drivs idag av en ideell förening – Föreningen för aktiemarknadsfrågor – som består av sju medlemmar.³⁵

4.2 Aktiemarknadsnämndens sammansättning och tillkomst

Aktiemarknadsnämnden skall genom uttalanden, rådgivning och information verka för *god sed* på svenska aktiemarknaden. På begäran av domstol eller annan myndighet, börs eller auktoriserad marknadsplats kan nämnden avge yttrande huruvida ett visst förfarande strider mot *god sed* på aktiemarknaden. Nämnden

³² Prop. 1986/87:76 s. 18.

³³ Prop 1986/87:76 s. 20 f. Leo-affären ledde fram till lagstiftning och ett likartat förfarande kräver idag godkännande även från bolagsstämman i moderbolaget i koncernen (Wilh. Sonesson AB i detta fall). Se 4, 5 §§ lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m (Leo-lagen).

³⁴ Kristiansson, Björn (1996), *Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år*, s. 21 f.

³⁵ Se www.aktiemarknadsnamnden.se/OM.htm. De sju medlemmarna är förutom Sveriges Industriförbund och Stockholms handelskammare, OM Stockholmbörsen, Svenska Fondhandlarföreningen, Svenska Bankföreningen, Föreningen för auktoriserade revisorer samt Sveriges Försäkringsförbund.

kan också göra uttalanden på eget initiativ eller efter framställning från exempelvis advokatbyrå.³⁶ Enligt NBK/OE II p1 ges också Aktiemarknadsnämnden rätt att medge undantag från rekommendationens bestämmelser. Rekommendationen reglerar inte i detalj alla praktiska situationer som kan tänkas uppstå. Bestämmelsen tillämpas framför allt i samband med frågor som rör undantag från den budplikt som stadgas enligt NBK/OE. Sådana undantag kan förenas med villkor. Aktiemarknadsnämnden ges också enligt gällande rekommendation rätt att lämna besked om hur rekommendationen skall tolkas. Fråga om tolkning av rekommendationen kan, som nedan kommer att visas, aktualiseras vid tillämpning av flera av bestämmelserna. I motiven nämns särskilt frågor som rör likabehandling av aktieägare i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv.³⁷

AMN består av en ordförande, högst fyra vice ordförande samt högst 20 övriga ledamöter.³⁸ Till nämnden är också knuten en expertpanel med praktisk erfarenhet av aktiemarknadsfrågor.³⁹ Vid behandling av ett ärende består nämnden normalt av fyra till sex ledamöter, däribland ordföranden eller vice ordföranden. Vid varje sammanträde för högst två ledamöter från expertpanelen närvara. Ärenden är stor vikt kan, på initiativ från ordföranden, behandlas i plenum, då minst hälften av ledamöterna måste delta.⁴⁰ Enligt nämndens arbetsordning får ordföranden på nämndens vägnar meddela beslut i vissa frågor som rör tillämpningen av NBK/OE och som uppenbart är av mindre vikt.⁴¹

Gränserna för AMN:s prövning avgörs av nämndens stadgar samt nämnden själv. I princip skall alla förfarande av intresse för aktie i aktiemarknadsbolag kunna komma under nämndens prövning. I AMN:s stadgar § 14 sägs att nämnden skall ta hänsyn till om en fråga väntas bli behandlad i annan ordning. AMN försöker därmed undvika besvara frågor av strikt avtalsrättslig eller aktiebolagsrättslig natur. Sådana frågor ankommer det i stället på allmän domstol att avgöra. AMN har dock i vissa fall varit tvungen att göra avtalsrättsliga bedömningar. Se exempelvis AMN 1988:1 som gällde aktieägares möjlighet att återkalla accept och 1994:3 där AMN:s yttrande rörde för sent inkommen teckningsanmälan. Trots att en aktiebolagsrättslig bedömning inte ankommer på AMN görs i det stora flertalet av uttalanden en preliminär aktiebolagsrättslig bedömning.⁴² I vissa uttalanden har dock AMN kategoriskt avstått från att ens göra ens en preliminär aktiebolagsrättslig bedömning.⁴³

³⁶ Se www.aktiemarknadsnamnden.se/OM.htm

³⁷ Motiven till NBK/OE II p 2.

³⁸ Stadgar för Föreningen för aktiemarknadsfrågor, "AMN stadgar" § 15.

³⁹ AMN:s stadgar § 16.

⁴⁰ AMN:s stadgar § 20.

⁴¹ AMN:s arbetsordning § 7.

⁴² Se exempelvis AMN 1987:3.

⁴³ Se AMN 1988:12 samt 1989:6.

Att nämnden inte är tänkt att fungera som skiljenämnd i värderingstvister fastslogs i AMN 1986:2, där frågan gällde värdering av konvertibelt skuldebrev.⁴⁴ Uttalandet följdes upp av bl a AMN 1988:12 och 1990:2.

I de konkreta fall där nämnden har uttalat sig har parterna i samtliga fall efterlevt uttalandet.⁴⁵ Detta trots att AMN är ett rent privaträttsligt subjekt och inte har några möjligheter att tillgripa formella sanktioner mot de aktörer som den är satt att uttala sig om.⁴⁶ AMN torde dock, i likhet med "the Panel", kunna tillgripa åtgärder som kan leda till vad som brukligt benämns *cold shouldering*. Detta innebär, för Storbritanniens del, att "the Panel" rekommenderar de organisationer som är representerade i "the Panel" (exempelvis London Stock Exchange och Bank of England) att agera mot det ifrågavarande bolaget. Ett uttalande från "the Panel" kan också få den effekten att rådgivare på kapitalmarknaden (exempelvis banker och advokatbyråer) väljer att inte befatta sig med bolaget. Cold shouldering har i Storbritannien visat sig vara en mycket effektiv sanktionsmöjlighet.⁴⁷ AMN har emellertid visat sig vara restriktiv i detta avseende. I AMN 1992:2 framhöll nämnden att det inte ankommer på nämnden att anmoda eller – ännu mindre - förplikta aktörer på aktiemarknaden att vidtaga vissa åtgärder med anledning av att god sed har åsidosatts. Anledningen till denna inställning kan man endast spekulera i.

4.3 God sed på aktiemarknaden

Handel med finansiella instrument skall bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt kan anses *sund*, LHF 1 kap 2 §.⁴⁸ För att en värdepappersmarknad skall anses sund krävs att god sed på aktiemarknaden upprätthålls. Att som bolag iakttä god sed innebär först och främst att agera i enlighet med gällande lagstiftning, förordningar och föreskrifter. Även övrig reglering eller normering som utgår från börserna eller de olika självreglerande organen⁴⁹ skall följas. Stor hänsyn tas också till hur bolaget och andra bolag tidigare har agerat. Som sista handlingsnorm uppställs ett krav på att bolagen skall

⁴⁴ Vid tidpunkten för nämndens prövning reglerades inte de konvertibla skuldebrevens ställning i NBK/OE. Se numera NBK/OE II p 5.

⁴⁵ Magnus Kylhed, Stockholms handelskammare. Se även Munck, Johan (1996), "Aktiemarknadsnämndens tio år" i SvJT s. 899.

⁴⁶ Kristiansson (1996), s. 23.

⁴⁷ Se Farrar, John (1998), *Farrar's Company Law*, s. 591 f. samt Palmer, Francis Beaufort (1999), *Palmer's company law*. Principal editor: Geoffrey Morse, s. 12086. Se även Skog, s. 79.

⁴⁸ Sundhetskraven genomsyrar all börsrättslig lagstiftning, se exempelvis LVR 1 kap 7 § och LBC 2 kap 1 §.

⁴⁹ Exempelvis NBK, Föreningen för auktoriserade revisorer "FAR" eller Svenska Fondhandlarföreningen.

upprätthålla ett börsetiskt handlingsätt. Vad som ryms inom denna beteckning är flytande. De börsrättsliga principerna (se avsnitt 6.1) spelar här en viktig roll.⁵⁰

⁵⁰ Kristiansson (1996), s. 19 f

5 Likabehandling enligt ABL

I detta och näst följande kapitel kommer den aktiebolagsrättsliga och den börsrättsliga likabehandlingsprincipen att grundligt behandlas. Eftersom de börsrättsliga principerna har sitt ursprung från den aktiebolagsrättsliga är det naturligt att inledningsvis redogöra för den likabehandling som skall ske enligt aktiebolagsrätten.

Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen har delvis ett annat syfte och innehåll än den börsrättsliga. Aktiebolagsrätten är ju till största del en vidareutveckling av det avtalsförhållande som primärt råder mellan bolaget och dess aktieägare. Förhållandet mellan bolaget och dess aktieägare är obligationsrättsligt och detta präglar även utformningen av den likabehandlingsprincip som gäller inom aktiebolagsrätten. Den aktiebolagsrättsliga principen om likabehandling rör förhållandet mellan aktieägarna *i bolaget*. I vilken omfattning andra placerare på aktiemarknaden kan kräva att bli likabehandlade av bolag i vilka de inte äger aktier eller andra värdepapper, är en fråga för den börsrättsliga likabehandlingsprincipen. Den sistnämnde bör därför inte blandas ihop med den aktiebolagsrättsliga.⁵¹

Inom svensk aktiebolagsrätt kommer likabehandlingsprincipen tydligast till uttryck i 3 kap 1 § ABL, där det stadgas att alla aktier har lika rätt i bolaget om ej annat följer av denna paragraf. I bolagsordningen kan bestämmas att aktier av olika slag skall finnas eller ges ut. Bestämmelsen kompletteras av de sk. generalklausulerna, 8 kap 34 § samt 9 kap 37 § ABL, som stadgar att styrelsen ej får företa rättshandling eller annan åtgärd och att bolagsstämman ej får fatta beslut, som är ägnat att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Även dessa sk. generalklausuler kan sägas vara ett uttryck för principen att alla aktieägare är likställda, försåvitt inte annat framgår av bolagsordningen.⁵² Det är emellertid fråga om två skilda regler med olika rekvisit.

Tolkningen av dessa lagrum och förhållandet dem emellan är, som nedan kommer att visas, omstritt i doktrinen. Av pedagogiska skäl kommer 3 kap 1 § ABL behandlas under rubriken likhetsprincipen, medan 8 kap 34 § och 9 kap 37 § ABL behandlas under rubriken generalklausulerna. Med uttrycket ”likabehandlingsprincipen” avses den likabehandling som skall ske enligt ABL,

⁵¹ Pehrsson, Lars (1987), ”Generalklausuler i aktiebolagslagen” i Festskrift till Sveriges Advokatsamfund s. 487.

⁵² Prop 1973:93 s. 84 *in fine*. Jfr. Bergström, Clas, Högfeldt, Peter & Samuelsson, Per (1994), ”Om kravet på likabehandling av aktieägare” i Tidskrift för Rettsvetenskap (TfR) s. 126 ff., 133 ff., som hävdar att generalklausulerna uttrycker likabehandlingsprincipen till fullo och att likhetsprincipen, såsom den kommer till uttryck i 3 kap 1 ABL, saknar betydelse som skydd för aktieägarnas krav på likabehandling.

och omfattar således dels 3 kap 1 § ABL, och dels 8 kap 34 § och 9 kap 37 § ABL.

5.1 Likhetsprincipen

I aktiebolag är möjligheten att få vinstutdelning ofta av stort intresse för aktieägarna. Övriga ekonomiska intressen som *att* vid nedsättning av aktiekapitalet genom återbetalning få del därav, *att* delta i emission av aktier eller sådana skuldebrev som regleras i 5 kap ABL och *att* på grund av bestämmelse i bolagsordningen inlösa aktier som övergår till annan är också av stor vikt. De ekonomiska rättigheterna kompletteras av det inflytande i bolagets angelägenheter som också tillerkänns varje aktieägare (förvaltningsrättsliga befogenheter). Detta inflytande kommer främst till uttryck genom aktieägarens rösträtt på bolagsstämman och deras möjlighet att klandra bolagsstämmobeslut.

Som allmän regel gäller att alla aktier i såväl ekonomiskt hänseende som förvaltningsrättsligt skall vara likställda. Genom bestämmelse i bolagsordningen är det dock möjligt att ge olika aktier olika rätt, såväl i ekonomiskt hänseende som i förvaltningsrättsligt.

Likhetsprincipen gäller oavsett hur stort aktieinnehav en aktieägare innehar. Således krävs inte ett visst antal aktier för att åberopa likhetsprincipen eller andra minoritetsrättigheter.⁵³

Uttrycket ”lika rätt” i 3 kap 1 § ABL bör inte tolkas så, att det för att en kränkning av principen skall anses ha ägt rum, krävs att bolaget gentemot somliga aktieägare ådragit sig en rättsligt utkrävbar förpliktelse av något slag som inte tillkommit övriga. För likhetsprincipens tillämpning är det tillräckligt – men också nödvändigt – att en eller flera aktieägare har erhållit en fördel som ej kommit övriga till del *eller* att en eller flera aktieägare drabbats av en nackdel som ej träffar samtliga. Även den situationen att vissa aktieägare genom en åtgärd har större fördelar än de andra torde omfattas av likhetsprincipen.⁵⁴ Med andra ord måste en ”olikbehandling” ha skett. Denna olikbehandling behöver inte vara av ekonomisk art eller ekonomiskt mätbar. Åhman nämner som exempel att ägare till ett visst slag av aktier (exempelvis preferensaktier) blir inbjudna till ett marknadsföringsevenemang med kända idrottsmän, medan ägare av annat slag aktier (exempelvis B-aktier) inte blir inbjudna.⁵⁵ En olikbehandling av olika aktieägare har skett.

Med uttrycket lika rätt ”i bolaget” avses att endast aktieägarnas relationer till bolaget i deras egenskap av aktieägare omfattas av likhetsprincipen. Detta

⁵³ Johansson, Svante (1990), *Bolagsstämman*, s. 118.

⁵⁴ Åhman, Ola (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten*, 782 ff.

⁵⁵ Åhman, s. 792 f.

innebär att den rätt en aktieägare har mot bolaget på grund av ett köpeavtal eller annat avtal inte omfattas av 3 kap 1 § ABL. Den rätten är inte knuten till aktie. Rätt att på grund av förbehåll i bolagsordningen att inlösa aktie som övergår till ny ägare (hembudsklausul) är således inte rätt ”i bolaget” utan avser rättsförhållande mellan aktieägare.⁵⁶ Normalt bör det inte vara några svårigheter att avgöra om en person som äger aktier och som drabbas av en fördel eller drabbas av en nackdel på grund av ett beslut eller annan åtgärd av ett bolagsorgan gör detta i egenskap av ”aktieägare”. Om de anställda ges möjlighet att (till marknadsvärdet) köpa ett antal fordon från bolaget när vagnparken förnyas, är det ofta rimligt att anta att aktieäggande anställda uppträder i egenskap av anställda.⁵⁷

Varje olikbehandling av aktieägare är dock inte otillåten. I NJA 1989 s 751 synes HovR:n, i sin av HD fastställda dom, sätta en viss nivå på graden av olikbehandling som måste ha skett. Rättsfallet som har föreningsrättslig anknytning torde kunna tillämpas *ex analogia* inom aktiebolagsrätten. I NJA 1989 s 751 hade bostadsrättsföreningen Grane beslutat på föreningsstämman att föreningen skulle ansluta sig till Televerkets kabel-TV nät. Projektet skulle finansieras genom att kostnaderna fördelades mellan bostadsrättsinnehavarna i förhållande till lägenheternas yta. Beräkningssättet hade stöd i föreningens stadgar. Arne W klandrade beslutet och yrkade att den totala kostnaden för installationen i stället skulle fördelas lika mellan lägenheterna. Som skäl anförde han att beslutet beredde otillbörlig fördel åt medlemmar med mindre lägenheter och motsvarande nackdel för dem med större lägenheter. Beslutet stod, enligt Arne W, i strid med ”likhetsprincipen i föreningslagen”.⁵⁸ Tingsrätten upphävde beslutet med motiveringen att det otillbörligt gynnade medlemmar med små lägenheter. HovR:n anförde, i sin av HD fastställda dom, att debiteringsnormen inte kunde ”anses kränka den föreningsrättsliga likställighetsprincipen, vilken i första hand torde avse rent illojala eller på annat sätt otillbörliga fall av gynnande eller missgynnande av vissa föreningsmedlemmar”.⁵⁹

Ett beslut som endast strider mot likhetsprincipen är aldrig en nullitet, utan måste klandras för att ej vinna giltighet.⁶⁰

5.1.1 Undantag från likhetsprincipen

Som ovan nämnts gäller som allmän regel att samtliga aktier, i såväl ekonomiskt hänseende som förvaltningsrättsligt, är likställda. I 3 kap 1 § 2 st ABL ges dock en möjlighet att avvika från likhetsprincipen, genom bestämmelse i bolagsordningen att aktier av olika slag skall finnas eller kunna utges.

⁵⁶ Nial, Håkan och Johansson, Svante (1998), *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, s. 147 f.

⁵⁷ Åhman, s. 794.

⁵⁸ NJA 1989 s 751 (751).

⁵⁹ NJA 1989 s 751 (753).

⁶⁰ Johansson, s. 118 f.

Med aktier av olika slag avses främst aktieslag som har olika rätt till andel i bolagets tillgångar och vinst, dvs rätt till utdelning, deltagande i nyemission vid ökning av aktiekapital, återbäring vid nedsättning av aktiekapital eller utskiftning av bolagets tillgångar i samband med likvidation. De aktier, som medför visst företräde till bolagets vinst eller tillgångar, kallas preferensaktier och övriga stamaktier.⁶¹

Olikheter mellan aktieslagen behöver emellertid inte vara av ekonomisk art. En vanlig skillnad mellan aktieslag är att aktier av ett slag har ett annat röstvärde än aktier av annat slag. Ingen aktie får dock ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för annan aktie. Bestämmelsen är tvingande.⁶² Före aktiebolagslagens tillkomst förekom i en del bolags bolagsordningar större röstdifferenser. Dessa skillnader i röstvärdet, som i vissa fall uppgår till 1000 gånger röstvärdet, är alltså giltiga, 8 § lag (1975:1386) om införande av aktiebolagslagen (1975:1385).⁶³

Olika röstvärden kan endast tillerkännas aktier och får alltså inte vara beroende av vem som äger aktierna. I konsekvens med regeln om högsta tillåtna skillnad i röstvärde godkänner svensk rätt inte, som vissa utländska lagar⁶⁴, röstlösa aktier. Ej heller kan någon aktieägare genom bestämmelse i bolagsordningen fränkännas rösträtt på grund av försummelse att betala tecknad aktie. En aktieägare har rösträtt så länge han är aktieägare och aktien ej är förverkad enligt 2 kap 11 § ABL.⁶⁵

En yttersta gräns för möjligheten att genom bestämmelse i bolagsordning skapa olikheter mellan aktieslagen följer att ingen aktie helt berövas rätten att rösta på bolagsstämma, klandra bolagsstämmobeslut eller utöva andra minoritetsrättigheter.⁶⁶

Bortsett från möjligheten till avsteg med stöd av lag eller bolagsordning innehåller likhetsprincipen inga begränsningar i stämmans skyldighet att tillägga alla aktier lika rätt. En helt obegränsad likhetsprincip skulle emellertid föranleda allvarliga problem.⁶⁷ Om en aktieägare utanför stämman erhållit för bolaget känslig information är det inte självklart att en aktieäggande konkurrent bör ges samma upplysning. Vid vissa tillfällen, exempelvis vinstutdelning, måste emellertid

⁶¹ Kedner, Gösta och Roos, Carl-Martin (1991), *Aktiebolagslagen jämte Bokföringslagens bestämmelser med kommentar del I*, s. 59 f.

⁶² Kedner – Roos, s. 61.

⁶³ För en förteckning över förekommande röstdifferenser i svenska aktiemarknadsbolag hänvisas till SOU 1981:78 s. 125 ff.

⁶⁴ Till den grupp av länder som tillåter aktier utan röstvärde hör exempelvis England och Portugal. USA saknar enhetlig federal lagstiftning på området; varje delstat har sin egen lagstiftning. De flesta delstaters lagstiftning är emellertid djupt präglad av *Model Business Corporation Act* vari godtas utgivande av röstlösa aktier. Källa: SOU 1981:78 s. 84 f.

⁶⁵ Nial – Johansson, s. 139.

⁶⁶ Nial – Johansson, s. 148.

⁶⁷ Johansson, s. 121.

likhetsprincipen tillämpas strikt.⁶⁸ I NJA 1977 s 343 förekommer ett uttalande av HD som kan tyckas innebära en annan typ av begränsning av likhetsprincipen än sådana som uttryckligen medges av aktiebolagslagen eller bolagsordningen. Rättsfallet har föreningsrättslig anknytning men torde, i likhet med NJA 1989 s 751, kunna tillämpas *ex analogia*. I rättsfallet hade styrelsen i bostadsföreningen Ljungheden uteslutit en medlem (Gertrud A) på grund av bristande betalning av avgift till föreningen. I stadgarna till föreningen stadgades att styrelsen ägde utesluta en medlem om denne inte uppfyllde sina förpliktelser mot föreningen. Andra medlemmar som också underlåtit att betala hade undgått uteslutning. Fråga uppkom om uteslutningsbeslutet stod i strid med den föreningsrättsliga likabehandlingsprincipen. HD uttalade att underlåtenhet att erlägga avgift konstituerar ett stadgebrott som i och för sig kan medföra uteslutning, men att det ”anses åligga styrelsen att iaktta den allmänna föreningsrättsliga grundsatsen att medlemmarna inte får behandlas olika, med mindre detta är av *sakliga skäl* (min kursivering) motiverat”.⁶⁹ Lika stadgebrott måste alltså behandlas lika och styrelsen äger inte efter gottfinnande välja vilka medlemmar som skall uteslutas. Uteslutningsbeslutet förklarades vara utan verkan. Innebörden av HD:s uttalande rörande ”sakliga skäl” har bidragit till en omfattande debatt inom doktrinen.

Pehrsson har hävdad att med ”sakliga skäl” avses vad som kan sägas vara företagsekonomiskt riktigt och försvarligt.⁷⁰ Detta skulle innebära att likhetsprincipen sätts ur spel om ett beslut framstår som företagsekonomiskt riktigt. Påståendet är hämtat från prop 1973:93 vari stadgas att ”en åtgärd som är i bolagets intresse och framstår som företagsekonomiskt riktig eller försvarlig kan inte betecknas som otillbörlig, även om åtgärden innebär en avvikelse från likställighetsprincipen”.⁷¹

Rodhe har kritiserat Pehrssons tolkning av rättsfallet och hävdar att det inte är möjligt att åsidosätta likhetsprincipen med hänvisning till att beslutet är företagsekonomiskt riktigt eller försvarligt. ”För det första saknar uttrycket ”företagsekonomiskt riktig och försvarlig” mening, eftersom företagsekonomi inte kan ge några normer. Men även om man stryker de citerade orden och håller sig till ”i bolagets intresse”, kvarstår orimligheten. Bolagets intresse är aktieägarnas gemensamma intresse, och detta begrep kan överhuvudtaget inte användas när det gäller att lösa en konflikt aktieägarna emellan. Godtar man den nu omtalade ståndpunkten, har man i själva verket nästan helt skjutit likhetsprincipen åt sidan”.⁷²

⁶⁸ Rodhe, Knut (2000), *Aktiebolagsrätt* (rev.) omarbetad av Rolf Skog, s. 246 f. Se även Nial – Johansson, s. 149.

⁶⁹ NJA 1977 s 393.

⁷⁰ Pehrsson, s. 500 f.

⁷¹ Prop 1973:93 s. 137. Noteras bör, såsom också Pehrsson påpekar (s. 491 f.), att uttalandet återfinns i det avsnitt vari generalklausulernas otillbörlighetsrekvisit diskuteras.

⁷² Rodhe, s. 245.

Nial delar Rodhes uppfattning att likhetsprincipen inte kan skjutas åt sidan med hänvisning till att beslutet är företagsekonomiskt riktigt. Nial förespråkar att en *in casu*-avvägning mellan majoritetens intresse och minoritetens intresse måste ske, och att avsteg från likhetsprincipen ”endast medges i de fall majoritetens intresse för ett avsteg är avsevärt mycket större än minoritetens intresse av att principen upprätthålls”.⁷³ Johansson delar Nials uppfattning och förespråkar även han en intresseavvägning. Avsteg från likhetsprincipen bör endast tillåtas när majoritetens berättigade intressen kan anses väga betydligt tyngre än minoritetens. Med likhetsprincipen som utgångspunkt för resonemanget bör alltså tveksamma fall avgöras till minoritetens fördel.⁷⁴ Johansson anger dock inte hur denna avvägning skall göras.

En avvikelse från likhetsprincipen vid enstaka tillfällen är givetvis också möjlig om den eller de drabbade aktieägarna samtycker.⁷⁵

5.2 Generalklausulerna

De generalklausuler som återfinns i dagens ABL (8 kap 34 § samt 9 kap 37 §) tillkom i sin klassiska utformning genom 1973 års aktiebolagslag. I aktiebolagskommitténs angivna förslag till ny aktiebolagslag framhölls en bestämmelse där bolagsstämman förbjöds att fatta beslut som *uppenbarligen* var ägnade att bereda aktieägarna eller annan otillbörlig fördel till skada för bolaget eller annan aktieägare.⁷⁶ En liknande bestämmelse återfanns i 1944 års aktiebolagslag, men genom otillbörlighetsrekvisitet gavs den ett mer vidsträckt tillämpningsområde. I det lagförslag som lades fram ströks ordet ”uppenbarligen” för att förhindra att generalklausulens tillämpningsområde blev alltför snävt.⁷⁷

Generalklausulerna är, som ovan nämnts, ett uttryck för likabehandlingsprincipen i ABL.⁷⁸ 3 kap 1 § ABL och generalklausulerna är dock två skilda regler med olika rekvisit. Genom generalklausulerna förhindras styrelsen och bolagsstämman att fatta beslut som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

Även om generalklausulerna i första hand är ett minoritetsskyddsinstrument, medför stadgandets generella utformning att det också kan åberopas mot minoritetsmissbruk. Majoritetsägarna torde alltså med stöd av generalklausulerna kunna klandra exempelvis ett bolagsstämmobeslut, även om det endast är minoritetsaktieägare som bereds en otillbörlig fördel genom beslutet i fråga.⁷⁹

⁷³ Nial – Johansson, s. 149.

⁷⁴ Johansson, s. 124.

⁷⁵ Nial – Johansson, s. 148.

⁷⁶ SOU 1971:15 s. 244.

⁷⁷ Prop 1973:93 s. 84.

⁷⁸ Prop 1973:93 s. 84.

⁷⁹ Johansson, s. 125 f.

Med generalklausulernas rekvisit ”kan ge” menas att någon otillbörlig effekt till följd av rättshandlingen inte behöver ha skett. Tidigare gällande lagtext innehöll rekvisitet ”ägnad att bereda otillbörlig fördel” vilket ledde till debatt inom doktrinen huruvida bestämmelsen uppställer krav på uppsåt.⁸⁰

Generalklausulernas andra rekvisit innebär att den fördel som uppkommer för aktieägare eller annan skall vara ”otillbörlig”. Genom kravet på otillbörlighet markeras att regeln skall tillämpas med viss försiktighet.⁸¹ Motiven till 76 § 1944 års aktiebolagslag stadgar att otillbörlighetsrekvisitet kan vara uppfyllt på helt igenom objektiva kriterier. I motiven talas om fördelar som ”objektivt sett” måste betraktas som otillbörliga.⁸² Även inom doktrinen är man i huvudsak överens om att otillbörlighetsrekvisitet inte kräver elakt uppsåt hos den handlande.⁸³ För att belysa vad det innebär att bedömningen kan ske på objektiva grunder kan man tänka sig en situation som där en uppenbar fördel på aktieägares eller bolagets bekostnad har möjliggjorts genom ett vårdslöst beteende från bolagsstämmans sida. Utöver denna situation där hänsyn tas till det *sätt* på vilket fördelen och den motsvarande nackdelen har uppkommit (d v s vid medvetna eller oaktsamma åtgärder) torde en uppkommen fördel även kunna vara otillbörlig med hänsyn till sitt *resultat*.⁸⁴ Även beslut som är fattade med kvalificerad majoritet kan klandras med hjälp av generalklausulerna.⁸⁵ Ett exempel är ändring av bolagsordningen som medför en otillbörlig fördel för vissa aktieägare till nackdel för bolaget. Klander av beslut som fattats med kvalificerad majoritet torde dock endast kunna ske med framgång om beslutet medförde en anmärkningsvärd otillbörlig fördel.⁸⁶

Det erfordras emellertid viss nivå på orättvisa för att fördelen skall betraktas som otillbörlig. Varje liten ekonomisk differens betraktas således inte.⁸⁷

I doktrinen är det omdiskuterat huruvida ett beslut som är företagsekonomiskt riktigt och försvarligt kan vara otillbörligt.⁸⁸ Med visst stöd i förarbetena⁸⁹ har det framförts att en åtgärd som är i bolagets intresse och dessutom företagsekonomiskt försvarbart inte kan angripas med hjälp av generalklausulerna. Resonemanget som förs är till stor del likartat med vad som ovan återgivits i samband med behandlingen av likhetsprincipen.

⁸⁰ Se exempelvis Johansson, s. 125 f., Pehrsson, s. 499 eller Åhman, s. 799.

⁸¹ Prop 1975:93 s. 137.

⁸² Prop 1973:93 s. 137 f.

⁸³ Se Dotevall, Rolf (1989), *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör*, s. 286 f., Johansson, s. 126 f., Pehrsson, s. 497, Åhman, s. 800 f.

⁸⁴ Åhman, s. 800 ff.

⁸⁵ Prop 1973:93 s. 83 f.

⁸⁶ Kedner-Roos, s. 260 f.

⁸⁷ NJA 1989 s 751 (ovan citerat). Se även Kedner – Roos, s. 261.

⁸⁸ Se bl. a. Dotevall, s. 287, Pehrsson, s. 483 ff., Kedner – Roos, s. 217 samt Bergstöm, Högfeldt & Samuelsson, s. 137 ff.

⁸⁹ Se Prop. 1973:93 s. 137.

Det tredje rekvisitet tar sikte på mottagare av den otillbörliga fördelen. Mottagare kan vara en aktieägare eller ”annan”. Det sistnämnda innefattar såväl fysisk som juridisk person som inte är aktieägare. Denna fördel måste motsvaras av en nackdel ”för bolaget eller annan aktieägare”. En åtgärd är en ”nackdel” endast när den enligt en objektiv bedömning är oförmånlig för någon.⁹⁰

5.3 Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna

Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna tillhör en av de mest kontroversiella frågorna i svensk aktiebolagsrätt. Trots att de båda ger uttryck för den likabehandling som skall ske enligt ABL har de olika rekvisit och delvis olika tillämpningsområden. Först och främst är likhetsprincipens tillämpning inte beroende av att beslut eller åtgärder är ägnade att bereda aktieägare eller annan ”otillbörlig fördel”. Goda skäl finns därför för att betrakta 3 kap 1 § ABL som likabehandlingsprincipens strängare variant.⁹¹ Det bör emellertid noteras att om avvikelser från 3 kap 1 § ABL medges, och denna avvikelse medför en otillbörlig fördel för aktieägare eller annan, kan generalklausulerna äga tillämpning. Generalklausulerna såsom en från likhetsprincipen skild rättsfigur har i aktiebolagsrätten främst betydelse i de fall lagen tillåter avvikelse från likhetsprincipen, såsom vid nyemission av aktier, ökning och nedsättning av aktiekapitalet och ändring av bolagsordningen.⁹² Vidare omfattar likhetsprincipen endast åtgärder som bereder aktieägare i ett och samma bolag fördelar respektive nackdelar. Generalklausulerna träffar även de fall där fördel bereds annan än aktieägare. Vad som också skiljer reglerna åt är placeringen av bevisbördan. Om ett bolagsstämmbeslut klandras med stöd av 9 kap 37 § ABL är det käranden som har att föra bevisning huruvida det uppkommit en otillbörlig fördel. Om samma beslut istället klandras med stöd av likhetsprincipen räcker det att käranden kan visa att en olikbehandling har skett. Det är därefter bolagets sak att föra bevisning om att förfarandet kan motiveras av sådana sakliga skäl att det är motiverat.⁹³ Med tanke på bevisbördans placering och bestämmelsernas kumulativa karaktär torde det vara lämpligt att i en tvist i första hand yrka tillämpning av likhetsprincipen och i andra hand yrka tillämpning av generalklausulerna.

⁹⁰ Åhman, s. 806.

⁹¹ Se Rodhe, s. 246.

⁹² Nial – Johansson, s. 149 f.

⁹³ Johansson, s. 135.

5.4 Likabehandling enligt ABL i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv

ABL:s likabehandlingsprincip tar, som ovan nämnts, sikte på de befintliga aktieägarna i bolaget. I vilken omfattning andra placerare på aktiemarknaden kan kräva att bli likabehandlade av bolag i vilka de inte äger aktier eller andra värdepapper, är en fråga för den børsrättsliga likabehandlingsprincipen.

Det är synnerligen vanligt att ett företag med tiden får behov av ett större eget kapital än det från början tillskjutna och att aktieägarna därför tillskjuter mera kapital och därvid ökar bolagets aktiekapital.⁹⁴ Detta sker vanligtvis genom nyemission, varvid nya aktier i bolaget tecknas mot betalning. Vid nyemission skall tillskottskapitalet normalt betalas i pengar. Lagen använder om dessa fall uttrycket *kontantemission*. Tillskjutande av annat än kontanta medel – apportegendom – kan emellertid också förekomma (*apportemission*). De nyemitterade aktierna kan t.ex. utgöra likvid för aktier i annat bolag.⁹⁵ I samband med apportemission skall beslutet om nyemission innehålla samma uppgifter om apportegendomen som vid bolagets bildande lämnades i stiftelseurkunden, 4 kap 6 § ABL. Vid vissa emissioner i publika aktiebolag skall det också upprättas en ingående redogörelse för bolagets förhållanden (emissionsprospekt), 4 kap 18 – 26 §§ ABL. Så skall exempelvis ske om ett bolag offentligt erbjuder aktieägare i ett börsnoterat företag att i och för samgående mellan bolagen förvärva aktier i bolaget, genom att insätta sina egna aktier som apport i det erbjudande bolaget. Detta under förutsättning att summan av det belopp som till följd av inbjudan kan komma att betalas uppgår till minst 300 000 kr. Ytterligare prospektkrav för ett dylikt offentligt erbjudande förekommer i 2 kap 3 § LHF samt NBK/OE II p 1, NBK/OE V samt sistnämnda rekommendations bilaga.

Utgångspunkten vid nyemission är att befintliga aktieägare i bolaget har företrädesrätt framför utomstående till de nya aktierna. Regeln om företrädesrätt har emellertid viktiga undantag. Dels gäller den endast vid kontantemission, inte apportemission. Dels kan den vid kontantemission sättas ur spel, i vissa fall genom bestämmelse i bolagsordningen, i andra fall genom beslut av bolagsstämman (riktad nyemission), 4 kap 2 § ABL. Ett beslut av bolagsstämman att avvika från aktieägarnas företrädesrätt är giltigt endast om det har biträtts av aktieägare med två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna, 4 kap 2 § 2 st ABL. Vid apportemission föreligger, som ovan nämnts, inte någon företrädesrätt för aktieägarna i det emitterande bolaget. Regeln, som avviker från aktiebolagsutredningens förslag, motiveras med att endast de som är ägare till den tilltänkta apportegendomen har möjlighet att tillskjuta egendomen.⁹⁶

⁹⁴ Under år 2000 nyemitterades aktier i Sverige för drygt 7465 miljoner kronor (exkl. riktade kontantemissioner). Se vidare

www.omgroup.com/transactions/statistics/index.asp?lank=swe.

⁹⁵ Nial – Johansson, s. 56 f. 91 f.

⁹⁶ SOU 1971:15 s. 175, prop. 1973:93 s. 70 f, prop 1975:103 s. 330 f.

Förekomsten av en bestämmelse om principiell företrädesrätt vid apportemissioner skulle tvinga bolagsledningen att även vid apportemission ange skälen för ett avvikelse från företrädesrätten.

Den situation som kan uppkomma i samband med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv, och där aktieägare i det erbjudande bolaget riskerar att lida skada, är när ersättning för de överlåtna aktierna skall utgöras av aktier i det erbjudande bolaget (*share-for-share*). Majoriteten kan i detta fall, i eget intresse, besluta om strukturförändringar genom ökning av aktiekapitalet utan att medge företrädesrätt vid aktieteckning. Det remedium som står till minoritetens förfogande vid apportemissioner är generalklausulen, 9 kap 37 § ABL. Om ett beslut tillkommit i strid med generalklausulen får en aktieägare föra talan mot bolaget om att beslutet skall upphävas eller ändras, 9 kap 39 § ABL.

Vid bedömningen huruvida beslutet uppfyller de i generalklausulens föreskrivna rekvisiten bör stor vikt läggas vid huruvida emissionskursen förhåller sig till aktiernas verkliga värde samt i vilken utsträckning befintliga maktförhållanden rubbas.⁹⁷ Det förstnämnda problemet kan undvikas genom att nyemissionen görs till en kurs, som motsvarar de gamla aktiernas värde före emissionen.⁹⁸ Däremot är det svårare att undvika förskjutningar i minoritetens röstetal. Sistnämnda problem kan åskådliggöras med ett exempel. Anta att bolag X har ett aktiekapital på 2 000 000 kr fördelat på 20 000 aktier med ett nominellt belopp om 100 kr. Majoriteten innehar 17 000 aktier och minoriteten innehar 3 000 aktier. Anta nu att majoriteten i bolag X, genom ett beslut på bolagsstämman, beslutar om att en apportemission skall ske. Apportemissionen är ett led i ett företagsförvärv och apportegendomen utgörs av aktier i det förvärvade bolaget. Anta att företagsförvärvets fullbordande kräver att 20 000 aktier emitteras. Efter fullbordandet av förvärvet är aktiekapitalet fördelat på 40 000 aktier. Minoriteten innehar fortfarande 3 000 aktier men dess procentandel har gått ned från 15 % till 7,5 %. Detta innebär att minoriteten har förlorat en rad minoritetsrättigheter.⁹⁹ En liknande situation i England har bedömts som stridande den engelska aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen.¹⁰⁰ I *Re A Company* (No 002612 of

⁹⁷ Se Rodhe, s. 56 ff. samt Johansson, s. 138 med vidare hänvisningar.

⁹⁸ Rodhe, s. 56.

⁹⁹ De minoritetsbefogenheter som kräver en ägarandel på 10 % av bolagets aktier är bl a rätt att påkalla extra bolagsstämman (9 kap 8 § ABL), rätt vid ordinarie bolagsstämman att påfordra utdelning av viss del av årsvinsten (12 kap 3 § ABL) samt att under de i 13 kap 3 § ABL angivna förutsättningarna påfordra rättsens beslut om bolagets försättande i likvidation. Se vidare Nial – Johansson, s.187 ff.

¹⁰⁰ Likabehandlingsprincipen i engelsk bolagsrätt utgörs av CA section 459. CA 459 (1) lyder som följer: "A member of a company may apply to the court by petition for an order under this Part on the ground that the company's affairs are being or have been conducted in a manner which is unfairly prejudicial to the interest of its members generally or some part of its members (including at least himself) or that any actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial." Om domstolen väljer att ta upp målet för behandling, har den, enligt CA section 461, rätt att vidta vilken åtgärd som helst i syfte att förhindra förekommande olikbehandling.

1984)_(1985) BCLC 80 hade ett bolag för avsikt att genomföra en riktad nyemission vilket skulle få till följd att en aktieägars röstetal minskade från 1/3 till mindre än 5 %. Vid tidpunkten för avgörandet förekom i engelsk bolagsrätt ingen företrädesrätt för befintliga aktieägare i bolaget.¹⁰¹ Domstolen fann att ett sådant förfarande skulle vara till otillbörlig nackdel för den aktieägaren, och beviljade ett verkställighetsförbud mot ifrågasättande nyemissionen. En utväg för att undkomma problemet är att erbjuda minoriteten att teckna aktier mot kontant betalning vid sidan av den nyteckning, som sker mot apportegendomen.¹⁰² Genom detta förfarande kan minoritetens andel av aktiekapitalet bestå.

Frågan som infinner sig är huruvida en apportemission kan försvaras genom att hänvisa till att beslutet är företagsekonomiskt riktigt. Bolaget skulle med lätthet kunna presentera en rad argument för att bolagets position på marknaden befästs och möjligheten att åstadkomma högre vinst ökar i samband med förvärv av ett annat företag, och att man måste bortse från likabehandlingsprincipen eftersom beslutet är företagsekonomiskt riktigt. Ett beslut om apportemission i samband med förvärvs av företag skulle således inte uppfylla det i 9 kap 37 § ABL uppställda kravet på otillbörlighet. Som tidigare visats är doktrinen delad beträffande möjligheten att åsidosätta likabehandlingsprincipen med hänvisning till att beslutet är företagsekonomiskt riktigt eller i bolagets intresse. Jag delar Rodhes uppfattning om att likabehandlingsprincipen inte kan åsidosättas med hänvisning till att åtgärden är i bolagets intresse och företagsekonomiskt riktig. Likabehandlingsprincipen syftar till att lösa interna konflikter mellan aktieägarna.¹⁰³ Som bekant utgör aktiebolaget en juridisk person, skild från aktieägarna. Vid tillämpning av likabehandlingsprincipen bör man emellertid inte se bolaget som en separat rättsfigur. Aktiebolaget och dess aktieägare skall, enligt mig, betraktas som en och samma rättsfigur vid lösandet av interna bolagsrättsliga konflikter. Ett exempel skulle kunna illustrera situationen. Anta att ett aktiebolag har två aktieägare, A och B, vars aktieinnehav uppgår till 70 % respektive 30 % av samtliga utgivna aktier. De båda aktieägarna är bittra fiender. Anta vidare att bolaget är i akut behov av kapitaltillskott, och att styrelsen föreslår att någon av aktieägarna gör ett ovillkorat aktieägartillskott. A meddelar att han är villig att genomföra ett ovillkorat aktieägartillskott under förutsättning att det i bolagsordningen införs en klausul som ålägger B att omedelbart sälja sina aktier till A i det fall A väljer att göra ett ovillkorligt aktieägartillskott. Ett beslut om ändring av bolagsordning kräver bifall från aktieägare med två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde aktierna. Eftersom bolaget är i behov av kapital torde ett sådant beslut anses företagsekonomiskt riktigt, och sålunda skulle 9 kap 37 § ABL få stryka på foten. Det är emellertid enligt mig inte så generalklausulen skall tillämpas. Bolaget ”intresse” eller ”bästa”

¹⁰¹ Företrädesrätt för befintliga aktieägare i samband med nyemission infördes i samband med inkorporeringen av det andra bolagsdirektivet (se EG direktiv 77/91, OJ L 26, 31.1.77), och reglerna återfinns idag i CA sections 89-96.

¹⁰² Rodhe, s. 56, 241 f.

¹⁰³ Jfr. Rodhe, s. 245.

är dess [samtliga] aktieägares samfälliga intresse eller bästa. I en sådan konflikt skall således bolaget inte ses som en separat rättsfigur, skild från dess aktieägare.

Eftersom inte bolaget, i detta avseende, skall ses som skilt från aktieägarna, kan man rimligtvis inte heller hänvisa till att beslutet var gynnsamt för bolaget och på detta sätt åsidosätta likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i 9 kap 37 § ABL.

Det bör emellertid noteras att likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i 9 kap 37 § ABL, som bekant, uppställer ett krav på otillbörlighet varför minoriteten måste tåla en viss värdeminskning av deras aktier till följd av att apportemissionen görs till underkurs samt att en viss förskjutning i röstetalet.¹⁰⁴ Det är möjligt att nivån för huruvida ett beslut är otillbörligt höjs om beslutet objektivt sett förstärker bolagets position på marknaden, men man bör inte kategoriskt kunna hävda att likabehandlingsprincipen skjuts åt sidan i alla situationer då beslutet är företagsekonomiskt riktigt. Detta torde vara alltför lätt att framföra företagsekonomiska argument för att rättfärdiga en åtgärd som i andra avseende karakteriserats som otillbörlig.

¹⁰⁴ Jfr NJA 1989 s 751.

6 Likabehandling enligt NBK/OE

6.1 Börsrättsliga principer

De övergripande principerna som återfinns på börsrättens område utgår alla från huvudprincipen om "fair play" på marknaden utan vilken investerarna skulle söka sig till andra placeringsformer. En väl fungerande värdepappersmarknad kräver, förutom att placerarna hyser förtroende för marknaden, att allmänhetens förtroende för den samma upprätthålls och att enskilda kapitalinsatser inte äventyras. Förutom den övergripande principen om "fair play" hämtar de börsrättsliga principerna sitt innehåll från aktiebolagsrätten. Börsrätten är av förklarliga skäl starkt förankrat med aktiebolagsrätten.¹⁰⁵

De tre förhärskande principerna inom börsrätten är likabehandlingsprincipen, informationsgivning samt rättssäkerhet. Principerna är inte helt avskiljbara utan bör ses som en förlängning av det allmänna kravet på "fair play".¹⁰⁶ Eftersom den börsrättsliga likabehandlingsprincipen i det följande kommer att behandlas grundligt kommer den ej att beröras i detta avsnitt.

Principen om att ett bolag skall *informera* sina aktieägare om alla relevanta bolagsangelägenheter har i stor utsträckning kodifierats genom en mängd regler i ABL. Som exempel kan anges de krav på upprättande av prospekt som anges i 4 kap ABL samt den frågerätt som tillkommer varje aktieägare i samband med bolagsstämma, 9 kap 22 § ABL. Kravet på informationsgivning kompletteras genom en rik flora av börsrättslig lagstiftning¹⁰⁷ och självreglering.¹⁰⁸ AMN har i ett flertal uttalanden framfört att det strider mot god sed för ett bolag att inte ge sina aktieägare utförlig information både inför och efter ett beslut, samt att aktieägarna skall likabehandlas i informationshänseende.¹⁰⁹ Olikbehandling av aktieägare i informationshänseende torde även anses strida mot den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen.¹¹⁰

Den sista börsrättsliga principen behandlar de krav på *rättssäkerhet* och "ordning och reda" som bolagen skall uppfylla för att aktiemarknaden skall fungera. AMN har t ex motsatt sig förändring under ett offentligt erbjudande, med

¹⁰⁵ Kristiansson (1996), s. 33 f.

¹⁰⁶ Ibid.

¹⁰⁷ Se exempelvis 5 kap 5 § LBC eller 2 kap LHF.

¹⁰⁸ Se exempelvis NBK:s rekommendation om information angående ledande befattningshavares förmåner eller noteringsavtalet med tillhörande bilaga 1.

¹⁰⁹ Se exempelvis AMN 1989:4, 1990:3 samt 1990:8.

¹¹⁰ Se Johansson, s. 121.

hänvisning till rättssäkerhetsskäl.¹¹¹ Principen om ”ordning och reda” är den minst konkretiserade av de börsrättsliga principerna och hur den tillämpas för avgöras *in casu*.

6.2 Allmänt om den börsrättsliga likabehandlingsprincipen

Som bekant träffar den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen de befintliga aktieägarna i det erbjudande aktiebolaget. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, i dess lydelse i NBK/OE, tar istället sikte på aktieägarna i målbolaget, och ålägger det erbjudande bolaget en skyldighet att erbjuda samma vederlag för alla aktier i målbolaget och inte prisdiskriminera någon aktieägarkategori.

Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen har inte heller samma omfång som aktiebolagsrättens. Medan ABL:s likabehandlingsprincip hämtar sitt innehåll från i huvudsak 3 kap 1 §, 8 kap 34 § samt 9 kap 37 § ABL hämtar den börsrättsliga likabehandlingsprincipen mer sitt innehåll från vad allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden kan kräva av likabehandling. I inledningen till NBK/OE betonas att det är väsentligt för förtroendet för aktiemarknaden att ingen aktieägare eller aktieägargrupp på ett otillbörligt sätt gynnas i förhållande till andra aktieägare i samband med ett offentligt erbjudande.

Att en likabehandlingsprincip existerar även utanför den bolagsrättsliga området har i det sk. Företagsfinansmålet¹¹² accepterats av HD. I rättsfallet, som kommer att beskrivas utförligt under kapitel 6.5, uttalade HD (s. 350), efter hänvisning till NBK/OE, att rekommendationens materiella innehåll, däribland *principen om likabehandling av aktieägare*, skall ges en vidsträckt tillämpning.

6.3 Vilka finansiella instrument måste omfattas av erbjudandet

Enligt 1971 års rekommendation omfattades endast aktier. Frågan huruvida erbjudandet skulle omfatta även andra värdepapper, såsom teckningsoptioner och konvertibler, var länge olöst. Frågan togs upp av AMN i uttalandet 1987:7. Bakgrunden till uttalandet var att styrelsen för Pronator AB beslutat att föreslå aktieägare och optionsrättsinnehavare i Enator att erbjudas överlåta sina aktier och optionsrätter i detta bolag till Pronator på vissa närmare angivna villkor. Fråga om värdering uppkom. Vid tidpunkten för nämndens uttalande var frågan huruvida optionsrätter omfattades av rekommendationen inte föremål för reglering i NBK/OE. Nämnden anförde att god sed *nog* (min kursivering) krävde att

¹¹¹ Se AMN 1988:8, 1988:9 och 1994:4.

¹¹² NJA 1985 s 343.

innehavare av teckningsoptioner och konvertibler också skulle omfattas av erbjudandet. Nämnden ville dock avvakta den nya NBK/OE:s tillkomst.¹¹³

I den nu gällande rekommendationen fastslås att värdepapper vilkas prissättning kan komma att väsentligt påverkas av att noteringen av aktier eller andra värdepapper som omfattas av erbjudandet skulle upphöra, måste omfattas av erbjudandet. Erbjudandet måste alltså omfatta t ex värdepapper, som kan konverteras till eller berättiga till nyteckning av sådana aktier, vilkas notering kan komma att upphöra med nyteckningen. Detsamma gäller värdepapper, som har sin avkastning relaterad till avkastningen av de aktier, vilkas notering kommer att upphöra. Syftet är att varje innehavarkategori bör ges en rättvis och rimlig behandling.¹¹⁴

6.4 Vederlag – likabehandling

6.4.1 Identiska villkor

Enligt NBK/OE II p 5 skall innehavare av aktier, samt i denna rekommendation jämställda värdepapper (se 3.1.2), med identiska villkor erbjudas identiskt vederlag per aktie. Det är alltså som huvudregel inte tillåtet att som vederlag för vissa aktier erbjuda aktier i det erbjudande bolaget och för andra aktier av samma slag erbjuda kontant ersättning. Med ”identiska villkor” avses villkor enligt lag, bolagsordning eller i övrigt mot envar gällande bestämmelser i fråga om inflytande eller ekonomiska rättigheter (t ex aktiens röstvärde eller rätt till utdelning).¹¹⁵ Exempelvis får således inte aktieägande styrelseledamöter, som huvudregel, erbjudas kontant ersättning för sina A-aktier medan övriga A-aktieägare endast erbjuds aktier i det erbjudande bolaget.

Bestämmelsen torde äga tillämpning även om den alternativa vederlagsformen inte erbjuds av det förvärvande bolaget själv utan av någon som står i nära förbindelse med sistnämnda bolag. I Storbritanniens har det förekommit att det erbjudande bolagets bank erbjudit ett *shares for cash* alternativ till vissa aktieägare vid sidan om det erbjudande bolagets *share-for-share* erbjudande. I de fall detta inträffat har banken rekommenderats att erbjuda samtliga aktieägare ett *shares for cash* alternativ p g a av den likabehandling som skall ske av aktieägare i samband med ett offentligt erbjudande.¹¹⁶

¹¹³ Se även AMN 1988:8 där AMN fastslog att god sed på aktiemarknaden krävde att innehavare av konvertibler i Boliden skulle omfattas av ett erbjudande från Trelleborg trots att den nya rekommendationen inte var färdig.

¹¹⁴ Motiven till NBK/OE II p 6.

¹¹⁵ Motiven till NBK/OE II p 5.

¹¹⁶ Weinberger, Blank & Greystoke, s. 223 f. Se nedan angående åtgärder som vidtas av närstående till det erbjudande bolaget.

Från huvudregeln om identiskt vederlag får undantag göras i speciella fall. I motiven nämns som exempel att aktieägare av legala eller andra liknande skäl inte kan mottaga det vederlag, som köpare valt att offentligen erbjuda aktieägarna.¹¹⁷ Motivuttalandet tyder på att undantaget bör tolkas restriktivt. Frågan infinner sig om t ex en person tillhörande en viss religion vars religiösa skrift förbjuder förtäring av alkohol torde kunna kräva att bli ersatt med kontanta medel, istället för aktier i ett bolag som tillverkar alkohol. Detta bör enligt min mening inte vara möjligt. Aktieägaren är inte på något sätt bunden av sitt aktieinnehav. Det står honom fritt att sälja de förvärvade aktierna efter att förvärvet fullbordats. Således bör det inte vara möjligt för en aktieägare, som offentligen erbjuds att överlåta sina aktier i utbyte mot aktier i ett enligt honom moraliskt tvivelaktigt erbjudande bolag, att kräva kontant ersättning. Annorlunda förhåller det sig om aktieägaren är bosatt i ett land vars lagar förbjuder innehav av aktier av visst slag. En sådan situation torde kunna motivera undantag från huvudregeln.

I motiven nämns även att tungt praktiska skäl kan motivera undantag. Om målbolaget har ett väldigt spritt aktieäggande torde det vara tillåtet att erbjuda aktieägare med smärre aktieposter ett kontant vederlag, trots att annat vederlag utgår i övriga fall.¹¹⁸ Ett stort antal aktieägare är nämligen förknippat med höga kostnader för registerhållning m.m. inom VPC samt tryckning och distribution av årsredovisningar, delårsrapporter etc. Att tungt vägande praktiska skäl kan motivera undantag visades i AMN 1994:2. I uttalandet, som rörde ett partiellt erbjudande, erbjöds aktieägare med en aktiepost om högst 20 aktier att överlåta sina aktier i utbyte mot värdecheckar i det erbjudande bolaget. AMN godtog ett sådant förfarande under förutsättning att erbjudandet riktades mot samtliga aktieägare.

6.4.2 Icke identiska villkor

Om det i ett bolag finns aktier förenade med *olika* villkor rörande rösträtt, rätt till vinstutdelning etc. tillåter NBK/OE en viss prisdifferentiering. Enligt NBK/OE p 6 kan innehavare av aktier med icke identiska villkor erbjudas olika vederlag. I vissa fall föreligger en skyldighet att prisdifferentiera mellan aktieägarkategorierna. Under den tid 1971 års NBK/OE fortfarande var i kraft ställdes i uttalandet 1986:3 frågan om differentiering av vederlaget för fria och bundna aktier var tillåtet. AMN slog fast att innebörden av likabehandlingsprincipen är ekonomisk. Eftersom kurserna på de fria och bundna aktierna var olika skulle det strida mot 1971 års NBK/OE att *inte* differentiera vederlaget.

Förekommande premium i förhållande till marknadsvärdet skall dock vara lika stort, om inte särskilda skäl föranleder annat, NBK/OE p 6. Detta innebär att inte vilka skillnader som helst får förekomma mellan aktieägarkategorierna. Enligt

¹¹⁷ Motiven till p 5.

¹¹⁸ Ibid.

motiven till p 6 framgår att varje aktieägarkategori skall ges en rimlig och rättvis behandling.

Vid fastställande av vederlaget för aktierna är utgångspunkten marknadsvärdet, om aktien är marknadsnoterad. Saknas marknadsvärde eller om marknadsvärdet inte är representativt för aktien på den marknaden beträffande aktien är mindre väl utvecklad, får ett beräknat respektive justerat marknadsvärde läggas till grund. Beräkningarna skall därvid i enlighet med allmänt accepterade principer utgå från kursen för andra av målbolaget utgivna aktier med större omsättning.¹¹⁹ Det förväntningsvärde som en enskild aktieägare kan ha räknat med då han förvärvat en A-aktie istället för en B-aktie skall inte tillmätas någon betydelse om det inte avspeglat sig i kursutvecklingen.¹²⁰

Det procentuella påslaget (premium) som kan bli aktuellt skall, som ovan nämnts, i princip vara lika stort för olika aktieägarkategorier. Regeln är dock inte absolut. Erfarenhet visar att många bud är prisdifferentierade, dvs att en högre budpremie erbjuds för företrädesvis röststarka aktier.¹²¹ Förutom avrundningar av praktisk natur som alltid får göras kan kommersiella och marknadsmässiga skäl motivera avvikelser.¹²² Som exempel på sådana skäl nämns i motiven att röststarka aktier i vissa fall kan kräva ett större påslag än övriga aktier. Skillnaderna i behandlingen av olika aktieägarkategorier får dock aldrig vara oskäliga. I motiven uppställs också krav på köparen att i prospektet ge tydlig information om förekommande skillnader. En tydlig motivering skall även lämnas. Omfattar erbjudandet såväl noterade som onoterade aktier, eller aktier vilkas marknadsvärde justerats i förhållande till börskursen, skall det beräknade respektive justerade marknadsvärdet samt grunderna härför anges.¹²³

Aktiemarknadsnämnden har vid ett flertal tillfällen fått ta ställning till huruvida förekommande budpremium kan motivera avvikelse från likabudsregeln. I AMN 1989:7 rörde frågan olika vederlag för stam- respektive preferensaktier. Bakgrunden till uttalandet var att styrelsen för Gota AB, den 2 oktober 1989, offentliggjort ett offentligt erbjudande till ägarna i Wermlandsbanken att förvärva samtliga utestående aktier. Gota AB erbjöd ett procentuellt påslag på börskursen motsvarande 18,4 % för stamaktier och 31,5 % för preferensaktier. AMN uttalade att huvudregeln är att det procentuella påslaget skall vara lika stort för varje ägarkategori. Endast om särskilda skäl föreligger kan avsteg från huvudregeln göras. AMN godtog förekommande prisdifferentiering, men betonade de skillnader som finns mellan preferensaktier och stamaktier. AMN uttalade sig således inte om huruvida samma differentiering hade godtagits i en likartad situation mellan A- och B-aktier.

¹¹⁹ Motiven till p 6.

¹²⁰ AMN 1986:3

¹²¹ Se Bergström Högfeldt & Samuelsson, s. 165.

¹²² Motiven till NBK/OE II p 6.

¹²³ Motiven till p 6.

Av betydelse är också AMN:s uttalande i 1991:3. Bakgrunden till uttalandet var att AB Industrivärlden i oktober 1991 lämnat ett offentligt erbjudande till aktieägarna i Investment AB Bahco. A-aktieägarna erbjöds 275 kr per A-aktie och 250 kr per B-aktie. Erbjudandet höjdes strax därefter till 300 kr per A-aktie och 275 kr per B-aktie. Vid tiden för erbjudandet var endast B-aktien noterad. A-aktien var onoterad. Fråga uppkom huruvida en sådan differentiering av budet mellan A- och B-aktien var förenlig med god sed på aktiemarknaden. AMN uttalade att om ett erbjudet vederlag för aktier med olika röstvärden grundas på aktiernas marknadsvärde så kan kritik inte riktas mot en differentiering av budet. Nämnden fann att A-aktien hade ett högre marknadsvärde än B-aktien och att en differentiering på 25 kr var förenlig med god sed på aktiemarknaden.

AMN har även i 1999:19 godtagit en tämligen stor prisskillnad på A- och B-aktier av det skälet att det ansetts nödvändigt för att lösa en synnerligen konfliktfylld situation. Bakgrunden till uttalandet var att Frontline Ltd, "Frontline", år 1997 lämnade ett offentligt erbjudande om förvärv av samtliga aktier i ICB-shipping AB, "ICB", vars aktier vid tidpunkten för erbjudandet var noterade på Stockholm Fondbörs A-lista. Styrelsen i ICB rekommenderade sina aktieägare att inte acceptera Frontlines bud. Frontlines ägarandel uppgick efter att tidsfristen för erbjudandet löpt ut, till 60 procent av aktierna representerande 39 procent av rösterna. I samband med detta ingick aktieägare med en majoritet av rösterna i ICB ett aktieägaravtal i syfte att försvåra Frontlines inflytande i bolaget. Förhållandet mellan de båda ägarkonstellationerna var synnerligen ansträngt och konfliktfyllt, och åtskilliga frågor kom under AMN:s bedömning (se AMN 1999:9 och 1999:13). Den 23 september 1999 meddelades i ett pressmeddelande att en överenskommelse nåtts mellan ägarkonstellationerna om lösning på vad som numera benämndes som "dödläget i ICB". Överenskommelsen innebar att Frontline förvärvade de aktier i ICB som ägdes av medlemmarna i A-aktieägarkonsortiet. Frontline betalade 72,58 kr per B-aktie och 112,58 kr per A-aktie. Efter förvärvet uppgick Frontlines innehav till cirka 90 procent av det totala antalet aktier och 93 procent av det totala röstetalet i bolaget. En av frågorna som ställdes till AMN var huruvida erbjudandet som innebar ett pris för A-aktien som översteg B-aktien med 55 procent var förenligt med god sed på aktiemarknaden. AMN uttalade inledningsvis att om erbjudaren erbjuder en premie, dvs. ett procentuellt påslag på gällande eller beräknat marknadsvärde, skall denna premie vara lika stor för samtliga aktieslag, om inte särskilda skäl föranleder annat. Som exempel på sådan skäl nämndes att röststarka aktier i vissa fall kan kräva ett större påslag än övriga aktier. AMN uttalade vidare att en prisskillnad på 55 procent var väsentligt större än vad som var brukligt på den svenska aktiemarknaden och skulle under en i övrigt normal budsituation med stor sannolikhet ha bedömts som oförenligt med god sed på marknaden. AMN betonade att omständigheterna i detta fall var speciella och att förhållandet mellan ägarkonstellationerna var synnerligen konfliktfyllt och ansträngt. Mot denna

bakgrund ansåg AMN inte planerade prisskillnad vara i strid med god sed på aktiemarknaden.

Med bakgrund av dessa uttalande är det svårt att dra några bestämda slutsatser rörande innebörden av ”särskilda skäl”. Bedömning måste ske *in casu*. Det bör emellertid uppmärksammas att AMN i samtliga fall den har haft att avgöra huruvida en prisdifferentiering stridit mot NBK/OE p 6, godtagit föreslagen prisdifferentiering. AMN synes godta, med stöd i motiven, att en högre budpremie läggs på röststarka aktier (se motiven till NBK/OE p 6 samt 1999:19). Detta synes rimligt eftersom värdet i en aktie ofta mäts i förhållande till dess inflytande i bolaget. I AMN 1999:19 var A-aktien värd tio röster medan B-aktien endast var värd en röst. Det är emellertid möjligt att i ett aktiebolag ha en mindre röstdifferens mellan aktiekategorierna. I de fall röstdifferensen inte är så stor torde de röststarka aktierna inte kunna kräva ett väsentligt större påslag än övriga aktier. Storleken på budpremien torde alltså kunna avspeglas i aktiens inflytande i bolaget. I Londons City Code on Takeovers and Mergers¹²⁴ föreskrivs som utgångspunkt i *General Principle 1* att ”all shareholders of the same class of an offeree company must be treated similarly by an offeror”. Innehavare av aktier med icke identiska villkor behöver emellertid inte, i likhet med den svenska regleringen, behandlas lika. Enligt *Rule 14* erfordras dock att ett ”comparable offer is made for each class”. I kommentaren till bestämmelsen nämns att ”the comparable offer does not need to be an identical offer but the difference has to be capable of being justified”. Vid förekomst av prisdifferentiering mellan olika aktieslag skall denna, enligt *Practice note 14.1*, vara jämförbar med den genomsnittliga differentiering som förekommer på börsen mellan de olika aktieslagen under en tidsperiod om sex månader före budets framläggande. Någon annan beräkningsgrund får som huvudregel inte läggas till grund för beräkningen, om inte det erbjudande bolaget genom motivering kan rättfärdiga olika budpremier. Någon större ledning hur denna motivering skall vara utformad för att rättfärdiga olika budpremier ges dock inte i den engelska regleringen. För det fall att ett offentligt erbjudande omfattar både noterade samt onoterade aktieslag (såsom var situationen i AMN 1991:3) skall förekommande prisdifferentiering mellan aktieslagen godkännas av ”the Panel” i förväg.

Vid bedömningen huruvida olika budpremier skall godtas enligt den svenska regleringen, bör man dock kunna väga in de konsekvenser som kan bli följden om förvärvet inte genomförs.¹²⁵ Trots förekommande prisdifferentiering kan budet medföra ett positivt ekonomiskt utfall även för aktieägare med röstsvaga aktier. Ett exempel torde kunna illustrera situationen. Anta att bolag X erbjuder samtliga

¹²⁴ The City Code on Take-overs and Mergers är uppbyggd av allmänna principer (*General Principles*) som kompletteras av mer precisa handlingsregler, som skall åtföljas vid ett offentligt erbjudande om aktieförvärv (*Rules*). Dessa *Rules* och *General Principles* kompletteras av ett antal sk. *Practice notes* som är tolkningar av bestämmelserna och skall läsas tillsammans med respektive *Rule*.

¹²⁵ Jfr. AMN 1999:19, där AMN beaktade den synnerligen konfliktfyllda situation som rådde vid tidpunkten för erbjudandet.

aktieägarna i bolag Y att överlåta sina aktier till bolag X på vissa angivna villkor. I bolag Y finns två olika aktiekategorier, A- och B-aktier. A-aktier medför 2 röster medan B-aktien medför 1 röst. Bolag X erbjuder ett större procentuellt påslag på gällande börskurs för A-aktien (30 procent) än för B-aktien (15 procent). Anta nu att börskursen under en längre tid stått still i bolag Y och att budpremien välkomnas av de flesta av såväl A- som B-aktieägarna. Förekommande prisdifferentiering är enligt NBK/OE inte tillåten om inte särskilda skäl föranleder annat. Som exempel på sådana skäl nämner motiven till NBK/OE p 6 att röststarka aktier i vissa fall kan komma att kräva ett större påslag än övriga aktier. I exemplet ovan är emellertid röstdifferensen inte så stor (jfr. 1999:19). I en sådan situation som förekommer i exemplet torde man kunna titta B-aktieägarnas situation som aktieägare i ett bolag med dålig kursutveckling. B-aktieägarna gynnas av förekommande budpremie, om än inte så mycket som A-aktieägarna, och skulle troligen missgynnas om bolag X drog tillbaka budet med anledning av att förekommande prisdifferentiering har ansetts strida mot god sed på aktiemarknaden. Man borde alltså i denna situation kunna göra en någon form av helhetsbedömning där man väger in även framtida aspekter (exempelvis fortsatt dålig kursutveckling i bolag Y:s aktier). Att väga in aspekter som fortsatt negativ eller stagnerad kursutveckling torde inte stå i strid med AMN:s uttalanden i bl. a 1986:3 vari det fastslås att förväntningsvärde som inte avspeglats i börskursen inte skall tillmätas någon betydelse. En dålig eller stagnerande kursutveckling är till skillnad från förväntningsvärdet något som redan är avspeglat i börskursen. Utgångspunkten bör dock naturligtvis fortfarande vara att budpremien skall vara lika stor för de olika aktiekategorierna men under begreppet ”särskilda skäl” torde man kunna väga in B-aktieägarens situation i det fall budet *inte* skulle komma att genomföras eftersom det ansetts strida på god sed på aktiemarknaden. Argumentet tar således sikte på B-aktieägarnas situation och inte på sannolikheten för att X-bolaget skall genomföra förvärvet. Denna ”helhetsbildslösning” får emellertid inte rubba allmänhetens förtroende för aktiemarknaden eller skapa incitament för någon form av utpressning från det erbjudande bolaget.

I den ekonomiska doktrinen har det framförts olika argument för ett slopande av likabudsregeln. De flesta argumenten har sin grund i fördelningen av den sk. *samgåendevinsten*. Samgåendevinsten är den vinst som det förvärvande bolaget och målbolagets aktieägare förväntar att uppnå i samband med förvärvet. Om företaget tillåts att prisdifferentiera budet kan den största delen av samgåendevinsten delas mellan det erbjudande bolaget och de största aktieägarna i målbolaget. I de fall prisdifferentiering mellan aktieägarkategorierna inte tillåts kommer samgåendevinsten att delas mellan flera. Likabudsregeln skiftar således en del av samgåendevinsten från det köpande bolaget och de stora aktieägarna till de små aktieägarna i målbolaget. Med detta synsätt blir incitamentet att hitta målbolag svårare eftersom samgåendevinsten måste vara större än den kostnad som likabudsregeln medför. Detta är till nackdel också för de småaktieägarna

eftersom sannolikheten för ett bud och därmed potentiell budpremie går ned.¹²⁶ Argumenten bär klara ekonomiska kännetecken. Syftet är att uppnå högsta möjliga vinstmaximering, hur det ekonomiska värdet utfaller är irrelevant. Argumenten kan jämföras med det klassiskt juridiska argumentet om ”skydd för svagare part”. De juridiska argumentet bottnar i uppfattningen att de små aktieägarna riskerar att komma i kläm och är därmed skyddsvärda.

Det är av stor vikt att principen inte slopas. Utgångspunkten bör vara att budpremien skall vara lika stor för de olika aktieslagen. Det torde dock som ovan anförts vara möjligt att väga in aspekter som exempelvis fortsatt dålig kursutveckling i målbolagets aktier. Denna ovan benämnda ”helhetsbildslösningen” skiljer sig emellertid från argumentet om samgåendevinst genom att den tar sikte uteslutande på B-aktieägarnas situation och inte på sannolikheten för att det erbjudande bolaget skall genomföra förvärvet.

6.5 Anpassning av vederlag till tidigare förvärv – kontrollpostproblematik

Den börsrättsliga principen om att målbolagets aktieägare skall ges en likvärdig behandling medför att villkoren i ett offentligt erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren avseende andra aktieförvärv som köparen gör. Enligt den tidigare gällande rekommendationen från 1988 gällde att villkoren i det offentliga erbjudandet inte fick vara sämre än de villkor som gällt vid tidigare förvärv som *till tid och syfte* (min kurs) sammanhängt med att budgivaren allvarligt övervägt att lämna ett offentligt erbjudande. Ett sådant samband skulle anses föreligga om förvärvet ägt rum inom sex månader innan budet framlades.¹²⁷ Innebörden av ”allvarligt övervägt” preciserades av AMN i 1988:4. AMN anförde inledningsvis att inte varje förfärfär (trots att den sker inom sex-månaders fristen) medför att villkoren i ett senare generellt erbjudande måste anpassas till villkoren i förfärfären. En förutsättning härför är att förfärfären har gjorts i anslutning till att styrelsen för köparbolaget allvarligt övervägt ett samgående med ett annat bolag. Brister denna förutsättning gäller inte längre kravet på likabehandling. AMN anförde vidare att ett sådant samband kan föreligga även om inte formella överläggningar skett i styrelsen utan endast på ledningsnivå, exempelvis mellan några styrelseledamöter och verkställande direktörn. Denna situation förelåg dock inte i uttalandet varför något samband inte ansågs föreligga.

I samband med införandet av 1999 års rekommendation fick bestämmelsen en klarare innebörd. I NBK/OE II p 7 stadgas att om köparen inom kortare tid än

¹²⁶ Bergström Högfeldt & Samuelsson, s. 149 ff., 157 ff. För en djupare studie rörande de ekonomiska konsekvenserna av ett prisdifferentierat bud, se även Bergström, Clas och Rydqvist, Kristian (1989) ”Different offers to voting and non-voting shares in acquisitions” i Stockholm School of Economics Occasional paper.

¹²⁷ Skog s. 69.

sex månader innan erbjudandet offentliggjorts har förvärvat aktier i målbolaget på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande, får villkoren i erbjudandet inte vara mindre förmånliga än dem som gällde för det tidigare förvärvet. Bestämmelsen gäller oavsett om ifrågavarande förvärv har gjorts som börsaffär eller på annat sätt. Med en genomförd överlåtelse till köpare jämföras avtal om framtida överlåtelser till köparen, eller om option för köparen avseende sådan överlåtelse. Av uttalandet AMN 1989:7 framgår att även nedsättning av aktiekapital genom inlösen av aktier kan komma att jämföras med förvärv.

Vid tillämpningen av p 7 skall även med åtgärd som vidtas av köparen jämföras åtgärder som vidtas av någon till vilken köparen är närstående på sätt som anges i p 11. Enligt p 11 skall vid tillämpningen av de punkter där så särskilt anges i den omfattning som där beskrivs med köparen jämföras (i) företag inom samma koncern, (ii) köparens make, sambo eller omyndigt barn, (iii) annan med vilken träffats överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning, samt (iv) annan som på grund av avtal eller eljest samverkar med köparen i den avseende som rekommendationen behandlar. Förvärv som sådana närstående gör mindre än sex månader före det offentliga erbjudandet får sålunda samma effekter på villkoren i erbjudandet som om köparen själv skulle ha gjort förvärvet. Uppräkningen är inte uttömmande utan anger endast en uppräkningslista av klara närstående fall.¹²⁸

I bestämmelsens andra stycke medges möjlighet till undantag från regeln om det mellan det tidigare förvärvet och det offentliga erbjudandet har inträffat en mycket väsentlig och inte endast tillfällig nedgång i fråga om kursen på målbolagets aktier. Detsamma gäller om annan än köparen under nyssnämnda tid offentliggjort ett erbjudande, som är mindre förmånligt än villkoren i det tidigare förvärvet. Undantag kan även sökas enligt NBK/OE II p 2. I motiven nämns att kursnedgången inte bara får vara av tillfällig natur, utan måste ha viss varaktighet. Kursnedgången får inte heller ha samband med det tidigare förvärvet. Enligt motiven synes en tjugo procentig ändring av en för målbolagets aktier noterad kurs i allmänhet betraktas som mycket väsentlig. Tillämpning av undantaget medför dock inte att all koppling till det tidigare förvärvets villkor upphör. Ett procentuellt påslag i förhållande till en noterad kurs vid det tidigare förvärvet, bör följas av ett minst lika stort procentuellt påslag i förhållande till den nya kursen, vid tidpunkten för det offentliga erbjudandet.¹²⁹

Förutom att värdet på vederlaget i samband med det offentliga erbjudandet inte får vara mindre förmånligt än förvärv som skett tidigare än sex månader infinner sig frågan huruvida vederlaget inte heller får ha annan form. Jämförelsen skall enligt motiven huvudsakligen avse en bedömning av värdet på det vid olika

¹²⁸ Motiven till p 7.

¹²⁹ Ibid.

tidpunkter lämnade eller erbjudna vederlaget.¹³⁰ Det torde således inte som utgångspunkt vara otillåtet att förvärva aktier i utbyte mot kontanta medel den 1/1-2001, för att genom ett offentligt erbjudande den 1/5 –2001 förvärva aktier i utbyte mot aktier, under förutsättning att de är lika mycket värda. En sådan tolkning stämmer också överens med den engelska regleringen på området. Enligt *Rule 11* föreligger dock ett krav att erbjuda ett kontant vederlag för ett visst aktieslag, om köparen ensam eller tillsammans med närstående förvärvat 10 % eller mer av aktierna i detta aktieslag mot ett kontant vederlag 12 månader före det offentliga erbjudandet.

NBK/OE II p 7 synes vara tillämplig oavsett omfattningen av det tidigare förvärvet. I de fall där det tidigare förvärvet är väldigt litet till omfattningen torde dock undantag från bestämmelsen vara motiverat. Som ovan nämnts kan undantag från rekommendationen sökas enligt NBK/OE II p2 (se 4.2). I den engelska regleringen (*Rule 6*), som stadgar att ett offentligt erbjudande måste ske på minst lika förmånliga villkor som förvärv skedda inom kortare tid än *tre* månader innan erbjudandets offentliggörande, nämns uttryckligen i *Practice note 6.1*, att undantag kan komma att beviljas om tidigare förvärv är väldigt små, och att aktierna som omfattats av det tidigare förvärvet inte tillhör personer i ledningen för målbolaget, eller närstående till sådana personer.

Undantag torde också kunna beviljas i de fall förvärvet skedde före det offentliga erbjudandet överhuvudtaget övervägts i styrelsen eller bland övriga ledningspersoner i det erbjudande bolaget (jfr. tidigare NBK/OE:s lydelse samt AMN 1988:4).

Regleringen i NBK/OE p 7 har till syfte att förhindra att det förvärvande bolaget först köper ut kontrollposten och sedan lägger ett lågt bud på resterande aktier i form av ett offentligt erbjudande.¹³¹ Regeln träffar dock endast sådana förvärv som skett inom kortare tid än sex månader innan erbjudandet offentliggörs. NBK/OE torde därför inte förhindra att 39 % (i syfte att undkomma budplikten som aktualiseras vid 40 %) av målbolaget köps ut till ett visst vederlag, för att *efter* sex månader offentligt erbjuda resterande aktieägare ett lägre vederlag. I det sk. Företagsfinansmålet (NJA 1985 s 343) ges emellertid den børsrättsliga likabehandlingsprincipen ett vidsträckt tillämpningsområde. Bakgrunden i målet var följande. Beijerinvest AB lämnade i oktober 1979 ett offentligt erbjudande till aktieägarna i Företagsfinans AB att förvärva deras aktier till en kurs av 140 kr per aktie. Ett konsortium av aktieägare i Företagsfinans lämnade ett konkurrerande bud på samma villkor, men med den skillnaden att bara aktieägare med 5000 aktier eller mindre accepterades som säljare. Beijerinvest återkallade sedermera sitt erbjudande. Samtliga bolag i konsortiet hade slutit ett inregistreringskontrakt (nuvarande noteringsavtal) vilket ålade dem att, vid

¹³⁰ Jfr. även AMN 1986:3 vari fastslås att innebörden av likabehandlingsprincipen är ekonomisk.

¹³¹ Afrell, Klahr & Samuelsson, s. 261 f.

lämnande av ett offentligt erbjudande om aktieförvärv, iaktta NBK:s då gällande rekommendation. Vid tidpunkten för erbjudandet stadgades i dåvarande NBK/OE att rekommendationen var tillämplig ”när ett bolag [...] i avsikt att åstadkomma ett samgående (min kurs) med ett svenskt aktiebolag, offentligen erbjuder ägare av aktier i detta bolag att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till det erbjudande bolaget” (jfr nuvarande ordalydelse). Trots att de erbjudande bolagen inte avsåg ett samgående ansåg HD att bestämmelsen skulle gälla generellt utan någon begränsning till fall då samgående mellan bolag avses. HD uttalade att trots att rekommendationen har begränsats till fall av offentliga erbjudande i och för samgående mellan bolag skall den inte tolkas så att likabehandlingsprincipen skall anses sakna eller ha väsentligt mindre betydelse utanför rekommendationens direkta tillämpningsområde.¹³² Det torde emellertid inte vara möjligt, med stöd av HD:s uttalande, att angripa ett förvärv som sker tidigare än sex månader före det offentliga erbjudandet. Rekommendationen har genom 1999 års lydelse fått en mycket precis innebörd (jfr tidigare lydelse) och att utvidga dess tillämpningsområde torde inte vara möjligt. Det bör dock noteras att även om ett sådant förfarande anses förenligt med NBK/OE så kan det anses strida mot god sed på aktiemarknaden (se exempelvis AMN 1992:2). Det står emellertid inte några formella sanktionsmöjligheter till buds för Stockholm fondbörs i de fall förfarandet inte anses strida mot NBK/OE.

Den engelska regleringen skiljer sig i detta avseende från den svenska. Som ovan nämns får ett offentligt erbjudande inte ske på mindre förmånliga villkor än förvärv skedda inom kortare tid än tre månader innan ett erbjudande offentliggjorts, *Rule 6*. Enligt *Rule 6.1 (c)* ges dock ”the Panel” rätt att beakta förvärv skedda tidigare än tre månader innan erbjudandets offentliggörande, om detta anses nödvändigt i syfte att ge effekt till *General Principle 1* (se ovan). I *Practice note 6.2* nämns dock att *Rule 6.1 (c)*, som huvudregel, inte är tillämpning i andra fall än då sådana förvärv skett av aktier tillhöriga personer i ledningen i målbolaget, eller närstående till sådana personer.

6.6 Anpassning av vederlag till andra förvärv under erbjudandets giltighetstid

NBK/OE p 8 stadgar att om köparen, sedan ett erbjudande offentliggjorts, förvärvar aktier i målbolaget enligt villkor som för överlåtaren är förmånligare än erbjudandet, skall villkoren till övriga som omfattas av erbjudandet förbättras i motsvarande mån. Ändring av villkoren i erbjudandet skall utan dröjsmål offentliggöras samt sändas till alla av erbjudandet omfattade aktieägare, vilkas postadresser är kända. Dessutom skall ett tillägg till prospektet upprättas. I likhet med p 7 skall åtgärder som vidtas av köparen jämföras med åtgärder som vidtas av någon till vilken köparen är närstående, på sätt som anges i p 11.¹³³

¹³² Se NJA 1985 s 343 (351 f.).

¹³³ Motiven till p 8-9.

Frågan om närstående begreppets tolkning i samband med förvärv under erbjudandets giltighetstid togs upp av AMN i 1992:2. Bakgrunden till uttalandet var att styrelsen för Aksjeselskapet Freia, "Freia", i Norge beslutat att erbjuda samtliga aktieägare i AB Marabou, "Marabou", att överlåta sina aktier till Freia. Freia erbjöd en rad olika vederlagsformer varav ett innebar ett kontantbelopp på 485 kr för varje aktie av serie A och 470 kr för varje aktie av serie B. Freias största ägare vid tidpunkten för erbjudandets offentliggörande var Norsk Hydro A.S, "Hydro", med ett innehav om 44,2 % av kapitalet och 41,5 % av rösterna. Under erbjudandets giltighetstid förvärvade Hydro ett stort antal A- och B-aktier för 572 kr/aktie. Fråga uppkom om ett sådant förfarande strider mot god sed på aktiemarknaden. AMN uttalade att vid tillämpningen av p 8 skall med åtgärder som vidtas av köparen jämföras åtgärder som vidtas av bl.a. företag inom samma koncern eller annan som anses som närstående enligt p 11. AMN slog fast att ingen koncern förelåg varför bestämmelsen inte ägde tillämpning.¹³⁴ AMN ansåg emellertid att Hydro likväl förfarit i strid med god sed på aktiemarknaden genom att förvärva Marabou-aktier till ett visst pris utan att förvissa sig om att Freia kom att höja sitt bud i motsvarande mån.

6.7 Anpassning av vederlag till andra förvärv efter erbjudandet

Principen om likabehandling måste också upprätthållas i förhållande till de villkor för aktieförvärv som det erbjudande bolaget gör efter att erbjudandetiden gått till ända. Enligt NBK/OE p 9 får köparen under nio månader från det att redovisning av vederlaget enligt erbjudandet har påbörjats inte, genom att nytt offentligt erbjudande eller annorledes, förvärva aktier i målbolaget enligt villkor som är förmånligare för överlåtaren. Denna inskränkning gäller inte, om köparen utger kompenserande vederlag till dem som accepterat det tidigare erbjudandet.

Vid jämförelse med förvärv under (se kapitel 6.6) respektive efter det offentliga erbjudandet, skall likviden enligt erbjudandet samt likviden för ifrågasvarande förvärv normalt värderas efter marknadsförhållandena vid förvärvstidpunkten. Detta innebär bl a att, om erbjudandet har vederlag i form av aktier och dessa stigit i värde, ett förvärv efter det offentliga erbjudandet kan göras till den nya kursen, utan att kompensation behöver lämnas till dem som accepterat betalning i form av aktier vid det tidigare erbjudandet. Avvikelse från principen om värderingen torde vara möjligt vid förvärv i samband med tvångsinlösen.¹³⁵ Detta eftersom den sk. särregeln i 14 kap 31 § ABL (se fotnot 13) skall kunna äga tillämpning.

¹³⁴ För att en "koncern" skall anses föreligga enligt svensk aktiebolagsrätt erfordras att moderbolaget innehar en ägarandel om minst 50 % av rösterna eller kapitalet, 1 kap 5 § ABL.

¹³⁵ Motiven till NBK/OE II p 8-9.

6.8 Andra finansiella instrument

Som ovan nämnts skall även innehavare av andra slag av finansiella instrument vilkas prissättning väsentligen kan komma att påverkas av att noteringen av aktier eller andra värdepapper upphör omfattas av erbjudandet. Erbjudandet måste alltså omfatta t ex värdepapper, som kan konverteras till eller berättiga till nyteckning av sådana aktier, vilkas notering kan komma att upphöra genom erbjudandet. Detsamma gäller sådana värdepapper, som har sin avkastning relaterad till avkastningen av de aktier, vilkas notering kommer att upphöra; exempelvis vinstandelbevis.

Dessa skall enligt NBK/OE II p 6 erbjudas likvärdig premium. Vid tillämpning av rekommendationen skall bl.a. teckningsoption och konvertibelt skuldebrev jämföras med aktier, NBK/OE I p1. Detta innebär att varje innehavarkategori skall ges en rättvis och rimlig behandling. Rekommendationen uppställer dock inget krav på att den budpremie som kan aktualiseras i samband med förvärv av aktier skall vara lika stor för övriga värdepapper. Vederlaget för sådana värdepapper skall dock alltid vara ”skäligt”. Motivet till att NBK inte föreskriver att principen om samma procentuella påslag skall gälla för sådana värdepapper är att utvecklingen av priset på sådana värdepapper, normalt, beroende på värdepapperets villkor, skiljer sig från den underliggande aktiens kursutveckling.¹³⁶ I motiven till NBK/OE stadgas att vid skälighetsbedömningen bör det erbjudna vederlaget för aktierna, villkoren för de berörda värdepapperen och dessas marknadsvärde, samt omständigheter i övrigt beaktas. Stor vikt skall även läggas vid hur tydlig information som lämnas om vederlaget för värdepapperna.

Beroende på att förhållandena skiljer sig åt från fall till fall har det ansetts olämpligt att uppställa en annan beräkningsgrund än den nuvarande. Samma inställning har den engelska regleringen tagit. I *Rule 15* sägs det endast att “[...] the offeror should make an *appropriate* offer or proposal to the stockholders”.

I AMN 1987:7 ställdes frågan huruvida det uppställdes något krav på det erbjudande bolaget att erbjuda teckningsoptionsinnehavare i målbolaget teckningsoptioner i det erbjudande bolaget. AMN uttalade att något sådant krav inte kunde uppställas.

¹³⁶ Motiven till NBK/OE II p 6.

7 Förhållandet mellan den aktiebolagsrättsliga och den börsrättsliga likabehandlingsprincipen

Som ovan nämnts är aktiebolagsrätten till största del en vidareutveckling av det avtalsförhållande som primärt råder mellan bolaget och dess aktieägare. Förhållandet mellan bolaget och dess aktieägare är obligationsrättsligt och detta präglar även utformningen av den likabehandlingsprincip som gäller inom aktiebolagsrätten. Den aktiebolagsrättsliga principen om likabehandling rör förhållandet mellan aktieägarna i bolaget och är således en *intern* princip. Bortsett från de grundläggande aktiebolagsrättsliga bestämmelserna om bolagsorganens kompetens, likabehandling m.m., saknar svensk aktiebolagsrätt uttryckliga regler rörande behandling av aktieägare i bolag som är föremål för uppköpserbjudande. Det bör emellertid noteras att likabehandlingsprincip i NBK/OE sägs vara baserad på likabehandlingsprincipen i ABL.¹³⁷ Frågan som infinner sig är huruvida ABL:s likabehandlingsprincip, som är en intern princip, kan utsträckas till att omfatta även potentiella aktieägare, d v s aktieägare i målbolaget i samband med ett *share-for-share* erbjudande. Svensk aktiebolagsrätt innehåller regler som träffar andra aktieägare än de befintliga i bolaget. Enligt ABL 3 kap 3 § kan förbehåll intagas att aktieägare eller annan skall vara berättigad att lösa aktie (hembudsförbehåll), som övergår till ny ägare. Ny ägare kan inte föras in i aktieboken förrän det visat sig att lösningsrätten inte begagnats, ABL 3 kap 7 §. Dessa regler tar således sikte även på presumtiva aktieägare. Även i ABL 15 kap finns regler som träffar andra än den befintliga ägarkretsen (se 15 kap 1 §). Det är dock inte möjligt att utsträcka aktiebolagsrättens likabehandlingsprincip till att omfatta även andra aktieägare än de i det erbjudande bolaget. För att NBK/OE:s likabehandlingsprincip skall äga tillämpning krävs en kontraktsrelation mellan bolaget och OM Stockholm fondbörs. Aktieägare i målbolaget, som visserligen är presumtiva aktieägare i det erbjudande bolaget, har således inte rätt att bli likabehandlade i samband med en budsituation på grundval av ABL.

I vilken omfattning andra aktieägare på aktiemarknaden, i samband med ett offentligt erbjudande, kan kräva att bli likabehandlade av bolag i vilka de inte äger aktier eller andra värdepapper, är en fråga för den börsrättsliga likabehandlingsprincipen. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen tar sikte på *potentiella* aktieägare målbolaget, och ålägger det erbjudande bolag att inte otillbörligt gynna någon aktieägare eller aktieägarkategori i förhållande till andra

¹³⁷ Se Sundqvist, S-I (1988), *Börsen och börsföretagen*, i Hägg, I (red), *Stockholm Fondbörs. Riskkapitalmarknad i omvandling*, s. 103 ff.

aktieägare i samband med ett offentligt erbjudande. Sistnämnda princip är således en *extern* princip. Det har ansetts väsentligt för förtroendet för aktiemarknaden att ingen aktieägare eller aktieägargrupp i ett målbolag på ett otillbörligt sätt gynnas i förhållande till andra aktieägare i samma bolag i samband med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv.

De olika likabehandlingsprinciperna yttrar de sig även på olika sätt. Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är lagfäst genom ABL 3 kap 1 §, 8 kap 34 § samt 9 kap 37 §, medan dess börsrättsliga motsvarighet uttrycks genom rekommendationer utgivna av Näringslivets börskommitté. NBK/OE är som namnet antyder en rekommendation, och inte i sig bindande. NBK/OE intar dock en särställning eftersom hänvisning sker till rekommendationen i det standardavtal som måste undertecknas av samtliga bolag som önskar bli noterade på OM Stockholm fondbörs.¹³⁸ Ett aktiebolag kan således välja att underteckna noteringsavtalet, och därmed göra rekommendationen bindande på kontraktuell grund, eller avstå från att bli noterad på OM Stockholm fondbörs.¹³⁹ Med tanke på NBK/OE:s karaktär och betydelse för aktiemarknaden torde det inte vara felaktigt att betrakta rekommendationen som en rättsordning *sui generis*. Eftersom rekommendationen bär klara drag av en rättsordning uppbyggd på bindande lagregler, såsom svensk aktiebolagsrätt, bör sedvanlig juridisk argumentation kunna tillämpas. Detta innebär en argumentering som på ett korrekt och hållbart sätt är baserad på rättskällor och andra juridiska relevanta argument.¹⁴⁰

I likhet med den juridiska argumentationen bör också som utgångspunkt sedvanliga lagtolkningsprinciper kunna tillämpas på NBK/OE, trots dess karaktär av rekommendation. Vid lagtolkning finns ett antal olika metoder att tillgå.¹⁴¹ Enligt teleologisk lagtolkning försöker man (i korta ordalag), efter en beskrivning av textens språkliga innebörd, utröna lagregelns ändamål. Det är synnerligen vanligt att AMN i sina avgöranden hänvisar till NBK/OE:s ändamål; vilket är att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. I motiven sägs uttryckligen att det är väsentligt för förtroendet för aktiemarknaden att ingen aktieägare eller aktieägargrupp på ett otillbörligt sätt gynnas i förhållande till andra aktieägare i samband med ett offentligt erbjudande. Detta marknads- och tredjemansargumentet, som är väl förankrat inom börsrätten, känns inte lika tydligt igen inom aktiebolagsrätten. Aktiebolagslagen innehåller istället interna regler som syftar till att skydda minoritetsägare mot maktmissbruk från

¹³⁸ Det bör noteras att hänvisning sker även till andra rekommendationer. Se noteringsavtalets bilaga 2.

¹³⁹ Betydelsefulla och omfattande standardavtal, exempelvis kollektivavtal inom arbetsrätten, har i vissa fall på dess omfattning karakteriserats som ”en liten rättsordning för sig”. Se Peczenik, Aleksander (1980), *Juridikens metodproblem. Rättskälletära och lagtolkning*, s. 138.

¹⁴⁰ Peczenik, Aleksander (1995), *Juridikens teori och metod. En introduktion till allmän rättslära*, s. 30 f, 35 f.

¹⁴¹ Läsaren hänvisas i detta avseende till Peczenik (1995), s. 50 ff.

majoritetens sida. Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är en av grundpelarna i det minoritetsskydd som tillgodoses genom ABL.¹⁴² Som ovan visats (se kap 5.2) kan emellertid ABL:s likabehandlingsprincip i vissa situationer även användas av majoriteten. Eftersom den börsrättsliga likabehandlingsprincipen syftar till att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, och således inte enbart inriktar sig på befintliga aktieägare i ett bolag, infinner sig frågan huruvida det finns något utrymme att kringgå den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i NBK/OE II, genom hänvisning till att beslutet är företagsekonomiskt riktigt. Eftersom de olika principerna delvis har olika ändamål torde möjligheten att kringgå de båda också vara olika. Som tidigare återgivits torde det inte finnas något utrymme för att kringgå den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen genom hänvisning till företagets bästa. Detta eftersom bolaget inte skall ses som en separat rättsfigur skild från aktieägarna i detta avseende. Ett sådant synsätt torde inte vara applicerbart på den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, eftersom den inte syftar till att lösa en intern konflikt, utan en *extern* konflikt mellan ett erbjudande bolag och ett målbolags aktieägare. I syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden försöker den börsrättsliga likabehandlingsprincipen istället frambringa ett visst önskvärt beteende hos ett¹⁴³ bolag i samband med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv. Det erbjudande bolaget i samband med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv torde således inte med framgång kunna argumentera för att föreslagen prisdifferentiering skall godtas eftersom det är till gagn för det erbjudande bolaget (företagsekonomiskt riktigt), eller nödvändigt för förvärvets genomförande. Det förhållande att ett visst pris vid en föräffar (eller prisdifferentiering i samband med erbjudandets framläggande) kan vara en förutsättning för att denna affär över huvudtaget skall kunna genomföras saknar i princip betydelse för bedömningen av vad som är förenligt med god sed på aktiemarknaden vid ett offentligt erbjudande.¹⁴⁴

Övervägande skäl talar även för att NBK/OE:s likabehandlingsprincip är mer flexibel i dess tolkning än dess motsvarighet inom aktiebolagsrätten. Detta i huvudsak p g a dess karaktär av rekommendation. Som ovan visats (se 6.1), är de börsrättsliga principerna mer allmänna och vaga, de uttrycker någon form av ideal. Principernas allmänna karaktär torde också kunna avspegla sig i tolkningen av de samma. Det torde vara möjligt att utsträcka tillämpningsområdet för NBK/OE:s likabehandlingsprincip, även till situationer som inte täcks av dess ordalydelse. I det betänkande (SOU 1973:60 s. 81 ff. - se ovan 3.1.3) som ligger till grund för systemet med noteringsavtalet påpekades att rekommendationens tillämpningsområde var begränsat men att den i möjligaste mån skulle få en

¹⁴² Prop. 1975:103 s. 311 f.

¹⁴³ Det bör emellertid noteras att NBK/OE II även innehåller regler som träffar *målbolagets* ledning i samband med ett offentligt erbjudande. Exempelvis får inte målbolagets styrelse eller ledning, när ett offentligt erbjudande lämnats, utan stöd av bolagsstämmans beslut vidta åtgärd i fråga om bolaget, som är ägnad att äventyra erbjudandets vidhållande, NBK/OE II p 13.

¹⁴⁴ AMN 1999:19, jfr 1991:3.

motsvarande tillämpning i situationer som inte formellt omfattades.¹⁴⁵ Även HD har i ett avgörande utvidgat rekommendationens tillämpningsområde till att omfatta en situation som inte direkt omfattades av dess ordalydelse (se 6.5). Det torde inte vara möjligt att utvidga ABL:s likabehandlingsprincip i motsvarande omfattning. Den flexibilitet som präglar NBK/OE:s utformning torde vara till gagn för aktiemarknaden. Omständigheterna i de fall som hamnar på AMN:s bord är speciella, och det är därför svårt att reglera varje tänkbar situation som kan uppkomma. Det är således bättre att AMN ges rätt att utvidga NBK/OE:s tillämpningsområde och därmed har möjlighet att avgöra varje fall på sina speciella omständigheter. Denna rätt har även uttryckligen tillerkänts AMN:s engelska motsvarighet, "the Panel". Man bör dock intaga viss försiktighet i samband med utvidgning av den børsrättsliga likabehandlingsprincipens tillämpningsområde.

¹⁴⁵ Fondbörsutredningens uttalanden godtogs av departementschefen i prop. 1975/76:175 s. 18 ff.

8 Avslutande kommentar

8.1 Likabehandling enligt ABL i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv

Den rent aktiebolagsrättsliga situationen som kan uppkomma i samband med ett offentligt erbjudande, och där aktieägare riskerar att komma i kläm, är när vederlaget för aktierna betalas genom nyemission av aktier. I de situationer där vederlaget för de förvärvade aktierna utgörs av aktier i det förvärvade bolaget har nämligen inte de befintliga aktieägarna någon företrädesrätt. Majoriteten kan i detta fall, i eget intresse, besluta om strukturförändringar genom ökning av aktiekapitalet utan att medge företrädesrätt vid aktieteckning. Detta innebär att en i vissa fall omfattande röstförskjutning kan ske (se exempel i kapitel 5.4) samt att minoritetens aktier kan minska i värde. Det remedium som står till minoritetens förfogande vid apportemissioner är generalklausulen, 9 kap 37 § ABL. Inom svensk doktrin har det under en längre tid, och med visst stöd i förarbetena, förts en debatt huruvida likabehandlingsprincipen kan ignoreras om ett beslutet är företagsekonomiskt riktigt (se kapitel 5.1.1, 5.2). Likabehandlingsprincipen torde inte kunna åsidosättas med hänvisning till att åtgärden är i bolagets intresse och företagsekonomiskt riktig. Likhetsprincipen syftar till att lösa interna konflikter mellan aktieägarna.¹⁴⁶ Bolaget torde inte ses som en separat rättsfigur i detta avseende, skild från aktieägarna, varför man rimligtvis inte torde kunna hänvisa till att beslutet var gynnsamt för bolaget och på detta sätt åsidosätta likhetsprincipen. Det bör emellertid noteras att 9 kap 37 § ABL, som bekant, uppställer ett krav på otillbörlighet varför minoriteten måste tåla en viss värdeminskning av deras aktier till följd av att apportemissionen görs till underkurs samt att en viss förskjutning i röstetalet.¹⁴⁷ Det är möjligt att nivån för huruvida ett beslut är otillbörligt höjs om beslutet objektivt sett förstärker bolagets position på marknaden, men man bör inte kategoriskt kunna hävda att likabehandlingsprincipen skjuts åt sidan i alla situationer då beslutet är företagsekonomiskt riktigt. Detta torde vara alltför lätt att framföra företagsekonomiska argument för att rättfärdiga en åtgärd som i andra avseende karakteriserats som otillbörlig.

¹⁴⁶ Jfr. Rodhe, s. 245.

¹⁴⁷ Jfr NJA 1989 s 751.

8.2 Den börsrättsliga likabehandlingen i samband med offentligt erbjudande om aktieförvärv

Som bekant träffar den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen de befintliga aktieägarna i det erbjudande bolaget. Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen tar istället sikte på aktieägarna i målbolaget, och ålägger det erbjudande bolaget en skyldighet att erbjuda samma vederlag för alla aktier i målbolaget och inte prisdiskriminera någon aktieägarkategori.

Enligt NBK/OE p 5 skall innehavare av aktier med identiska villkor erbjudas ett identiskt vederlag, om inte särskilda skäl föreligger. Detta innebär således att aktieägande styrelseledamöter, som huvudregel, inte får erbjudas kontant ersättning för sina A-aktier medan övriga A-aktieägare endast erbjuds aktier i det erbjudande bolaget. Praxis har emellertid visat att tungt praktiska skäl kan motivera undantag (se ovan citerat AMN1994:2). I motiven nämns också, som exempel på när undantag är motiverat, att aktieägare av legala eller andra liknande skäl inte kan mottaga det vederlag, som köpare valt att offentligen erbjuda aktieägarna. Detta motivuttalande bör emellertid tolkas restriktivt, och inte exempelvis berättiga till att vissa personer, tillhörande en viss religion vars religiösa skrift förbjuder förtäring av alkohol, bli ersatt med kontanta medel, istället för aktier i ett bolag som tillverkar alkohol.

En av de mest centrala bestämmelserna i den börsrättsliga likabehandlingsprincipen är NBK/OE p 6, som stadgar att innehavare av aktier med icke identiska villkor kan ges erbjudande som skiljer sig åt i fråga om vederlaget, men att förekommande premium i förhållandet till marknadsvärdet skall vara lika stor, om inte särskilda skäl föranleder annat. Denna bestämmelse öppnar dörren till vad som är tämligen vanligt i samband med ett offentligt erbjudande om aktieförvärv, nämligen prisdifferentiering mellan aktieägarkategorier. I motiven nämns att kommersiella- och marknadsmässiga kan motivera avvikelser från huvudregeln om lika stor budpremie. Någon ledning till hur bestämmelsen skall tolkas ges inte i rekommendationen. I motiven nämns endast att skillnader i behandlingen av olika aktieägarkategorier aldrig får vara oskäliga, samt att förekommande skillnader skall motiveras. Varje förekommande prisdifferentiering får således avgöras på sina speciella omständigheter. AMN har emellertid visat sig vara villig att godta tämligen stora prisdifferentieringar. Det bör också uppmärksammas att AMN i samtliga fall den har haft att avgöra huruvida en prisdifferentiering stridit mot NBK/OE p 6, godtagit föreslagen prisdifferentiering. En högre budpremie torde vara motiverad i de fall där det förekommer en skillnad i aktiernas röstvärde (se ovan citerat AMN 1999:19 samt motiven till NBK/OE p 6). Detta synes rimligt eftersom värdet i en aktie ofta mäts i förhållande till dess inflytande i bolaget. Även för att lösa en synnerligen konfliktfylld situation har en betydande prisdifferentiering godtagits. Man bör

dock även kunna väga in de konsekvenser som kan bli följden om förvärvet inte genomförs. Trots förekommande prisdifferentiering kan budet medföra ett positivt ekonomiskt utfall även för ägare av röstsvaga aktier. Detta speciellt i fall (mål-) bolag vars aktier länge haft en dålig kursutveckling. Detta vore synd om det erbjudande bolaget i ett sådant fall valde att inte genomföra budet med anledning av ifrågasatt prisdifferentiering skulle strida mot god sed på aktiemarknaden.

Enligt NBK/OE p 6 skall *alla* värdepapper vilkas prissättning kan komma att väsentligt påverkas av att noteringen av aktier eller andra värdepapper som omfattas av erbjudandet skulle upphöra, omfattas av erbjudandet. Erbjudandet måste således omfatta t ex värdepapper, som kan konverteras till eller berättiga till nyteckning av sådana aktier, vilkas notering kan komma att upphöra med nyteckningen.

Den börsrättsliga principen om att målbolagets aktieägare skall ges en likvärdig behandling medför att villkoren i ett offentligt erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren avseende andra aktieförvärv som köparen gör före eller efter framläggandet av det offentliga erbjudandet. Detta synes ytterst rimligt då det annars skulle vara möjligt för det erbjudande bolaget att köpa ut en stor kontrollpost dyrt och sedan, i samband med det offentliga erbjudandet, erbjuda ett lägre vederlag. Bestämmelsen är dock väldigt precis och synes träffa endast förvärv som skett inom kortare tid än sex månader innan erbjudandet offentliggörs. Detta synes därför vara tillåtet att förvärva 39 % (i syfte att undkomma budplikten som aktualiseras vid 40 %) av målbolagets aktier till ett visst vederlag, och sedan efter sex månader offentligt erbjuda resterande aktieägare ett lägre vederlag för deras aktier. Rekommendationen har av HD, i det sk. Företagsfinansmålet¹⁴⁸ (se ovan citerat under 6.5), givits ett vidsträckt tillämpningsområde men torde inte kunna utsträckas till att omfatta förvärv som sker tidigare än sex månader före det offentliga erbjudandet. Detta hindrar dock inte att ett sådant förfarande, som genomförs uteslutande för att kringgå NBK/OE:s ordalydelse, kan anses strida mot god sed på aktiemarknaden. Undantag från bestämmelsen torde kunna beviljas, enligt NBK/OE i p 2, om det tidigare förvärvet är väldigt litet i omfattningen.

8.3 Förhållandet mellan den aktiebolagsrättsliga och den börsrättsliga likabehandlingsprincipen

Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i 3 kap 1 §, 8 kap 34 § samt 9 kap 34 § ABL, är en intern princip och berör det obligationsrättsliga förhållandet mellan aktiebolaget och dess aktieägare. ABL innehåller emellertid även regler som träffar andra aktieägare (presumtiva aktieägare) än de befintliga i bolaget. Enligt ABL 3 kap 3 § kan förbehåll intagas att aktieägare eller annan skall vara berättigad att lösa aktie (hembudsförbehåll),

¹⁴⁸ NJA 1985 s 343.

som övergår till ny ägare. Ny ägare kan inte föras in i aktieboken förrän det visat sig att lösningsrätten inte begagnats, ABL 3 kap 7 §. Dessa regler tar således sikte även på presumtiva aktieägare. Även i ABL 15 kap finns regler som träffar andra än den befintliga ägarkretsen (se 15 kap 1 §).

Det är dock inte möjligt att utsträcka aktiebolagsrättens likabehandlingsprincip till att omfatta även andra aktieägare än de i det erbjudande bolaget. Aktieägare i målbolaget, som visserligen är presumtiva aktieägare i det erbjudande bolaget i samband med ett *share-for-share* - erbjudande, kan således inte räkna med att bli likabehandlade i samband med en budsituation på grundval av ABL. Dessa aktieägare skyddas istället av den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, som ålägger det erbjudande bolaget en skyldighet att inte otillbörligt gynna någon aktieägare eller aktieägargrupp i förhållande till andra aktieägare i samband med ett offentligt erbjudande. Sistnämnda princip är således en extern princip eftersom den tar sikte på andra än de befintliga aktieägarna i (det erbjudande-) bolaget. För att NBK/OE:s likabehandlingsprincip skall vara tillämplig krävs dessutom en kontraktrelation mellan bolaget och OM Stockholm fondbörs. Slutsatsen är således att likabehandlingsprincipen såsom den uttrycks i NBK/OE endast kan aktualiseras i de fall bolaget står i avtalsförhållande med OM Stockholm fondbörs. Aktieägare i onoterade bolag som är föremål för uppköp får således förlita sig på det erbjudande bolagets välvilja att likabehandla aktieägare i en budsituation.

Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen, såsom den uttrycks i detta arbete, bär karaktären av en rekommendation, medan den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen är lagfäst genom ABL. Med tanke på NBK/OE:s utformning och viktiga betydelse för aktiemarknaden torde den emellertid betraktas som en rättsordning *sui generis*. Detta leder till att sedvanlig juridisk argumentation bör tillämpas, samt att sedvanliga lagtolkningsprinciper bör kunna tillämpas.

Den börsrättsliga likabehandlingsprincipen torde även kunna utsträckas i dess tillämpningsområde i större omfattning, än dess aktiebolagsrättsliga motsvarighet. Även HD har i ett avgörande utvidgat rekommendationens tillämpningsområde till att omfatta en situation som inte direkt omfattades av dess ordalydelse (se 6.5). Den flexibilitet som präglar NBK/OE:s utformning torde vara till gagn för aktiemarknaden. Omständigheterna i de fall som hamnar på AMN:s bord är speciella, och det är därför svårt att reglera varje tänkbar situation som kan uppkomma. Det är således bättre att AMN ges rätt att utvidga NBK/OE:s tillämpningsområde och därmed har möjlighet att avgöra varje fall på sina speciella omständigheter. Denna rätt har även uttryckligen tillerkänts AMN:s engelska motsvarighet. Man bör dock intaga viss försiktighet i samband med utvidgning av den börsrättsliga likabehandlingsprincipens tillämpningsområde

Käll- och litteraturförteckning

Riksdagstryck

SOU 1971:15

SOU 1973:60

SOU 1979:9

SOU 1981:78

Prop 1973:93

Prop 1975:93

Prop 1975:103

Prop 1975/76:175

Prop 1986/87:76

Prop 1991/92:113

Litteratur

Afrell, Lars, Klahr, Håkan & Samuelsson, Per (1998), Lärobok i kapitalmarknadsrätt. Stockholm, Juristförlaget, 2:a uppl.

Bergström, Clas, Samuelson (1997), Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys. Stockholm, Nerenius & Santéus Förlag AB.

Bergström, Clas, Rydqvist, Kristian (1992), Marknaden för företagskontroll – en analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag. Stockholm, SNS Förlag (Studieförb. Näringsliv och Samhälle).

Dotevall, Rolf (1989), Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. Stockholm, Norstedt.

Farrar, John & Hannigan, Brenda (1998), Farrar's Company Law. London, Butterworths. 4:e uppl.

Hultmark, Christina (1992), Kontraktsbrott vid köpa av aktie: särskilt om fel. Stockholm, Juristförlaget.

Johansson, Svante (1990), Bolagsstämma. Stockholm, Juristförlaget.

Kedner, Gösta & Roos, Carl-Martin (1991), Aktiebolagslagen jämte Bokföringslagen bestämmelser om årsbokslut med kommentar del I. Stockholm, Norstedts juridikförlag. 4:e uppl.

Kristiansson, Björn (1995), God sed på aktiemarknaden. Stockholm, Juristförlaget.

Kristiansson, Björn (1996), Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år. Stockholm, Norstedts juridik.

Kristiansson, Björn (1996), Guide till aktiemarknadsrätten. Stockholm, Juristförlaget.

Moberg, Krister, Samuelson, Per (1989), Börsrätt. Stockholm, Norstedt.

Nial, Håkan & Johansson, Svante (1998), Svensk associationsrätt i huvuddrag. Stockholm, Norstedts juridik. 7:e uppl.

Palmer, Francis Beaufort (1999), Palmer's company Law. London, Sweet & Maxwell. 25:e uppl. Principal editor Geoffrey Morse.

Peczenik, Aleksander (1980), Juridikens metodproblem. Rättskällelära och lagtolkning. Stockholm, Almqvist & Wiksell Förlag AB. 2:a uppl.

Peczenik, Aleksander (1995), Juridikens teori och metod. En introduktion till allmän rättslära. Stockholm, Fritzes Förlag AB.

Rodhe, Knut (2000), Aktiebolagsrätt. Stockholm, Norstedts juridik. 19:e uppl. (rev.) omarbetad av Rolf Skog.

Sundqvist, S-I (1988), Börsen och börsföretagen, i Hägg, I (red), Stockholm Fondbörs. Riskkapitalmarknad i omvandling,

Weinberger, M.A., Blank, M.V. & Greystoke, A.L. (1979), Weinberger & Blank on Take-overs and Mergers. London, Sweet & Maxwell. 4:e uppl.

Åhman, Ola (1997), Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten: om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt. Uppsala, Iustus Förlag.

Tidskrifter

Munck, Johan (1996), "Aktiemarknadsnämndens tio år" i SvJT.

Norberg, Claes (1999), "Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal" i Handelsrättslig skriftserie nr 13,

Skog, Rolf (1999), "Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden" i Nordisk tidskrift för selskabsret nr 2.

Pehrsson, Lars (1987), "Generalklausuler i aktiebolagslagen" i Festskrift till Sveriges Advokatsamfund.

Bergström, Clas, Högfeldt, Peter & Samuelsson, Per (1994), "Om kravet på likabehandling av aktieägare" i Tidskrift för Rettsvitenskap (TfR).

Internet

www.aktiemarknadsnamnden.se

www.om.se

www.thetakeoverpanel.org.uk

Övrigt

Bergström, Clas, Rydqvist, Kristian (1989), "Different offers to voting and non-voting shares in acquisitions" i Stockholm School of Economics Occasional paper. Stockholm. SNS Förlag.

Börsregler –Handledning till noteringsavtal och listningskrav (2000) Stockholm fondbörs.

Rättsfallsförteckning samt avgöranden från Aktiemarknadsnämnden

Nytt juridiskt arkiv, avd 1 (NJA)

NJA 1963 s 431

NJA 1977 s 393

NJA 1985 s 343

NJA 1989 s 751

Avgöranden från Aktiemarknadsnämnden

AMN 1986:2

AMN 1986:3

AMN 1987:7

AMN 1988:1

AMN 1988:4

AMN 1988:7

AMN 1988:12

AMN 1989:4

AMN 1989:6

AMN 1989:7

AMN 1990:2

AMN 1990:3

AMN 1990:6

AMN 1990:8

AMN 1991:3

AMN 1992:2

AMN 1992:4

AMN 1994:2

AMN 1994:3

AMN 1994:4

AMN 1998:7

AMN 1999:9

AMN 1999:13

AMN 1999:19

AMN 2000:3