



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Emma Greiff

Syftesenlig och lämplig?

En undersökning av budpliktens tillämpning i Sverige och
dess lämplighet ur ett rättsekonomiskt perspektiv

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 VT2019

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRKORTNINGAR	5
1 INLEDNING	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	7
1.3 Metod och perspektiv	7
1.3.1 Rättsdogmatisk metod	7
1.3.2 Aktiemarknadsrättens rättskällor i den rättsdogmatiska metoden	8
1.3.3 Rättsekonomiskt perspektiv	10
1.4 Material	10
1.5 Definitioner och terminologi	11
1.6 Avgränsningar	12
1.7 Disposition	14
2 TEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER	15
2.1 Inledning	15
2.2 Rättsekonomi som teori och perspektiv	15
2.3 Aktiebolagets övergripande ändamål	17
2.4 Aktiemarknadens övergripande ändamål	18
2.5 Bolagsstyrning	19
2.5.1 Bolagsstyrningens ekonomiska dimension	19
2.5.2 Marknadssystemet	20
2.5.3 Kontrollägarsystemet	21
2.5.4 Den svenska bolagsstyrningsmodellen	21
2.5.5 Utvecklingen av ägarmodeller på den svenska aktiemarknaden	22
2.6 Marknaden för företagskontroll	24
2.6.1 Motiv och drivkrafter bakom företagskontroll	24
2.6.2 Budpliktens betydelse för effektiva kontrollägarskiften	25
2.6.3 Betydelsen av privat nytta på den svenska aktiemarknaden	26
2.7 Sammanfattande kommentarer	27
3 BUDPLIKTENS FRAMVÄXT OCH SYFTE	28

3.1	Inledning	28
3.2	Med inspiration från Storbritannien	28
3.2.1	Takeover Code	28
3.2.2	Budplikten i Takeover Code	29
3.3	Budplikten i EU-rätten	29
3.3.1	Pennington-rapporten	29
3.3.2	Inledande lagstiftningsförsök i EU	30
3.3.3	Lagstiftningsförsök 1996 och framåt	31
3.3.4	Det trettonde bolagsdirektivet	32
3.4	Budplikten i Sverige	33
3.4.1	Den svenska regleringen innan takeoverdirektivet	33
3.4.2	Den svenska implementeringen av takeoverdirektivet	34
3.5	Budpliktens syfte	35
3.5.1	Likabehandling av aktieägare	35
3.5.2	Rätt till premie	36
3.5.3	Rätt till exit	37
3.6	Sammanfattande kommentarer	38
4	BUDPLIKTENS UPPKOMST OCH INNEBÖRD	39
4.1	Inledning	39
4.2	Regelverkens inbördes förhållande	39
4.3	När uppkommer budplikt?	40
4.3.1	Budpliktsgränsen	40
4.3.2	Vad innebär ”förvärv” i LUA:s mening?	40
4.3.3	Budplikt genom närstående	41
4.3.3.1	Närstående genom koncern	41
4.3.3.2	Närstående genom familj	42
4.3.3.3	Närstående genom avtal eller samverkan	42
4.3.4	Andra fall då budplikt kan uppkomma	44
4.4	Att lägga ett budpliktsbud	45
4.4.1	Offentliggörande av innehavet	45
4.4.2	Erbjudandet ska lämnas till alla	45
4.4.3	Vederlag för aktierna	46
4.5	Sammanfattande kommentarer	48
5	UNDANTAG OCH DISPENS FRÅN BUDPLIKT	49
5.1	Inledning	49
5.2	Undantag från budplikt	49
5.3	Dispens från budplikt	50
5.3.1	Särskilda skäl	50
5.3.2	Apportemission vid förvärv	51

5.3.3	Emission som ett led i rekonstruktion och företrädesemission	52
5.3.4	Emissionsgarantier	53
5.3.5	Inget kontrollägarskifte	53
5.3.6	Budplikt utan aktivt medverkande	54
5.3.7	Begränsning av röstetal och överlåtelsebegränsningar	54
5.3.8	Fall då budpliktsdispens inte medgivits	54
5.3.9	Förlängning av dispens	55
5.4	Sammanfattande kommentarer	55
6	BUDPLIKTSDEBATTEN DE LEGE FERENDA	57
6.1	Inledning	57
6.2	Tre olika röster i budpliktsdebatten	58
6.3	Sammanfattande kommentarer	59
7	ANALYS	61
7.1	Inledning	61
7.2	Tillämpas svenska budpliktsregler syftesenligt?	61
7.3	Är budpliktsreglerna lämpliga på den svenska aktiemarknaden?	65
7.4	Avslutande kommentarer	68
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	70
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	77

Summary

This thesis examines the Swedish mandatory bid rule from a law and economics perspective. The purpose is to study whether or not the rule is applied in a way that satisfies its purposes, and if it is suitable for the Swedish market, which is complemented by an argumentation *de lege ferenda*.

Law and economics literature on takeovers is reviewed to serve as perspective for the thesis. The questions posed are answered using a legal dogmatic method examining the application of the mandatory bid rule. In order to identify the purposes of the rule, its emergence is studied. The Swedish rules on mandatory bids and exemptions issued are examined to analyse if they are applied properly. In order to illustrate the present debate on the topic, and to argue it *de lege ferenda*, three views of researchers on how the mandatory bid rule should be designed are presented.

The mandatory bid rule has been implemented correctly into Swedish law, but there is a generous practice of exemptions. Despite this, it satisfies the purposes of the mandatory bid rule, as the generous practice of exemptions is called for in consideration of its extensive scope.

The debate on how the mandatory bid rule should be designed chiefly concerns the trade-off between economic efficiency and protection of minority shareholders. In the Swedish case, the minority protection provided by the mandatory bid rule seems to miss its target. From a law and economics perspective, it is thus not optimal, arguably because the structure and the corporate governance of the Swedish market are different from those optimal for a mandatory bid rule. Making the mandatory bid rule default, meaning that the shareholders can opt out from the rule by a decision at the shareholders' meeting instead of a compulsory mandatory bid rule, should be evaluated as an attractive option for the Swedish market.

This because it may create flexibility in parallel to maintaining confidence in the market.

Sammanfattning

Denna uppsats undersöker budplikten på den svenska aktiemarknaden ur ett rättsekonomiskt perspektiv. Syftet är dels att undersöka om de svenska budpliktsreglerna tillämpas syftesenligt, dels om budplikten är lämplig på den svenska aktiemarknaden ur ett ekonomiskt perspektiv, vilket kompletteras med en argumentation de lege ferenda.

Rättsekonomisk litteratur om offentliga uppköpserbjudanden presenteras för att tjäna som perspektiv för uppsatsen. Uppsatsens frågeställningar besvaras genom att använda en rättsdogmatisk metod för att undersöka budpliktens tillämpning i Sverige. För att fastställa budpliktens bakomliggande syften undersöks framväxten av budplikten. För att utreda hur budplikten tillämpas i Sverige studeras de svenska budpliktsreglerna och dispensinstitutet för budplikt. För att illustrera den pågående debatten om budplikten och i syfte att föra en argumentation de lege ferenda presenteras tre forskares åsikter om hur budplikten borde utformas idag.

Budpliktsreglerna har implementerats korrekt i Sverige, men att det finns en generös dispenspraxis. Trots detta tillämpas budpliktsreglerna syftesenligt och den generösa dispenspraxisen behövs med tanke på det stora tillämpningsområde som budplikten har.

Debatten om hur budplikten borde utformas präglas av avvägningen mellan ekonomisk effektivitet och minoritetsskyddsintressen. I det svenska fallet missar dock det minoritetsskydd som budplikten ämnar uppnå sitt mål något. Budplikten är ur ett rättsekonomiskt perspektiv inte är lämplig på den svenska aktiemarknaden eftersom den svenska aktiemarknaden har en annan struktur och en annan form av bolagsstyrning än den som vore optimal för en budpliktsreglering. Att göra budplikten till en standardreglering, dvs. en reglering som aktieägarna på en stämma kan välja att inte låta tillämpa, istället för att ha budpliktregleringen som en tvingande regel borde

utvärderas som ett optimalt alternativ för Sverige. Detta alternativ skapar flexibilitet, samtligt som budpliktens förtroendegivande egenskap bevaras.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
CFD	Contracts for differences
EOR	Equal opportunity rule
ESMA	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
MR	Market rule
NBK	Näringslivets Börskommitté
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
Takeover Code	The City Code on Takeovers and Mergers
Takeoverdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden
Takeover-reglerna	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Den 21 april 2004 undertecknade Europaparlamentets ordförande och Europeiska unionens råds ordförande direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden (takeoverdirektivet). Detta var resultatet av ett stort harmoniseringsprojekt på det bolagsrättsliga området i Europeiska unionen (EU) där takeoverdirektivet utgjorde det trettonde bolagsdirektivet.¹ Direktivet inkluderade nya regler om offentliga uppköpserbjudanden och en central nyhet i direktivet var reglerna rörande budplikt. Budplikten innebär i korthet att om en förvärvare förvärvar aktier i ett bolag över en viss gräns, är denne förpliktigad att lämna ett offentligt uppköpserbudande för bolagets resterande aktier.² Takeoverdirektivet och budplikten hade föregåtts av mycket debatt i EU och lagstiftningsarbetet hade påbörjats redan på 1970-talet. I Sverige debatterades det även mycket under 1990-talet då Sverige gick med i EU.³

Budplikten är mycket omdiskuterad och debatten om budplikten är aktuell än i dag. Att aktiemarknaden är i ständig förändring genom en ökad globalisering och en ökning av reglering på området bidrar till detta. Kärnan i aktuell kritik utgörs av hur långtgående budpliktsreglerna bör vara och hur avvägningen mellan de intressen som budplikten ska skydda står emot den hämmande effekt som budpliktsreglerna påstås ha på aktiemarknaden. Budplikten är således en juridisk reglering med ett stort ekonomiskt inslag och debatten kring budplikten rör sig därför i gränslandet mellan ekonomi och juridik. Avvägningen mellan skyddsobjekt och ekonomisk effektivitet är av stor betydelse. En komplicerande faktor är att budplikten verkar på ett lands aktiemarknad och att strukturen och sättet bolag styrs på olika

¹ Dejmek (2002) s. 593 f.

² SOU 2005:58 s. 47; Nyström m.fl. (2018) s. 29.

³ Se t.ex. Skog (1997); Bergström och Rydqvist (1992).

aktiemarknader i EU skiljer sig väsentligt, vilket gör att budplikten också får olika effekter i olika länder.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsen syftar till att utreda den svenska regleringen rörande budplikt. Tillämpningen av budplikten enligt svensk rätt kommer utredas för att undersöka huruvida bestämmelserna om budplikt tillämpas i enlighet med dess bakomliggande syften. Vidare syftar uppsatsen till att undersöka om budplikten på den svenska aktiemarknaden är lämplig ur ett rättsekonomiskt perspektiv. Utifrån det rättsekonomiska perspektivet och tillämpning på den svenska marknaden kommer en argumentation de lege ferenda att föras.

För att uppnå uppsatsens syfte kommer följande frågeställningar att besvaras:

1. Tillämpas de svenska budpliktsreglerna i enlighet med budpliktens syften?
2. Är de svenska budpliktsreglerna, ur ett rättsekonomiskt perspektiv, lämpliga eller finns det behov att revidera reglerna?

1.3 Metod och perspektiv

1.3.1 Rättsdogmatisk metod

För att besvara uppsatsens två frågeställningar behöver innebörden av gällande rätt utredas, vilket kommer att göras med hjälp av en rättsdogmatisk metod.

Vad den rättsdogmatiska metoden innebär är omdiskuterat. Sandgren menar att om man ser till en allmän definition av dogmatik, innebär det studier som sker inom en bestämd ram.⁴ Kritiker till den rättsdogmatiska metoden anser att den bestämda ram som ordet dogmatik medför ger upphov till en brist på öppenhet och flexibilitet.⁵ Kleineman menar dock att rättsdogmatiken inte är

⁴ Sandgren (2005) s. 648 f.

⁵ Kleineman (2018) s. 26.

dogmatisk på det sätt som kritikerna framhåller. Istället menar han att rättsdogmatiken bör ses som mer analytisk, där de allmänt accepterade rättskällorna analyseras för att fastställa och undersöka gällande rätt.⁶ Därmed kan det sägas att den rättsdogmatiska metoden går ut på att systematisera och tolka gällande rätt, vilket Peczenik menar är en relevant metod för alla juridiska discipliner.⁷

Systematiseringen i den rättsdogmatiska metoden innebär att källor med rättslig auktoritet behandlas i en hierarkisk ordning.⁸ Peczenik delar upp rättskällorna i de som ska beaktas, vilka utgörs av lag och andra föreskrifter. Därefter har även rättskällor som enligt Peczenik bör beaktas använts. Dessa är förarbeten, praxis och doktrin.⁹

Hur rättsdogmatiken kan användas är också diskuterat. Främst rör detta diskussionen om vilken plats normativa utsagor och normativa resonemang bör ta i rättsvetenskapliga arbeten.¹⁰ Lehrberg menar dock att rättsdogmatiken kan användas dels för att undersöka rätten de lege lata (hur rätten är), dels de lege ferenda (hur rätten borde vara).¹¹ Till denna åsikt ansluter sig också Jareborg som hävdar att rättsdogmatiken inte hindrar en att argumentera för lösningar även utanför ramarna för gällande rätt för att finna bättre lösningar på ett befintligt problem.¹² I denna uppsats kommer resonemang de lege ferenda att presenteras, vilket således får anses utgöra en del av den rättsdogmatiska metoden.

1.3.2 Aktiemarknadsrättens rättskällor i den rättsdogmatiska metoden

På aktiemarknadsrättens område förekommer självreglering, vilket innebär att marknadsens parter själva utformar regler på området som främjar

⁶ Kleineman (2018) s. 26.

⁷ Peczenik (1995) s. 312.

⁸ Kleineman (2018) s. 21 ff; Sandgren (2018) s. 49.

⁹ Peczenik (1995) s. 214 ff.

¹⁰ Kellgren (2002) s. 518; Sandgren (2018) s. 49 f.

¹¹ Lehrberg (2018) s. 207.

¹² Jareborg (2004) s. 4.

marknaden.¹³ Vilken auktoritet självreglering har som rättskälla måste tas i beaktning för att kunna använda självregleringen i den rättsdogmatiska metoden.

Eftersom självregleringen dominerar på aktiemarknadsrättens område, framför allt rörande budplikt, finns det ytterst lite praxis från de svenska domstolarna. Istället är det aktiemarknadsnämnden (hädanefter AMN eller Nämnden) som genom uttalanden tolkar budpliktsreglerna. Även om AMN inte har samma rättskällevärde som domstolspraxis, tillmäts dessa uttalanden stor betydelse av aktiemarknaden och bör därför beaktas.¹⁴

En del av den svenska självregleringen utgörs av takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM (takeover-reglerna), vilka är regler som ska följas av budgivare och målbolag på en reglerad marknad i Sverige och ska respekteras av andra aktörer.¹⁵ Högsta domstolen (HD) har prövat dessa takeover-regler i NJA 1985 s. 343 och tog då ställning till hur dåvarande noteringsavtal och takeover-rekommendationer (numera takeover-reglerna) skulle uppfattas. Detta prejudicerande fall anses fortfarande vara aktuellt idag.¹⁶ Stattin tolkar HD:s resonemang som att de dåvarande takeover-rekommendationerna skulle anses ha en normativ funktion snarare än att utgöra ett privaträttsligt instrument.¹⁷ Eklund och Stattin kallar detta för en semioffentlig normgivning.¹⁸ Således bör även dessa regler beaktas i den rättsdogmatiska metoden. De kommentarer som tillhör takeover-reglerna är enligt Stattin och Eklund inte en auktoritativ rättskälla, men kan ge ledning i tolkning av takeover-reglerna.¹⁹

¹³ Stattin (2009) s. 102 f.

¹⁴ Eklund och Stattin (2016) s. 425.

¹⁵ Takeover-reglerna 2018, s. 5.

¹⁶ Stattin (2009) s. 107.

¹⁷ Stattin (2009) s. 109.

¹⁸ Eklund och Stattin (2016) s. 393.

¹⁹ Eklund och Stattin (2016) s. 394.

1.3.3 Rättsekonomiskt perspektiv

I denna uppsats kommer ett rättsekonomiskt perspektiv att anläggas. I en redogörelse och diskussion om aktiemarknadsrätt och budplikt är detta nödvändigt. Eftersom den ekonomiska dimensionen i aktiemarknadsrätten är stor är det nödvändigt att komplettera den rättsdogmatiska metoden med ett rättsekonomiskt perspektiv.²⁰ En närmre presentation av rättsekonomi som teori och den ekonomiska teori som är relevant i en diskussion om budplikt presenteras och redogörs för i avsnitt två.

1.4 Material

För att kunna besvara uppsatsens frågeställningar har olika typer av material använts. För att fastställa syftet med budplikt har förberedande rättsakter och direktiv från EU, som togs fram under utformningen av takeoverdirektivet, undersökts. Gällande budpliktens tillämpning i Sverige har förarbeten såsom prop. 2005/06:140 som låg till grund för takeoverdirektivets implementeringen i svensk rätt samt takeover-reglerna och de kommentarer som inkluderas i takeover-reglerna använts. Utöver det har annan litteratur på området använts, framför allt lagkommentaren till Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) av Göran Nyström m.fl., men också verk av Daniel Stattin och Robert Sevenius. Därutöver har uttalanden från AMN undersökts för att kunna skapa en bild av hur svensk dispenspraxis ser ut på området.

Mycket material om budplikten är politiskt laddat, vilket gör att en viss försiktighet får tas i beaktning när det gäller hur materialet används. Rolf Skog har skrivit mycket om budplikten, framför allt under tiden kring millennieskiftet när den framarbetades då han var Sveriges förhandlare för takeoverdirektivet.²¹ Även om han hade en roll som förhandlare under takeoverdirektivets framväxt får han dock anses besitta stor kunskap om

²⁰ Eklund och Stattin (2016) s. 37.

²¹ Göteborgs universitet 2018-11-25.

budplikten och takeoverdirektivet och hans verk har därmed använts i stor utsträckning.

För att presentera det rättsekonomiska perspektivet krävs litteratur med stor bredd. Debatten om kontrollägarskiften, budplikt och ekonomisk effektivitet är internationell och utländsk litteratur och forskning inkluderas därmed i en hög grad. Ett exempel är ett arbete av Lucian Arye Bebchuk, en rättsekonomisk forskare från USA vars arbeten har haft stort inflytande på debatten om budplikten idag. Även teorier av Adolf Berle och Gardiner Means, som får ses som pionjärer inom rättsekonomin, används. Även om detta är en uppsats som berör svenska förhållanden är det svårt att komma ifrån att budplikten är en EU-lagstiftning. Debatten om budplikt är inte bara nationell utan förs av forskare runtom i EU, varför åsikter från forskare i EU används för att belysa hur diskussionen om budplikt ser ut idag.

1.5 Definitioner och terminologi

När företagsförvärv i allmänhet åsyftas, används i denna uppsats termen företagsförvärv. I uppsatsen används även termen fientligt företagsförvärv. Ett fientligt företagsförvärv föreligger då ett bud har inkommit till ett målbolag och då målbolagets styrelse rekommenderar sina aktieägare att inte sälja sina aktier till förvärvaren.²² Kontrollägarskiften är en term som åsyftar ett företagsförvärv där förvärvaren förvärvar kontroll över bolaget, vilket används frekvent i den ekonomiska forskningen.

Ett offentligt uppköpserbjudande är en form av företagsförvärv, vilket definieras enligt 1 kap. 2 § 1 LUA som ett offentligt erbjudande till aktieinnehavare vars aktier har getts ut av ett svenskt eller ett utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier. Denna definition härstammar från artikel 2.1.a i takeoverdirektivet, där det också framgår att syftet med det offentliga uppköpserbjudandet ska vara att få kontrollen över målbolaget.²³ Ett offentligt uppköpserbjudande är således ett sätt att uppnå

²² Stattin (2009) s. 154.

²³ Nyström m.fl. (2018) s. 19.

ett kontrollägarskifte i ett bolag. Den engelska termen av ett offentligt uppköpserbjudande är *takeover bid*, vilket också används frekvent i Sverige då engelskan har blivit ett allt vanligare språk på aktiemarknadsrättens område.²⁴ Trots detta kommer den svenska termen offentligt uppköpserbjudande användas. Budplikten är således en form av offentligt uppköpserbjudande som en förvärvare tvingas göra enligt lag om vissa förutsättningar är uppfyllda.²⁵

Budplikten gäller för bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad enligt 3 kap. 1 § 2 stycket LUA. För att ytterligare förenkla för läsaren bör termen reglerad marknad, tidigare kallad börs förklaras. I Sverige utgör idag Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market (NGM) Equity reglerade marknader.²⁶ Att bedriva en reglerad marknad kräver tillstånd, vilket i Sverige ges av Finansinspektionen (FI) med stöd av lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

1.6 Avgränsningar

För att kunna besvara uppsatsens frågeställningar på ett tillfredsställande sätt har vissa avgränsningar varit nödvändiga. Eftersom uppsatsen syftar till att behandla svensk rätt kommer den svenska regleringen av budplikten och ingen annan rättsordning att utredas. Uppsatsen kommer dock att innehålla internationella inslag, vilka dock endast kommer att användas i den mån det ansetts nödvändigt för att föra den diskussion som uppsatsens syfte och frågeställningar kräver.

För att illustrera hur debatten om budplikten de lege ferenda ser ut idag kommer olika förslag från tre forskare att presenteras. Dessa är åsikter i doktrinen från forskare i andra EU-länder, vilket är naturligt eftersom budpliktsreglerna härstammar från EU och är ett viktigt inslag för att få en bättre förståelse för budplikten i Sverige. Avgränsningen till dessa tre

²⁴ T.ex. bytte takeover-reglerna namn år 2014 från ”regler rörande offentliga uppköpserbjudanden” till ”takeover-reglerna”. Nyström m.fl. (2018), s. 16.

²⁵ Nyström m.fl. (2018) s. 29.

²⁶ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 38.

forskares åsikter har gjorts eftersom de representerar vanligt förekommande åsikter i doktrinen och ger en bra helhetsbild av debatten i stort, även om det inte utgör alla åsikter som framförts på området.

För att ge en bild av hur budplikten tillämpas i Sverige och vad den innebär för en förvärvare kommer vissa regler rörande budpliktens uppkomst, tillämpningsområde och innebörd presenteras. Denna redogörelse av regler är dock inte uttömmande och inkluderar t.ex. inte reglerna om acceptfrist för budpliktsbud.

Budpliktens närståendebegrepp har varit diskuterat mycket i doktrin. Framför allt var denna diskussion aktuellt när Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) kom med ett uttalande om budpliktens närståendebegrepp.²⁷ Även om budpliktens närståendebegrepp är ett intressant ämne har en djupare diskussion om ämnet exkluderats från denna uppsats eftersom diskussionen inte är centralt för denna uppsats frågeställningar och syften.

Frågan om en revidering av budplikten i Sverige till en budplikt i två steg, en gräns vid 30 % och en ytterligare gräns vid 50 % har också diskuterats i Sverige, framför allt när Näringslivets Börskommitté (NBK) år 2009 presenterade ett förslag om detta.²⁸ Förvisso är detta ett förslag som uppsatsen hade kunnat beröra, men med tanke på att detta var en debatt som främst fördes för ungefär tio år sedan kommer just denna aspekt av budplikten de lege ferenda lämnas därhän för att istället fokusera på de förändringsförslag som diskuteras om budplikten idag.

I den rättsekonomiska diskussionen kommer kärnan av rättsekonomi som teori respektive kärnan i den ekonomiska forskningen rörande budplikt att presenteras. En bredare presentation om forskningen och en mer djupgående

²⁷ ESMA 2013-11-12.

²⁸ NBK 2009-03-16.

diskussion av den ekonomiska modelleringen bakom teorierna kommer inte att behandlas med hänsyn till att detta inte är en ekonomisk uppsats.

1.7 Disposition

Efter detta inledande avsnitt kommer i avsnitt två de teoretiska utgångspunkterna att presenteras. Bl.a. diskuteras rättsekonomi som teori, en översiktlig redogörelse för den ekonomiska forskningen på företagsförvärv och budplikt och en presentation om olika typer av marknadsstrukturer. I avsnitt tre kommer budpliktens framväxt och syfte presenteras. Avsnitt fyra kommer behandla budpliktens tillämpning i svensk rätt, vilket följs av det femte avsnitt som berör den dispenspraxis som finns på området. I avsnitt sex refereras olika röster i debatten om budplikten de lege ferenda och avsnitt sju utgör uppsatsens analys.

Avsnitt två till sju introduceras med en inledning, där innehållet presenteras, och avslutas med en sammanfattande kommentar, med syfte att öka läsarens förståelse och vägleda läsaren genom uppsatsen.

2 Teoretiska utgångspunkter

2.1 Inledning

Detta avsnitt syftar till att skapa förståelse för den ekonomiska aspekten av budplikten och offentliga uppköpserbjudanden. Rättsekonomin som teori diskuteras för att användas som perspektiv när budplikten och om den är lämplig på den svenska aktiemarknaden analyseras. I detta avsnitt presenteras även aktiebolaget och aktiemarknadens övergripande ändamål såväl som viss ekonomisk forskning om företagsförvärv och budplikt.

Den ekonomiska teorin och forskningen presenteras endast översiktligt och avser inte vara en uttömmande redogörelse för forskningen. Trots det är kapitlet i förhållande till uppsatsens totala längd relativt långt, vilket är nödvändigt för att förstå i vilken kontext budpliktregleringen verkar.

2.2 Rättsekonomi som teori och perspektiv

Rättsekonomi är ett nationalekonomiskt sätt att förstå och förbättra juridiken. Målet med rättsekonomin är att undersöka hur samhällets resurser kan allokeras effektivt för att på så sätt öka samhällsnyttan.²⁹ Rättsekonomin som den används idag tog sin form under mitten av 1900-talet med Ronald Coase i spetsen.³⁰ Den moderna formen av rättsekonomi går under namnet Chicagoskolan.³¹ Som ekonomisk metod används rättsekonomin reduktionistiskt, dvs. att den bygger på ett antal antaganden och således förenklar verkligheten för att på så sätt kunna förklara den.³²

Ett antagande enligt ovan är t.ex. att individer handlar efter vad som är rationellt med målet att maximera sin egen nytta, vilket inom rättsekonomin

²⁹ Dahlman m.fl. (2004) s. 9 f.

³⁰ Posner (1983) s. 4.

³¹ Samuelsson (1997) s. 532 ff.

³² Dahlman m.fl. (2004) s. 16.

kallas för *the economic man*.³³ I korthet innebär detta att individer är rationella och kommer att välja det som ger dem mest tillfredsställelse samtidigt som de antas kunna jämföra olika typer av nyttigheter, värdera alternativen och värdera ett flertal nyttigheter konsekvent. Utöver detta finns det andra faktorer som styr valet såsom exempelvis budgetrestriktioner.³⁴

När en individ ska maximera sin egen nytta genom att träffa avtal med en annan individ, blir begreppet transaktionskostnader viktigt. Utgångspunkten är att transaktioner mellan två parter medför kostnader. Dessa uppstår t.ex. vid kontakt mellan parter, vid avtalsförhandlingar och vid verkställande av avtal.³⁵ Målet för lagstiftaren utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv är att lagstiftningen ska minska transaktionskostnaderna mellan individer, eftersom detta ökar nettonyttan och därmed samhällsnyttan.³⁶

I en förenklad värld hade inte några transaktionskostnader uppstått, eftersom individer hela tiden hade agerat rationellt och då hade det inte behövs någon lagstiftning som definierade rättigheter och skyldigheter.³⁷ Detta tankesätt kallas för Coaseteoremet.³⁸ Dahlman m.fl. menar att som en följd av Coaseteoremet bör lagstiftning utformas så att människor ges skyldigheter och rättigheter som speglar en fiktiv situation där alla välståndshöjande avtal har kommit till stånd.³⁹

Rättsekonomi brukar sägas ha tre olika sidor. Som ett hjälpmedel för att förklara gällande rätt kan rättsekonomi vara deskriptiv. För att förklara hur rätten borde vara utformad kan rättsekonomi användas normerande och slutligen kan den vara deklaratörisk, vilket betyder att den kan användas för att avgöra vad som är gällande rätt i ett enskilt fall.⁴⁰ I denna uppsats

³³ Dahlman m.fl. (2004) s. 16 f.

³⁴ Dahlman m.fl. (2004) s. 41.

³⁵ Coase (1960) s. 15.

³⁶ Dahlman m.fl. (2004) s. 91.

³⁷ Dahlman m.fl. (2004) s. 103.

³⁸ Dahlman m.fl. (2004) s. 103.

³⁹ Dahlman m.fl. (2004) s. 103.

⁴⁰ Eklund och Stattin (2016) s. 38 f.

kommer rättsekonomin användas normerande, dvs. budplikten kommer att analyseras för att belysa om den kan göras mer effektiv.

Att använda rättsekonomi vid analys av ett rättsligt problem har varit mycket kritiserat. Kritiken omfattar bl.a. att teorin förenklar ett juridiskt problem, som i verkligheten är mer komplext, och att rättsekonomin inte tar hänsyn till moraliska spörsmål som t.ex. vad som är rättvist.⁴¹ Rättsekonomin bör dock inte ge ett svar på hur en reglering ska se ut utan snarare användas för att ge ledning i den normerande argumentationen ur ett effektivitetsperspektiv.⁴² Eklund och Stattin beskriver det som att rättsekonomin ska användas på så sätt att den skapar den mest effektiva regleringen inom ramarna för vad som är moraliskt godtagbart.⁴³ Stattin menar att det inte bör ses som en enskild väg för att skapa lagar och regler, utan istället som en del av processen. Att börja med vad som är ekonomiskt rationellt är en god utgångspunkt för att sedan modifiera den utifrån andra ståndpunkter, menar Stattin.⁴⁴

2.3 Aktiebolagets övergripande ändamål

Aktiebolaget som bolagsform skapades för att tillgodose behovet av en associationsform som de stora företag som växte fram i Sverige under 1800-talet krävde.⁴⁵ Uppställningen av aktiebolagets övergripande principer bör ses i ljuset av detta.⁴⁶ Anderssons sammanställning av tre övergripande ändamål får idag ses som etablerade i den svenska doktrinen, där aktiebolagets övergripande ändamål sammankopplas med aktiebolagets roll och ekonomiska bidrag till samhället.⁴⁷ Att underlätta näringsverksamhet är därmed ett övergripande ändamål, där aktiebolaget och aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) utgör instrumenteten med vilket produktion underlättas och marknadsekonomin fungerar. Ett andra övergripande ändamål är

⁴¹ Eklund och Stattin (2016) s. 38.

⁴² Dahlman m.fl. (2004) s. 220.

⁴³ Eklund och Stattin (2016) s. 38 f.

⁴⁴ Stattin (2008) s. 62.

⁴⁵ Sandström (2017) s. 39.

⁴⁶ Andersson (1995) s. 125 f.

⁴⁷ Andersson (1995) s. 126.

möjligheten att attrahera riskkapital, vilket underlättas av avsaknaden av personligt betalningsansvar i aktiebolag. Det tredje målet är omsättning av varor och tjänster, vilket kommer samhället till gagn genom arbetstillfällen och skatteintäkter.⁴⁸

Stattin menar att dessa övergripande syften inte är självändamål, utan att ett högre mål är att öka samhällets totala välbefinnande.⁴⁹ Huruvida detta är eller borde vara tillräckligt för att beskriva aktiebolagets ändamål är diskuterat i doktrin. En uppfattning rör de negativa implikationer som ett aktiebolag kan föra med sig, t.ex. negativa sociala eller miljömässiga effekter. Vissa menar därför att ett aktiebolag även har eller borde ha ett hållbart samhälle som övergripande ändamål.⁵⁰ Det synsätt som Stattin förespråkar, som får sägas vara det dominerande i Sverige, är dock att aktiebolaget inte har eller borde ha ett syfte att minska sådana negativa implikationer. Detta menar Stattin dels eftersom lagstiftaren har valt att reglera detta i andra lagar, dels eftersom aktiebolaget ska tillvarata ekonomiska intressen och skapa ekonomisk effektivitet i samhället, något som inte bör riskeras genom att skapa flera övergripande ändamål.⁵¹

2.4 Aktiemarknadens övergripande ändamål

I aktiemarknadsrätten gäller dels de övergripande mål som gäller för aktiebolag i allmänhet, dels vissa andra tillkommande övergripande ändamål. Stattin menar att de i aktiebolagsrätten övergripande målen om att bedriva verksamhet och attrahera riskkapital även finns i accentuerad form i aktiemarknadsrätten, eftersom bolagen ofta är stora och finansieringen sker på kapitalmarknaden.⁵² Utöver detta tillkommer även möjliggörande av effektiv handel, som Stattin menar är ett resultat av börsrättsliga funktioner som resulterar i ett aktiemarknadsrättsligt övergripande ändamål. Vidare kan

⁴⁸ Andersson (1995) s. 126 ff.

⁴⁹ Stattin (2008) s. 52.

⁵⁰ Stattin (2008) s. 54.

⁵¹ Stattin (2008) s. 54 f.

⁵² Stattin (2009) s. 47.

förtroendet för aktiemarknaden sägas vara ett övergripande ändamål. Utan förtroende för aktiemarknaden skulle inte investerare vilja satsa kapital i bolag på aktiemarknaden, vilket i sig skulle få till följd att sparares avkastning skulle minska och få negativa effekter på samhällsekonomin.⁵³ Förlust av förtroendet för aktiemarknaden spelar en stor roll vid stora finansiella kriser.⁵⁴ För att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden krävs regler som gör handeln förutsägbar och rättvis för att på så sätt förebygga en förlust av förtroende.⁵⁵

2.5 Bolagsstyrning

2.5.1 Bolagsstyrningens ekonomiska dimension

Bolagsstyrning (eng. *corporate governance*) handlar om hur företag ägs och styrs.⁵⁶ Beroende på ett antal olika faktorer, däribland typ av bolag och geografisk tillhörighet, finns det olika typer av bolagsstyrningsmodeller. Enligt Lekvall kan dessa sägas vara skapade av tre typer av normer: lagreglerade normer, självreglerande normer samt informella normer och praxis.⁵⁷

I en diskussion om budpliktens samhällsekonomiska effekter behöver bolagsstyrning tas i beaktande. Bolagsstyrning och ett bolags finansiering hänger tätt samman eftersom bolagsstyrningen avgör hur ett bolag skaffar kapital, skapar produktiva ändamål och ger en balans mellan risk och förväntad avkastning. Således är bolagsstyrning en viktig komponent i den samhällsekonomiska utvecklingen.⁵⁸

Bolagsstyrning har sin grund i det välkända problemet i aktiebolagsrätten som rör intresseförhållanden mellan bolagets agenter och dess principaler.

⁵³ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 30.

⁵⁴ af Sandeberg och Sevenius (2008) s. 30.

⁵⁵ Eklund och Stattin (2016) s. 31.

⁵⁶ SOU 2004:130 s. 51.

⁵⁷ Lekvall (2014) s. 15.

⁵⁸ Tson Söderström m.fl. (2003) s. 155.

Den s.k. agent-principalproblematiken myntades som begrepp av Berle och Means på 1930-talet.⁵⁹ Principen grundar sig i att ett aktiebolag inte har samma ledning som ägare, varpå intressekonflikter uppstår. Konflikter kan röra t.ex. vinstutdelning och bolagets finansiella risktagande. Lösningen, såsom Berle och Means såg det, var att antingen ställa högre krav på företagsledningen och deras förvaltning av bolaget eller att låta aktieägarna ta en aktiv kontroll i bolagets styrning. Dessa två lösningar finns idag som bolagsstyrningsmodeller: marknadssystemet och kontrollägarsystemet, vilka kommer att presenteras i det följande. Vilken bolagsstyrningsmodell som råder på den svenska marknaden kommer därefter att redogöras för.

2.5.2 Marknadssystemet

I anglosachsiska länder dominerar marknadssystemet som bolagsstyrningsmodell. Den karakteriseras av en spridd ägarkrets, dvs. många aktieägare som äger små aktieposter i bolaget, och att ledningen har en stor kontroll över bolaget. Med USA som exempel menar Söderström m.fl. att detta är en konsekvens av att ett mycket starkt minoritetsskydd infördes. I USA och Storbritannien fanns det en högre ägarkoncentration på aktiemarknaden innan detta starkare minoritetsskydd infördes.⁶⁰

En vanlig struktur av ett aktiebolag i ett marknadssystem är en *one-tier-struktur*. Detta innebär att motvikten till aktieägarna, som äger företaget och utövar makt genom stämman, är ett bolagsorgan som besitter såväl den ledande som den övervakande rollen.⁶¹ Teoretiskt har stämman i ett bolag makten över styrelsen i en *one-tier-struktur*. I bolag i marknadssystem, där det är vanligast med en spridd ägarkrets, blir detta enbart en illusion eftersom det blir omständligt för ett stort antal aktieägare att fatta beslut, även kallat det kollektiva beslutsproblemet.⁶²

⁵⁹ Nenova (2003) s. 325 f.

⁶⁰ Tson Söderström (2003) s. 28.

⁶¹ Eklund och Stattin (2016) s. 154 f.

⁶² Lekvall (2014) s. 61.

2.5.3 Kontrollägarsystemet

Kontrollägarsystemet är till stor del marknadssystemets raka motsats. Till skillnad från marknadssystemet karaktäriseras kontrollägarsystemet av att aktieägandet är koncentrerat. Traditionellt föreligger ett sådant system i exempelvis Tyskland.⁶³ Detta system karaktäriseras vidare av ett svagt minoritetsskydd.⁶⁴ Istället för en *one-tier-struktur* har man en *two-tier-struktur*. Denna innebär att det dels finns en kontrollerande styrelse, dels en exekutiv styrelse, och teoretiskt sett har stämman inte samma makt som i ett bolag med en *one-tier-struktur*.⁶⁵

2.5.4 Den svenska bolagsstyrningsmodellen

I Sverige föreligger traditionellt varken ett renodlat marknadssystem eller kontrollägarsystem. Istället sägs den svenska bolagsstyrningsmodellen vara en del av en nordisk bolagsstyrningsmodell som kan beskrivas som en hybrid mellan marknadssystemet och kontrollägarsystemet.⁶⁶

Fundamentet i den svenska modellen är att aktieägandet är koncentrerat.⁶⁷ Kontrollägarnas makt över bolaget förstärks genom röstdifferentiering, dvs. att vissa aktier är mer röststarka än andra. Konsekvensen av detta är att kontrollen över ett bolag inte behöver stå i proportion till det investerade kapitalet.⁶⁸ Röstdifferentiering är en vanlig företeelse i den svenska bolagsstyrningsmodellen, men ovanlig i andra länder.⁶⁹ Skog och Sjöman menar att makten som kontrollägarna besitter balanseras av ett starkt minoritetsskydd och att detta utgör en central del i den svenska bolagsstyrningsmodellen.⁷⁰ Utöver detta menar Skog och Sjöman att det

⁶³ Lekvall (2014) s. 60 f.

⁶⁴ Tson Söderström (2003) s. 32.

⁶⁵ Tson Söderström (2003) s. 32.

⁶⁶ Lekvall (2014) s. 38 f.

⁶⁷ Bergström och Samuelsson (2015) s. 130.

⁶⁸ Henrekson och Jakobsson (2008) s. 11.

⁶⁹ Jakobsson och Wiberg (2014) s. 41.

⁷⁰ Skog och Sjöman (2014) s. 278 f.

finns utförliga transparensregler och att det är lätt att identifiera aktieägare genom den enda värdepapperscentralen, Euroclear Sverige.⁷¹

Den svenska bolagsstyrningsmodellen kännetecknas av en *one-tier-struktur* som innebär att stämman har makt över styrelsen som annars återfinns i marknadssystem. Till skillnad från marknadssystemet där det föreligger ett spritt ägande, vilket leder till att aktieägarna inte i praktiken kan ta makten eftersom det s.k. kollektiva beslutsproblemet uppstår, gör den höga ägarkoncentrationen i Sverige att stämmans makt över styrelsen blir verklig.⁷²

En stark hierarki mellan bolagsorganen i ett bolag är typiskt för den svenska bolagsstyrningen. Stämman har makten över styrelsen. Styrelsen, utsedd av stämman, innehåller ofta representanter från kontrollägaren, men styrelsen har inte någon verkställande funktion.⁷³ I denna *one-tier-struktur* är den verkställande funktionen delegerad till personen som har funktionen som verkställande direktör.⁷⁴ En verkställande direktör som sköter bolagets löpande verksamhet utses av styrelsen.⁷⁵

2.5.5 Utvecklingen av ägarmodeller på den svenska aktiemarknaden

Bolagsstyrningsmodeller är dynamiska och kan förändras med lagar och genom influenser från andra länder. Under senare år har det pågått en diskussion om huruvida den svenska bolagsstyrningsmodellen är i förändring eller håller på att konkurreras ut.⁷⁶

Sjöman och Skog poängterar att trots en ökande institutionalism, som medför ökat ägande av pensionsfonder, försäkringsbolag m.m., har de flesta

⁷¹ Skog och Sjöman (2014) s. 249 f.

⁷² Bergström och Rydqvist (1992) s. 33.

⁷³ Skog och Sjöman (2014) s. 252.

⁷⁴ Skog och Sjöman (2014) s. 254.

⁷⁵ Skog och Sjöman (2014) s. 252.

⁷⁶ Se t.ex. Henrekson och Jakobsson (2008); Henrekson och Jakobsson (2011) och Sjöman och Skog (2014).

noterade bolag fortfarande ett koncentrerat ägande.⁷⁷ Vidare menar Sjöman och Skog att dessa stora ägare, även om de inte är traditionella ägarfamiljer, har ett aktivt ägarskap genom att bl.a. vara medlemmar av bolagets styrelse.⁷⁸

Henrekson pekar på samma utveckling som Sjöman och Skog, dvs. att korporativistiska eller statliga pensionsfonder blir allt vanligare på svenska reglerade marknader, vilket leder till ett mer spritt ägande på börsbolagen i Sverige.⁷⁹ Det ökande utländska ägandet har inverkan på den svenska bolagsstyrningsmodellen och leder till en utveckling mot konvergens mellan olika länders bolagsstyrnings- och ägarmodeller, särskilt inom EU där man vill harmonisera medlemsstaternas bolagsrättsliga regler.⁸⁰ Henrekson är av uppfattningen att den svenska bolagsstyrningsmodellen har fått konkurrens av andra bolagsstyrningsmodeller, vilket tvingar den svenska bolagsstyrningsmodellen på reträtt, men att det traditionella kontrollägandet fortfarande är dominerande på den svenska marknaden.⁸¹ Henrekson menar dock att det är önskvärt att konvergens på området för offentliga uppköpserbjudanden sker naturligt, genom gränsöverskridande offentliga uppköpserbjudanden, istället för påtvingad lagstiftning.⁸² Den svenska bolagsstyrningsmodellen är i detta sammanhang konkurrenssvag, vilket underlättar för andra typer av bolagsstyrningsmodeller att ta plats på den svenska marknaden. Anledningen till detta är att den svenska ägarmodellen jämfört med andra ägarstyrningsmodeller är politiskt och finansiellt svag eftersom det finns en liten kapitalbas för kontroll. Detta är en följd av att ägarpolitiken i Sverige har skapat ett gap mellan kapitalandel och kontrollrätter.⁸³

⁷⁷ Skog och Sjöman (2014) s. 248 f.

⁷⁸ Skog och Sjöman (2014) s. 249.

⁷⁹ Henrekson och Jakobsson (2008) s. 88.

⁸⁰ Henrekson och Jakobsson (2011) s. 17.

⁸¹ Henrekson och Jakobsson (2011) s. 5.

⁸² Henrekson och Jakobsson (2008) s. 15.

⁸³ Henrekson och Jakobsson (2008) s. 89.

2.6 Marknaden för företagskontroll

2.6.1 Motiv och drivkrafter bakom företagskontroll

Marknaden för företagskontroll innebär i korthet handel med aktier i syfte att få kontroll av bolag.⁸⁴ Marknaden för företagskontroll är en central del i debatten om budpliktens samhällsekonomiska funktion eftersom förvärv av detta slag har visats sig leda till ett ökat ekonomiskt värde för bolag i den ekonomiska forskningen.⁸⁵

Det finns mycket forskning på vad som driver handel med företagskontroll. Sevenius menar att yttre faktorer, dels nationalekonomiska förhållanden, dels strukturella förhållanden, är viktiga drivkrafter. De nationalekonomiska faktorerna rör konjunkturförändringar, avvägningen mellan protektionism och frihandel samt regeringars införande av konkurrensregler.⁸⁶ De strukturella faktorerna rör olika förändringar på marknaden där bolaget är verksamt. Avreglering av en monopolmarknad, tekniska framsteg och en förändrad konkurrens på marknaden som bolaget är verksamt på kan leda till en ökad frekvens av företagsförvärv.⁸⁷ Detta leder till perioder då företagsförvärv ökar markant, för att sedan minska. Överlag finns det dock en ökande trend av företagsförvärv.⁸⁸

Varför en förvärvare själv vill genomföra företagsförvärv brukar förklaras med två motiv. Det första motivet är för att öka aktiernas värde i målbolaget och således öka värdet för aktieägarna.⁸⁹ Det ökade värdet erhålls genom effektivisering av bolaget. Romano menar att de främsta faktorerna i en effektivisering av detta slag är att en gammal ledning byts ut till en ny effektivare ledning, vilket leder till en reducering av agentkostnader och att synergieffekter skapas eftersom det sammanslagna värdet på bolaget är

⁸⁴ Bergström och Rydqvist (1992) s. 12.

⁸⁵ Se t.ex. Skog (1997) avsnitt 6.3; Romano (1992) s. 122.

⁸⁶ Sevenius (2011) s. 78 ff.

⁸⁷ Sevenius (2011) s. 80 ff.

⁸⁸ Sevenius (2011) s. 46.

⁸⁹ Romano (1992) s. 123.

större än de två separata.⁹⁰ Det andra motivet är att ett företagsförvärv ökar förvärvarens privata nytta istället för att öka värdet på aktierna för bolagets samtliga aktieägare. Detta t.ex. genom en värdeöverföring från bolaget till ett annat bolag som den kontrollerande ägaren också kontrollerar, vilket då sker till gagn för den som kontrollerar bolaget och till skada för resterande aktieägare i bolaget.⁹¹

2.6.2 Budpliktens betydelse för effektiva kontrollägarskiften

Beroende på med vilket incitament som en förvärvare genomför ett företagsförvärv – för att effektivisera bolaget eller för att öka sin privata nytta – påverkar detta enligt ovan effekten som ett företagsförvärv har på övriga aktieägare.

Bebchuk har i en uppmärksam studie från 1994 studerat effekten av kontrollägarskiften i två olika typer av regulatoriska system. I det första systemet, *market rule* (MR), sker kontrollägarskiften utan några regler och där den befintliga kontrollägaren och den förvärvande kontrollägaren själva förhandlar om priset på kontrollblocket.⁹² I det andra systemet, *equal opportunity rule* (EOR), finns det regler som innebär att en förvärvande kontrollägare måste förvärva alla bolagets aktier på lika grund, dvs. genom budplikt.⁹³ I sin analys använder sig Bebchuk av effektiva och ineffektiva kontrollskiften, där effektiviteten innebär samhällsekonomisk effektivitet. De effektiva kontrollskiftena är sådana som gynnar aktieägarna, och ineffektiva kontrollskiften ämnar maximera förvärvarens privata nytta.⁹⁴

Bebchuk kommer fram till följande. I MR sker det fler effektiva kontrollskiften, men det sker samtidigt ineffektiva kontrollskiften. I EOR hämmas effektiva kontrollskiften, men inga ineffektiva kontrollägarskiften förekommer. Det går således enligt Bebchuk inte att säga om ett system är

⁹⁰ Romano (1992) s. 152.

⁹¹ Nenova (2003) s. 326.

⁹² Bebchuk (1994) s. 959.

⁹³ Bebchuk (1994) s. 960.

⁹⁴ Bebchuk (1994) s. 958 f.

bättre än det andra, utan svaret om MR eller EOR skapar den effektivare miljön för företagsförvärv avgörs av vilken struktur marknaden har.⁹⁵ På marknader där privat nytta är ett vanligt incitament för företagsförvärv vore EOR att föredra, medan en marknad där privat nytta inte är vanligt förekommande gynnas av MR.⁹⁶

2.6.3 Betydelsen av privat nytta på den svenska aktiemarknaden

Teoretiskt är utnyttjandet av privat nytta, dvs. att en kontrollägare utnyttjar ett bolag för sin privata vinning på bekostnad av de andra aktieägarna i bolaget, vanligt förekommande i bolag där separation mellan kontroll och ägande är stort. I ett bolag där den som kontrollerar bolaget inte står för den finansiella risken finns det i teorin inget incitament för den kontrollerande parten att tillgodose ägarnas intresse.⁹⁷ Teoretiskt sett borde då utnyttjandet av privat nytta vara stort i bolag där separationen av ägande och kontroll också är stort.⁹⁸

Nenova undersökte förekomsten av privat nytta i olika länder i en studie genom att jämföra värdet på kontrollblock av aktier som är röstsvaga eller inte medför någon kontroll i bolaget.⁹⁹ Trots att det teoretiskt föreligger en bolagsstyrningsmodell i Sverige där den privata nyttan skulle kunna gynnas, eftersom ägarkoncentrationen är hög och röstdifferentiering vanligt förekommande, pekar Nenovas resultat på det motsatta, dvs. att utnyttjandet av privat nytta på den svenska marknaden är lågt.¹⁰⁰ Agneblad förklarar detta i en artikel och menar att det i det svenska fallet inte går att likställa en stark separation mellan ägande och kontroll med ett stort utnyttjande av privat nytta, utan att det finns många andra faktorer som medför att utnyttjandet av den privata nyttan i Sverige är lågt.¹⁰¹ Teorin får stöd av

⁹⁵ Bebchuk (1994) s. 986 f.

⁹⁶ Bebchuk (1994) s. 986 f.

⁹⁷ Nenova (2003) s. 326.

⁹⁸ Holmén och Knopf (2004) s. 167.

⁹⁹ Nenova (2003) s. 326.

¹⁰⁰ Nenova (2003) s. 333.

¹⁰¹ Agnblad (2002) s. 2.

andra svenska forskare. Holmén och Knopf menar att förekomsten av vissa sociala institutioner samt medias bevakning skapar normer som medför att kontrollägare i Sverige inte utnyttjar privat nytta.¹⁰²

2.7 Sammanfattande kommentarer

Att använda rättsekonomi för att förbättra en lagstiftning är omstritt. I aktiemarknadsrätten och för budpliktsregleringen är det dock ett nödvändigt perspektiv, eftersom budpliktsreglerna träffar stora börsnoterade bolag som har stor ekonomisk samhällspåverkan. Vidare är aktiemarknadsrätten ett rättsområde med tydliga ekonomiska dimensioner, vilket blir klart i aktiebolags- och aktiemarknadsrättens övergripande mål.

Budplikten är en EU-reglering som verkar i många olika länder, med många olika typer av marknadsstrukturer och i Sverige finns en bolagsstyrningsmodell som skiljer sig från t.ex. den klassiskt brittiska eller den tyska. Den ekonomiska forskningen på marknaden för företagskontroll visar att budplikten har olika effekt i olika system, MR eller EOR. Om kontrollägarskiftet med privatnytta som främsta mål är vanligt förekommande vore EOR att föredra. Privat nytta verkar dock inte vara vanligt förekommande på den svenska marknaden.

Förtroendet för aktiemarknaden och vad en förlust av förtroende kan ha för effekter på aktiemarknaden ses som ett övergripande mål för aktiemarknaden. Detta ska således inte underskattas och förtroendet spelar en stor roll i utformandet av aktiemarknadsrättslig lagstiftning. Även om förtroende är svårt att mäta, och den teoretiska ekonomiska forskningen kan vara abstrakt och full av antaganden, är det nödvändiga utgångspunkter i en diskussion om budplikt.

¹⁰² Holmén och Knopf (2004) s. 174.

3 Budpliktens framväxt och syfte

3.1 Inledning

I detta avsnitt diskuteras den politiska process som föregick EU-regleringen om budplikt. Diskussionen berör såväl utvecklingen i EU som den i Sverige. Hur EU-regleringen om budplikt implementerades i svensk rätt redogörs för också. Utifrån den historiska redogörelsen presenteras och diskuteras sedan syftena med budplikten.

3.2 Med inspiration från Storbritannien

3.2.1 Takeover Code

I Europa började budpliktens historia i Storbritannien, där företagsförvärv genom offentliga uppköpserbudanden blev allt vanligare och fientliga företagsförvärv ökade under 1950-talet.¹⁰³ Anledningen till att Storbritannien ledde utvecklingen av budpliktsregler förklarar Skog med att ägarstrukturen på denna aktiemarknad bestod av en mer spridd ägarkrets än i Sverige, varför offentliga uppköpserbudanden blev ett attraktivt instrument eftersom en budgivare kunde nå en stor, spridd krets av aktieägare samtidigt.¹⁰⁴

Efter ett antal offentliga uppköpserbudanden, som uppmärksammades mycket i media, ansågs det finnas ett regleringsbehov på området för att tillgodose aktieägarnas intressen i målbolaget.¹⁰⁵ På initiativ av *Bank of England* inleddes arbetet med *The City Code on Takeovers and Mergers* (Takeover Code) som sedermera presenterades 1968. Takeover Code var en form av självreglering där en expertgrupp, *The Takeover Panel*, skulle se till

¹⁰³ Johnston (2007) s. 425.

¹⁰⁴ Skog (2001) s. 408.

¹⁰⁵ Skog (1997) avsnitt 2.

att reglerna efterlevdes.¹⁰⁶ Målet var att skapa flexibilitet och effektivitet samtidigt som minoritetsägares rättigheter tillgodosågs.¹⁰⁷ En grundläggande princip i Takeover Code var princip nr. 8 som stipulerade att maktmissbruk gentemot minoritetsaktieägare var oacceptabelt.¹⁰⁸

3.2.2 Budplikten i Takeover Code

Takeover Code reviderades 1972 och budpliktsregler inkluderades. Detta gjordes eftersom det fanns en rädsla för s.k. *creeping acquisitions*, företagsförvärv där förvärvaren ökar sitt innehav gradvis istället för att lägga ett enda bud. Genom revideringen inkluderades ett antal principer och regler som skulle komma att bli en central del av Takeover Code. Idag ser Takeover Code i princip likadan ut som när den reviderades 1972 och består av ett antal grundläggande principer som följs av ett antal regler.¹⁰⁹ Regel nr. 9 stadgar att om en förvärvare, antingen själv eller tillsammans med en person som handlar i samförstånd med förvärvaren, anskaffar 30 % eller mer av ett bolag så är förvärvaren skyldig att lägga ett bud på hela bolaget. Priset per aktie i budpliktsbudet ska vara det högsta pris som förvärvaren/förvärvarna anskaffade aktierna för under en period av tolv månader innan offentliggörandet av budet. Princip nr. 1 föreskriver att alla aktieägare av samma klass i målbolaget ska bli behandlade lika av en budgivare.

3.3 Budplikten i EU-rätten

3.3.1 Pennington-rapporten

Arbetet med att införa regler om budplikt i EU började tidigt. Redan på 1970-talet fick den brittiske professorn Pennington i uppdrag att undersöka hur en reglering om budplikt i EU skulle kunna se ut. Föga förvånande var förslaget, som presenterades 1974, starkt influerat av brittisk rätt.¹¹⁰ Av Pennington-rapporten framgick det bl.a. att regler om offentliga

¹⁰⁶ Skog (1997) avsnitt 2.

¹⁰⁷ Johnston (2007) s. 448.

¹⁰⁸ Jennings (2005) s. 39.

¹⁰⁹ Takeover Code 2016.

¹¹⁰ Skog (2001) s. 408.

uppköpserbjudanden och budplikt var nödvändiga för att skydda aktieägarnas intressen.¹¹¹ Reaktionerna på Pennington-rapporten från övriga medlemsstater var svala och rapporten ledde inte till någon lagstiftning.¹¹²

3.3.2 Inledande lagstiftningsförsök i EU

Det som skulle bli takeoverdirektivet var det trettonde i en serie direktiv med målet att skapa en harmoniserad reglering för företagsuppköp.¹¹³ I en vitbok från Europeiska kommissionen till Europeiska rådet som presenterades 1985 togs ämnet om budplikt upp igen efter Pennington-rapporten. Som ett led i att förbättra den inre marknaden menade kommissionen att det fanns ett harmoniseringsbehov på aktiemarknadsrättens område.¹¹⁴ Detta resulterade 1987 i ett utkast till ett direktiv som innehöll budpliktsregler, men politikernas skepsis till förslaget var dock fortfarande för stor för att det skulle kunna drivas igenom.¹¹⁵

Det politiska läget vad gällde regler för offentliga uppköpserbjudanden förändrades dock när den italienska affärsmannen Carlo de Benedetti i början av 1988 inledde ett offentligt uppköpserbudande av det belgiska holdingföretaget *Société Générale de Belgique*. Detta uppköpserbudande blev mycket uppmärksammat i media och satte fart på den offentliga debatten om ett direktiv för offentliga uppköpserbjudanden och 1989 kom ytterligare ett förslag på en harmonisering på området, sedermera reviderat 1990.¹¹⁶ Även i detta nya försök till lagstiftning var aktieägarnas rättigheter i fokus med bl.a. likabehandling av aktieägare och minoritetsskydd vid offentliga uppköpserbjudanden.¹¹⁷

Många medlemsstater ställde sig kritiska till förslaget då de ansåg att direktivet var alltför detaljerat. Även Storbritannien, vars reglering på

¹¹¹ Pennington (1974) s. 60 f.

¹¹² Skog (2002) s. 302.

¹¹³ Dejmek (2002) s. 593 f.

¹¹⁴ COM(85) 310 s. 35.

¹¹⁵ Skog (2001) s. 408.

¹¹⁶ Skog (2001) s. 408 f.

¹¹⁷ COM(88) 823 ingress.

området hade varit en inspiration från EU:s lagstiftningsarbete, var kritiska på grunden att direktivet skulle försämra deras egen lagstiftning.¹¹⁸

3.3.3 Lagstiftningsförsök 1996 och framåt

Ett nytt försök till lagstiftning presenterades 1996. Som svar på kritiken av förslaget från 1989 innehöll direktivet inte detaljerade regleringar utan stadgade i artikel 5 istället fem principer som medlemsstaterna skulle tillgodose vid genomförandet av direktivet. I ingressen till förslaget hette det att dessa regleringar var nödvändiga för att skydda aktieägare samt att medlemsstaterna behövde vidta åtgärder för att skydda minoritetsaktieägare efter det att en företagsförvärv skett.¹¹⁹ Detta skydd kunde garanteras genom den reglering om erbjudandeplikt som stadgades i artikel 10 i direktivförslaget. 1996 års förslag till direktiv fick ett bättre mottagande bland medlemsstaterna jämfört med tidigare förslag. En bidragande faktor till detta ansågs inte bara vara utformningen av det nya förslaget, utan även det ökande antalet fientliga uppköpserbjudanden som skedde i Europa under 1990-talet, vilket utgjorde incitament för en gemensam reglering inom EU.¹²⁰ Ytterligare en nyhet i direktivet var att kommissionen tillät, och till och med fann det önskvärt, att använda självreglering för att implementera förslaget.¹²¹ Enligt Skog gjordes detta för att blidka brittena, som var måna att behålla just sin självreglering på området.¹²²

Fram till millennieskiftet fördes förhandlingar på såväl tjänstemannanivå som politisk nivå innan rådet godkände direktivet i juni 2000.¹²³ I den efterföljande debatten i europaparlamentet blev det återigen tydligt hur viktig frågan om budplikt var för näringslivet. Från tyskt håll lade sig många företag i lagstiftningsprocessen. Offentliga uppköpserbjudanden var på denna tid en udda fågel på den tyska aktiemarknaden, varför tyskarna ställde

¹¹⁸ Skog (2001) s. 409.

¹¹⁹ KOM(95) 655 ingress.

¹²⁰ Dejmek (2002) s. 594.

¹²¹ KOM(95) 655 ingress.

¹²² Skog (2001) s. 409.

¹²³ OJ C 23, 2001-01-24 s. 1.

sig kritiska till en sådan reglering.¹²⁴ Stattin menar att det förmodligen var en svår balansgång mellan främst två olika traditioner att se på bolag, dels den anglosachsiska s.k. *shareholder-inriktade* traditionen, dels den kontinentala *stakeholder-inriktade* traditionen, som gjorde att det tog många ändringsförslag i EU-parlamentet innan takeoverdirektivet slutligen röstades igenom 2004.¹²⁵

3.3.4 Det trettonde bolagsdirektivet

Slutprodukten blev takeoverdirektivet, en kompromisslösning med framträdande brittiska drag.¹²⁶ I artikel 3 i takeoverdirektivet stipuleras ett antal principer som skulle genomsyra implementeringen av direktivet.¹²⁷ Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden av värdepapper av samma slag i ett målbolag är en av principerna som stadgas i artikel 3.1.a, samt att aktieägarna i målbolaget ska få erforderlig tid och information för att göra ett välgrundat beslut, vilket stadgas i artikel 3.1.b. Utöver detta stadgas i artikel 3.1.e i takeoverdirektivet att en budpliktig förvärvare ska ha vidtagit rimliga åtgärder för att säkerställa vederlag för budpliktsbudet. Dessa principer stadgas även i direktivets ingress.

Utöver detta regleras budplikten i artikel 5 i takeoverdirektivet, där det föreskrivs att medlemsstaterna ska ha regler om budplikt. I artikel 5.1 stadgas att budplikten ska gälla fysisk eller juridisk person som till följd av eget förvärv eller genom förvärv av annan person som hon/han agerar i samförstånd med får kontroll över bolaget. Den budpliktige ska då enligt artikel 5.1 lämna ett bud på resten av aktierna i bolaget för att skydda minoritetsägarna. I artikel 5.4 i takeoverdirektivet beskrivs även att en budpremie ska betalas till skäligt pris, vilket är det högsta pris som budgivaren har betalat för samma värdepapper under en period på minst sex och högst tolv månader närmast före erbjudandet. Dispens och undantag kan föreskrivas så länge myndigheterna i respektive medlemsstat beaktade de

¹²⁴ Skog (2001) s. 413.

¹²⁵ Stattin (2009) s. 97.

¹²⁶ Stattin (2009) s. 97 f.

¹²⁷ SOU 2005:58 s. 100 f.

allmänna principerna som stadgas i artikel 3 i takeoverdirektivet. Denna möjlighet inkluderades enligt ingressen till takeoverdirektivet för att tillgodose en effektiv reglering enligt skäl 6 i ingressen till takeoverdirektivet.

3.4 Budplikten i Sverige

3.4.1 Den svenska regleringen innan takeoverdirektivet

När offentliga uppköpserbjudanden började bli en allt vanligare företeelse på den svenska aktiemarknaden under 1960-talet, vändes blickarna mot Storbritannien och det ansågs nödvändigt med regler inom området. Som en följd av detta fick NBK i uppdrag att ta fram ett lämpligt regelverk. Detta resulterade i en rekommendation (som senare i en revidering skulle komma att kallas regler) som publicerades 1971 och var starkt inspirerat av Takeover Code.¹²⁸

Den svenska motsvarigheten till *Takeover Panel* blev AMN, som grundades 1986 och de regler som NBK utfärdade tolkades genom AMN:s uttalanden.¹²⁹ AMN är än idag en central del i den självreglering som den svenska aktiemarknadsrätten präglas av. Principen *följ eller förklara* råder, vilket innebär att ett aktiemarknadsbolag har att följa de regler som finns eller att förklara varför man inte gör så.¹³⁰ AMN:s uppgift är att genom uttalanden tolka takeover-reglerna men också att upprätta god sed på aktiemarknaden innebär. God sed kan kortfattat beskrivas som förfaranden i enlighet med gällande rätt, men god sed fyller även ut oreglerade områden och ett förfarande kan vara oförenligt med god sed om förfarandet ämnar kringgå ett syfte med en regel eller ett regelsystem.¹³¹

¹²⁸ Munck (2006) s. 557.

¹²⁹ Skog (2011) s. 31.

¹³⁰ Stattin och Ekelund (2016) s. 120 f.

¹³¹ Stattin och Ekelund (2016) s. 101.

Budpliktens vara eller icke vara i svensk rätt hade seglat upp i debatten innan takeoverdirektivet hade röstats igenom.¹³² Under sent 1980-tal och under 1990-talet hade svenska utredningar behandlat budplikten, men kommit fram till att någon sådan reglering inte var nödvändig i Sverige.¹³³ Trots detta införde dock NBK i sina rekommendationer år 1999 budpliktsregler med hänvisning till den internationella utvecklingen på området och att många andra västerländska marknader redan hade motsvarande regler. Budpliktsgränsen låg på 40 % av målbolagets röster, men sänktes i en revidering till 30 %.¹³⁴ Inom ramen för sina allmänna möjligheter att ge dispens kunde AMN även ge dispens från budplikt.¹³⁵ Munck menar att den välkända Trustor-affären var en bidragande orsak till varför budplikten i Sverige infördes genom NBK:s regler.¹³⁶ Trustor-affären började 1997 och har beskrivits i svensk media som det största ekonomiska brottet i Sverige.¹³⁷ Efter ett aktieförvärv som gav förvärvare lord Moyne 50,8 procent av rösterna i Trustor plundrades i vad som beskrivs som ett bedrägeriförsök bolaget på 620 miljoner kronor.¹³⁸

3.4.2 Den svenska implementeringen av takeoverdirektivet

Takeoverdirektivet implementerades i svensk rätt och 1 juli 2006 trädde den nya lagen LUA i kraft. I utredningen inför införandet av takeoverdirektivet konstaterades att den självreglering som vuxit fram genom NBK:s regler fungerade väl och att denna skulle finnas kvar även i framtiden, främst med tanke på att den var väl förankrad i det svenska näringslivet.¹³⁹ Takeoverdirektivet innebar inga betydande materiella skillnader jämfört med NBK:s regler. Vad takeoverdirektivet dock föreskrev, och som behövde åtgärdas i och med implementeringen, var att reglerna om budplikt

¹³² Nyström och Sjöman (2011) s. 91.

¹³³ SOU 1997:22 s. 302; SOU 1990:1 s. 152; SOU 1989:72 s. 288.

¹³⁴ Nyström och Sjöman (2011) s. 91.

¹³⁵ SOU 2005:58 s. 108.

¹³⁶ Munck (2006) s. 558.

¹³⁷ SVT Nyheter 2007-07-13.

¹³⁸ SVT Nyheter 2007-07-13.

¹³⁹ SOU 2005:58 s. 75.

skulle stadgas i lag så att reglerna skulle gälla alla aktörer på marknaden.¹⁴⁰ I Sverige gällde vid tillfället NBK:s regler endast de aktörer som genom avtal åtagit sig att följa reglerna. I och med att den svenska självregleringen fungerade bra fann utredarna att det vore bäst om implementeringen skedde genom lag som stadgade att börser och auktoriserade marknadsplatser skulle ha takeover-regler som skulle reglera budplikten.¹⁴¹ Idag arbetas dessa takeover-regler fram av Kollegiet för svensk bolagsstyrning (en uppgift som tidigare ankom NBK). Dessa antas sedan av Nasdaq Stockholm och NGM.¹⁴²

Gällande tillsynen av budpliktsreglerna menade regeringen att FI var myndigheten bäst lämpad som tillsynsmyndighet.¹⁴³ FI skulle även vara ansvarig för att handlägga dispensärenden och förhandsbesked. Dock konstaterades det att detta skulle bli för betungande för FI varför det föreslogs att FI, efter regeringens bemyndigande, skulle överlåta handläggningen av dispensärenden till AMN såsom fallet hade varit innan takeoverdirektivet.¹⁴⁴

3.5 Budpliktens syfte

3.5.1 Likabehandling av aktieägare

Av den historiska utvecklingen och framväxten av takeoverdirektivet framgår det vad syftet med budplikten är. Det första framträdande syftet är att budplikten är en viktig reglering för att upprätthålla en likabehandlingsprincip. Denna princip har varit en grundsten för budpliktsreglerna ända sedan tillkomsten av Takeover Code. Vad likabehandling i praktiken innebär i ett budpliktssammanhang är dock inte alltid självklart. Stattin diskuterar problem med likabehandling i ett bolag med olika finansiella instrument och olika aktieklasser, men konstaterar att det är svårt att säga något mer konkret än att förekomsten av olika aktieklasser kan motivera

¹⁴⁰ SOU 2005:58 s. 75 f.

¹⁴¹ SOU 2005:58 s. 75.

¹⁴² Broneus och Stattin (2010) s. 18.

¹⁴³ Prop. 2005/06:140 s. 71.

¹⁴⁴ Prop. 2005/06:140 s. 82.

avsteg från likabehandling.¹⁴⁵ Skog framhåller dock att likabehandlingsprincipen i budpliktssituationer har en roll att spela i bibehållandet och skapandet av förtroende på aktiemarknaden.¹⁴⁶

Vad den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen innebär för aktieägare har föranlett till en distinktion mellan den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen och den bolagsrättsliga likhetsprincipen som ofta framhålls i doktrinen. Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen berör erbjudandesituationer och innebär att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika rörande exempelvis vederlag för erbjudandet.¹⁴⁷ Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen ska skiljas från den bolagsrättsliga likhetsprincipen, vilken ämnar tillförsäkra skydd för minoritetsägare gentemot en maktmissbrukande majoritet och som regleras i 4 kap. 1 § ABL. Denna paragraf stipulerar att samtliga aktier ska ha lika rätt i ett aktiebolag om inte undantag i ABL stadgar annat. Likhetsprincipen innebär att aktier ska behandlas lika i formellt och reellt hänseende och är en princip som gäller i aktieägarens relation till bolaget.¹⁴⁸

Båda principerna, den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen och den bolagsrättsliga likhetsprincipen enligt ovan, innebär ett minoritetsskydd men ska utöver det hållas skilda. Den bolagsrättsliga likhetsprincipen rör interna förhållanden i bolaget, medan den aktiemarknadsrättsliga tar sikte på externa intressenter.¹⁴⁹ Det har understrukits i doktrinen att dessa bör särskiljas eftersom de tar sikte på minoritetsskydd i olika situationer.¹⁵⁰

3.5.2 Rätt till premie

Ett andra syfte med budpliktsreglerna är att när en aktieägare vid ett offentligt uppköpserbjudande erhåller en premie för försäljning av sina

¹⁴⁵ Stattin (2009) s. 424.

¹⁴⁶ Skog (1997) avsnitt 6.1; Bergström m.fl. (1994) s. 29.

¹⁴⁷ SOU 2005:58 s. 201.

¹⁴⁸ Dotevall (2017) s. 155.

¹⁴⁹ Skog (1997) avsnitt 6.1.

¹⁵⁰ Bergström m.fl. (1994) s. 44.

aktier, ska samtliga aktieägare få del av denna.¹⁵¹ Premien utgör det som en förvärvare betalar utöver aktiens marknadsvärde för att få köpa kontrollblocket. Budplikten syftar således till att samtliga aktieägare i ett bolag ska få ta del av det extra värde som kontrollägaren erhåller genom premien för försäljningen av kontrollblocket. Motiveringen skulle kunna hämtas från Berle och Means uppmärksammade *Corporate Asset Doctrine*.¹⁵² Doktrinen innebär att kontrollen av ett bolag är en funktion av företaget i sig, innebärande att en kontrollpremie ska delas mellan samtliga aktieägare.¹⁵³ Om detta gäller för budplikt är dock omdiskuterat. Sjäffjell menar att vad gäller EU-regleringen kring budplikt är det inte *Corporate Asset Doctrine* som ligger till grund för budplikten utan snarare att lagstiftaren vill skydda minoritetsaktieägare gentemot kontrollförvärv där syftet är att plundra målbolaget.¹⁵⁴

3.5.3 Rätt till exit

Det sista av de tre syftena med budplikten som brukar framhållas är att en aktieägare ska ha rätt till exit vid kontrollägarskifte för att skydda minoritetsaktieägare. Stattin menar att detta är en motivering som såväl Takeover Code som takeoverdirektivet framhåller, men han ställer sig tveksam till om rätten till exit som minoritetsskydd kan motivera budpliktsregler i Sverige, särskilt med tanke på det minoritetsskydd som redan finns i den svenska ABL.¹⁵⁵

Stattin lyfter fram att det i den svenska ABL finns möjligheter för en minoritetsaktieägare att åberopa andra regler för att få bukt med en missbrukande majoritet, bl.a. genom generalklausulen för stämman i ett bolag i 7 kap. 47 § ABL. Denna paragraf stadgar att en stämma inte får fatta ett beslut ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller nackdel åt en annan aktieägare eller bolaget. Detta rör typiskt ekonomiska intressen i

¹⁵¹ Skog (1997) avsnitt 6.2.

¹⁵² Skog (1997) avsnitt 6.2.

¹⁵³ Stattin (2009) s. 426.

¹⁵⁴ Sjäffjell (2009) s. 435.

¹⁵⁵ Stattin (2009) s. 428 f.

bolag, bl.a. förtäckta värdeöverföringar som gynnar vissa aktieägare på en annan aktieägars bekostnad. Samma typ av bestämmelse återfinns även i 8 kap. 41 § första stycket ABL, men då rörande styrelsen eller annan ställföreträdare för bolagets agerande. I avvägningen mellan minoritetsaktieägarens och kontrollaktieägarens intressen menar Stattin att det redan finns skyddsregler som skapar skydd för minoritetsägare och att det ytterligare skydd som tillkommer med budplikten således kan vara svårt att motivera.¹⁵⁶

Skog är också kritisk till att syftet att en rätt till exit för samtliga aktieägare skulle kunna rättfärdiga förekomsten av budpliktsregler.¹⁵⁷ Han menar att det inte finns någon anledning att anta att aktieägarna vid ett kontrollägarskifte skulle få det sämre. Utöver att de nya ägarna måste förhålla sig till samma regler som de tidigare ägarna, menar Skog att det finns empirisk forskning som talar för att ett kontrollägarskifte tenderar att leda till ett höjt aktiepris, även om det såklart kan finnas undantag.¹⁵⁸

3.6 Sammanfattande kommentarer

Att skapa en lagstiftning om budplikt på EU-nivå var en utdragen process som väckte stor debatt runtom i Europa. Lagstiftningsarbetet tog dock fart efter offentliga uppköpserbjudanden som uppmärksammades i media. Resultatet blev ett direktiv med stort brittiskt inflytande, som implementerades i Sverige dels genom självreglering, dels genom lagstiftning. Budpliktens kan sägas ha tre syften, där det centrala är att skydda minoritetsaktieägare från en missbrukande kontrollägare, vilket också har funktionen att skapa förtroende på aktiemarknaden. Samtidigt finns en strävan efter en effektiv marknad. Budpliktens syften och om de är tillräckligt för att rättfärdiga budplikten är omdiskuterade i doktrinen.

¹⁵⁶ Stattin (2009) s. 428 f.

¹⁵⁷ Skog (1997) avsnitt 6.3.

¹⁵⁸ Skog (1997) avsnitt 6.3.

4 Budpliktens uppkomst och innebörd

4.1 Inledning

I detta avsnitt behandlas budpliktens tillämpning i Sverige. Efter en kort presentation av reglernas inbördes förhållande redogörs det för när budplikt uppkommer. Redogörelsen för budpliktens uppkomst behandlar dels vad ett förvärv innebär enligt LUA, dels när budplikt uppkommer genom ett närståendeförhållande. Även andra fall då budplikt kan uppkomma presenteras.

Vad det innebär för en förvärvare att lägga ett budpliktsbud utreds också. När en budplikt har uppkommit för en förvärvare stipulerar ett flertal regler i LUA och takeover-reglerna hur detta bud ska gå till, vilka härstammar från takeoverdirektivet. Liksom för frågan om när budplikt uppkommer finns det för utförandet av budpliktsbud en rad strikta regler som har tolkats genom AMN:s praxis. De bestämmelser som tas upp är centrala för budplikten och för uppsatsens diskussion. Detta innebär dock att andra regler i takeoverdirektivet och LUA som rör budplikt inte behandlas, t.ex. frågor om acceptfristen för budpliktsbud.

4.2 Regelverkens inbördes förhållande

LUA utgör grunden för regleringen av budplikt på den svenska aktiemarknaden och innehåller övergripande bestämmelser, vilka kompletteras med självreglering i form av takeover-reglerna.¹⁵⁹ Dessa båda regelverk ska tillgodose Sveriges implementering av takeoverdirektivet. Reglerna kompletteras, tydliggörs och tolkas med uttalanden från AMN som är den primära rättstillämparen inom området. AMN har genom delegering från FI möjlighet att tolka regler i LUA.¹⁶⁰ Utöver detta har

¹⁵⁹ Stattin (2009) s. 101.

¹⁶⁰ FFFS 2007:17 s. 21.

AMN även kompetens att tolka takeover-regler för de olika reglerade marknaderna samt stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.¹⁶¹

4.3 När uppkommer budplikt?

4.3.1 Budpliktsgränsen

Budplikt uppkommer enligt 3 kap. 1 § LUA då en ägare, som inte tidigare äger aktier till ett röstetal om 30 % av ett bolag, genom förvärv ökar sitt aktieinnehav till ett röstetal om 30 % eller mer.

Budplikten aktiveras oavsett om den budpliktige har finansiella resurser att genomföra budet eller inte. Detta innebär att en förvärvare måste säkerställa finansiering för att förvärva samtliga aktier i bolaget redan innan gränsen om 30 % korsas. Detta framgår av en av de allmänna principerna i artikel 3.1.e i takeoverdirektivet samt II.1 takeover-reglerna.

4.3.2 Vad innebär ”förvärv” i LUA:s mening?

Med förvärv avses alla typer av förvärv. Det kan ske t.ex. genom köp, gåva eller arv.¹⁶² Det räcker dock inte med att förvärva en option eller liknande såsom konvertibler för att budplikt ska uppkomma, men om en innehavare dock löser in en option eller konvertibel så att innehavaren uppnår ett röstetal om 30 % eller mer i bolaget, utlöses budplikt.¹⁶³ S.k. *contracts for differences* (CFD), räknas inte heller som förvärv. Ett CFD är ett derivatinstrument där värdeförändringen i den underliggande tillgången styr värdet av CFD. AMN menade i ett uttalande 2008 att CFD är finansiella positioner som förvisso ger samma finansiella exponering som ett innehav av aktier, men att de inte medför någon rätt till förvärv eller att personer som innehar ett CFD kan utnyttja rösträtt i bolaget. Därför kan dessa typer av kontrakt inte föranleda budplikt.¹⁶⁴

¹⁶¹ Stattin (2009) s. 89.

¹⁶² Prop. 2005/06:140 s. 101.

¹⁶³ Nyström m.fl. (2018) s. 30; Broneus och Stattin (2010) s. 43.

¹⁶⁴ AMN 2008:33; AMN 2008:47.

Förvärvet måste vidare anses vara definitivt för att budplikt ska utlösas. Stattin menar att ett definitivt förvärv borde uppfattas som en civilrättslig ägarövergång och exemplifierar detta med att aktier som ställs i pant inte utlöser budplikt.¹⁶⁵ För att vara ett definitivt förvärv måste även eventuella villkor för ett förvärv vara uppfyllda, t.ex. ett godkännande från myndigheter såsom Konkurrensverket. Först då kan förvärvaren utnyttja sin rösträtt på en bolagsstämma, vilket utlöser budplikten.¹⁶⁶ Nyström m.fl. menar dock att budplikt torde kunna utlösas redan vid en tilldelning av betalda tecknade aktier, eftersom dessa vid en bolagsstämma innefattas i stämмоaktieboken och röstlängden.¹⁶⁷ Om förvärvaren dock själv råder över ett villkor kan budplikt trots detta utlösas. Detta skulle medföra att en förvärvare skulle kunna välja om budplikten skulle utlösas eller inte. Därför kan en förvärvare inte ställa ett villkor för budplikt om att t.ex. ett dotterbolag ska avyttras.¹⁶⁸

Vid beräkning om ett innehav är så stort så att budplikt utlöses inkluderas även aktier som bolaget äger själv. Att bolaget förvärvar egna aktier påverkar således inte hur många aktier som någon utomstående kan förvärva utan att utlösa budplikt.¹⁶⁹

4.3.3 Budplikt genom närstående

4.3.3.1 Närstående genom koncern

Enligt 3 kap. 5 § 1 LUA är ett företag i samma koncern som en förvärvare att räknas som närstående, vilket kan utlösa budplikt. Budplikt utlöses då enligt 3 kap. 2 § LUA när en förvärvare förvärvar aktier, vilket resulterar i att denne tillsammans med ett företag i samma koncern innehar aktier som utgör 30 % eller mer av röstetalet i bolaget. Definitionen av koncern är enligt 1 kap. 2 § 4 LUA samma definition som 1 kap. 11 och 12 §§ ABL.

¹⁶⁵ Stattin (2009) s. 442.

¹⁶⁶ Prop. 2005/06:140 s. 101.

¹⁶⁷ Nyström m.fl. (2018) s. 31.

¹⁶⁸ Nyström, Ohlsson och Skog (2003) s. 118.

¹⁶⁹ Prop. 2005/06:140 s. 101.

I LUA är koncernbegreppet dock något vidare än det aktiebolagsrättsliga, eftersom det som sägs rörande moderbolag enligt ABL även tillämpas på annan juridisk person än aktiebolag i LUA. LUA:s koncernbegrepp innebär således att andra svenska och utländska juridiska personer, utöver aktiebolag, kan vara moderbolag.¹⁷⁰

För de fall ett närståendeförhållande på grund av koncern har uppkommit följer frågan om vem som ska genomföra budplikten. Detta regleras i 3 kap. 2 § andra stycket LUA och har varit föremål för uttalande från AMN, där det konstaterades att moderbolaget eller motsvarande rättssubjekt ska fullgöra budplikten.¹⁷¹

4.3.3.2 Närstående genom familj

Närståendeförhållanden som kan utlösa budplikt enligt 3 kap. 2 § LUA rör även familjerättsliga förhållanden enligt 3 kap. 5 § 2 och 3 LUA. Det rör dels makar och sambor, dels barn till förvärvaren. Definitionen av sambo kommer från 1 § första stycket sambolagen (2003:376). Dock gäller inte den inskränkning som stadgas i 1 § tredje stycket samma lag där två personer inte anses vara sambo om en av personerna är gift.¹⁷²

För att ett barn ska räknas som närstående enligt LUA ska barnet stå under förvärvarens vårdnad. Stattin menar att detta även borde innefatta adopterade barn.¹⁷³ AMN har uttalat att endast släktskap inte räcker för att betrakta någon som närstående under denna bestämmelse.¹⁷⁴

4.3.3.3 Närstående genom avtal eller samverkan

Den sista kategorin av närståendeförhållanden som kan utlösa budplikt enligt 3 kap. 2 § LUA är en kategori av närståendeförhållande har blivit föremål för många uttalanden från AMN. Det rör de fall då aktieinnehavare avtalar eller samverkar sinsemellan och att dessa parter tillsammans

¹⁷⁰ Prop. 2005/06:140 s. 105; Stattin (2009) s. 173.

¹⁷¹ AMN 2014:20.

¹⁷² Nyström m.fl. (2018) s. 42.

¹⁷³ Stattin (2009) s. 171.

¹⁷⁴ AMN 2010:37.

innehåller aktier som medför att budpliktsgränsen är korsad. Dessa regler återfinns i 3 kap. 5 § 4 och 5 LUA.

I det första fallet som föreskrivs i 3 kap. 5 § 4 LUA ska två eller flera parter ha avtalat genom muntlig eller skriftlig överenskommelse att utöva rösträtten på ett samordnat sätt med syfte att kontrollera bolagets förvaltning långsiktigt.¹⁷⁵ Nyström m.fl. menar i en lagkommentar till bestämmelsen att en längre tidsperiod definieras som flera verksamhetsår, där parterna under denna tid samordnar rösträtten vid val av ledamöter till styrelsen i ett bolag så att kontroll i styrelsen erhålls.¹⁷⁶ Stattin menar att bedömningen som görs enligt 3 kap. 5 § 4 LUA ska vara objektiv och att parternas syfte och avsikt inte ska tas i beaktning.¹⁷⁷ AMN har i sina uttalanden bedömt att ett aktieägaravtal är ett typiskt fall då ett närståendeförhållande genom avtal etableras.¹⁷⁸

Om närståendeförhållandet grundar sig på ett avtal enligt 3 kap. 5 § 4 LUA ska aktieinnehavaren vars andel representerar det största röstetalet fullgöra budplikten.¹⁷⁹ Om aktieinnehavaren skulle ha lika stor röstandel menar Stattin att varje innehavare ska svara för att budplikten fullgörs.¹⁸⁰

Till skillnad från närståendeförhållande som grundas på avtal, ska ett närståendeförhållande på grund av samverkan bedömas subjektivt, vilket innebär att samverkan måste ske i syfte att uppnå kontrollen genom ett de facto agerande.¹⁸¹ Ett exempel på samverkan är om någon förvärvar aktier i syfte att överlåta dessa till budgivaren, eller om förvärvaren ska inneha aktierna för budgivarens räkning.¹⁸²

¹⁷⁵ Nyström m.fl. (2018) s. 43.

¹⁷⁶ Nyström m.fl. (2018) s. 43.

¹⁷⁷ Stattin (2009) s. 175.

¹⁷⁸ AMN 2011:33; AMN 2010:27; AMN 2010:03.

¹⁷⁹ AMN 2013:50.

¹⁸⁰ Stattin (2009) s. 437 f.

¹⁸¹ Stattin (2009) s. 177.

¹⁸² Kommentarer till I.3 takeover-reglerna 2018.

Närståendeförhållande genom samverkan kan även grundas på underförstådda överenskommelser. Detta fastslog FI i ett uttalande på eget initiativ i det s.k. MAN/Scania-ärendet.¹⁸³ Även AMN har haft anledning att tolka innebörden av samverkan. I ett fall förelåg ett underwriteravtal, ett avtal där en sammanslutning av konsortiemedlemmar garanterar t.ex. betalning vid en emission. Underwriteravtalet i detta fall innebar att två banker (konsortiemedlemmarna) åtog sig att teckna och betala för de aktier som inte tecknades i den planerade emissionen i fallet. Avtalet innehöll dock inga skyldigheter att rösta på ett visst sätt på bolagsstämman, varför AMN fann att det inte skulle klassas som ett närståendeförhållande på grund av avtal eller samverkan.¹⁸⁴

Hur närståendeförhållande genom avtal respektive samverkan förhåller sig till varandra är oklart. Nyström m.fl. menar i en lagkommentar till LUA att avtalssituationen fanns redan innan takeoverdirektivet och att närstående genom samverkan mer är en åtgärd för att tillgodose implementeringen av artikel 5.1 i takeoverdirektivet som stadgar att närståendeförhållandet också rör personer som handlar i samförstånd med förvärvaren.¹⁸⁵

4.3.4 Andra fall då budplikt kan uppkomma

I 3 kap. 2 § första stycket LUA finns kompletterande bestämmelser till 3 kap. 1 § LUA rörande fall då budplikt uppkommer. Det första fallet rör om en aktieägare uppnår budpliktsgränsen till följd av bolagets eller någon aktieägares handling. Om exempelvis ett bolag vidtar åtgärder som inlösen av aktier, som får konsekvensen att en aktieägare ökar sitt röstetal till 30 % eller mer, utlöses inte budplikt. Om denne sedan förvärvar en eller flera aktier i bolaget utlöses dock budplikt.¹⁸⁶ Samma sak gäller om aktieägaren vidtar åtgärder som t.ex. att omvandla sina aktier till aktier med ett lägre röstvärde, vilket får till följd att en annan aktieägare korsar

¹⁸³ Stattin (2009) s. 179 f.

¹⁸⁴ AMN 2009:03.

¹⁸⁵ Nyström m.fl. (2018) s. 47.

¹⁸⁶ Nyström m.fl. (2018) s. 35.

budpliktsgränsen. Då utlöses budplikt först när aktieägaren som överskridit budpliktsgränsen förvärvar ytterligare aktier i bolaget.¹⁸⁷

4.4 Att lägga ett budpliktsbud

4.4.1 Offentliggörande av innehavet

När budplikt har uppstått ska förvärvaren enligt 3 kap. 1 § 1 LUA omedelbart offentliggöra detta så att aktiemarknaden får kännedom om budet.¹⁸⁸ Efter offentliggörande ska budgivaren inom fyra veckor lämna ett budpliktsbud enligt 3 kap. 1 § 2 LUA, vilket korresponderar med artikel 8 och artikel 6.2 i takeoverdirektivet. AMN har dock i ett fall undantagit en förvärvare från kravet om offentliggörande mot bakgrund av att det var ett led i en omstrukturering och att aktierna omedelbart skulle överlåtas vidare varvid budplikten ändå skulle bortfalla.¹⁸⁹

Bestämmelsen om offentliggörande av innehavet innebär inte att förvärvaren ska offentliggöra innehavets storlek, men i praktiken kan det ändå vara lämpligt för aktieägaren att lämna sådana upplysningar för att motverka spekulering.¹⁹⁰ Enligt Nyström, Ohlsson och Skog är detta ett sätt att minska risken för insideraffärer.¹⁹¹

4.4.2 Erbjudandet ska lämnas till alla

Att budplikt utlöses innebär att förvärvaren ska lämna ett bud på resten av aktierna i bolaget enligt artikel 5.1 i takeoverdirektivet, vilket har implementerats i 3 kap. 1 § LUA. På ett liknande sätt stipuleras det i II.21 takeover-reglerna att erbjudandet ska avse samtliga aktier i målbolaget. Innan erbjudandet lämnas måste budgivaren även enligt 2 kap. 1 § första stycket LUA åta sig att följa de regler som marknadsplatsen har upprättat

¹⁸⁷ Nyström m.fl. (2018) s. 32.

¹⁸⁸ Nyström m.fl. (2018) s. 33.

¹⁸⁹ AMN 2007:34.

¹⁹⁰ Nyström m.fl. (2018) s. 33.

¹⁹¹ Nyström, Ohlsson och Skog (2003) s. 115.

för ett budpliktserbjudande. Takeover-reglerna utgör i detta fall sådana regler.¹⁹²

AMN har dock möjliggjort att vissa länder kan exkluderas från bestämmelsen att budpliktsbud ska lämnas till alla, förutsatt att aktieinnehavarna i dessa länder motsvarar en obetydlig andel av det totala ägandet i bolaget. AMN ansåg i ett uttalande att detta kunde motiveras med att det fanns en sådan praxis för frivilliga bud och att det skulle leda till mycket höga transaktionskostnader om vissa jurisdiktioner inte fick exkluderas.¹⁹³ Detta har sedermera blivit en etablerad praxis där jurisdiktioner såsom Japan, Australien, Nya Zeeland, Sydafrika och USA har kunnat exkluderas från budpliktsbud.¹⁹⁴ Stattin menar att AMN:s resonemang kan ifrågasättas. Att exkludera jurisdiktioner för att deras regelverk på området är omständligt menar man saknar stöd i takeoverdirektivet och LUA.¹⁹⁵

Förutom undantaget för vilka aktieinnehavare budpliktsbudet ska lämnas till kan en budgivare villkora ett budpliktsbud, vilket stadgas i II.21 takeover-reglerna. Enligt kommentaren får inga andra fullföljandevillkor ställas än krav på tillstånd från myndighet, vilket innebär att ett budpliktsbud inte kan villkoras av t.ex. att målbolaget vidtar försvarsåtgärder eller att någon annan lägger fram ett mer attraktivt bud.¹⁹⁶

4.4.3 Vederlag för aktierna

Vederlaget för aktier i ett budpliktsbud ska enligt artikel 5.4 i takeoverdirektivet vara till skäligt pris, vilket i takeoverdirektivet definieras som det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne betalat för samma värdepapper under en period som ska fastställas av EU:s medlemsstater till minst sex och högst tolv

¹⁹² Nyström m.fl. (2018) s. 23.

¹⁹³ AMN 2008:31.

¹⁹⁴ AMN 2009:30; AMN 2010:46; AMN 2012:15; AMN 2016:27; AMN 2018:06; AMN 2018:44; AMN 2018:46.

¹⁹⁵ Stattin (2009) s. 439.

¹⁹⁶ Kommentar till II.21 takeover-reglerna 2018.

månader närmast före erbjudandet. Detta regleras i II.13 takeover-reglerna som stadgar att om det sker ett förvärv sex månader innan det offentliga uppköpserbudet, får villkoren för det offentliga uppköpserbudet inte vara mindre fördelaktiga än förvärvet före det offentliga uppköpserbudet.

Vad gäller typ av vederlag stipulerar II.21 takeover-reglerna att erbjudandet ska innehålla ett vederlagsalternativ som innebär att alla aktieägare har rätt att få kontant betalning. I kommentaren till takeover-reglerna heter det att det är rimligt att vederlaget är kontant eftersom detta ger största möjliga frihet för aktieägarna.¹⁹⁷ Vidare föreskrivs i kommentaren att vad som är skäligt pris ska bestämmas utifrån reglerna för frivilliga erbjudanden.¹⁹⁸ AMN har dock påpekat att det är den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen som ska ligga till grund för bestämmandet av vederlaget.¹⁹⁹

För de fall då teckningsoptioner har utnyttjats för att teckna aktier, eller att konvertibler byts ut mot aktier, kan vederlaget bestämmas genom att ta den genomsnittliga börskursen under 20 börsdagar och låta detta pris vara vederlaget för aktierna.²⁰⁰ AMN har i uttalanden uttryckt att detta även kan gälla i andra situationer, såsom koncerninterna överlåtelser och indirekta kontrollägarskiften.²⁰¹

Om ett budpliktsbud omfattar mer än en aktieklass, kan budpremien behöva varieras. I ett uttalande utgick AMN från att varje aktieklass bör ges en rättvis och rimlig behandling och att en utgångspunkt kunde vara ett procentuellt påslag som var lika för varje aktieklass. Dock fann AMN att

¹⁹⁷ Kommentar till II.21 takeover-reglerna 2018.

¹⁹⁸ Kommentar till II.21 takeover-reglerna 2018.

¹⁹⁹ AMN 2003:32.

²⁰⁰ Kommentar till II.21 takeover-reglerna 2018.

²⁰¹ AMN 2005:34 (koncerninterna överlåtelser); AMN 2008:31 (indirekta kontrollägarskiften).

detta kunde skilja sig från fall till fall så pass mycket att en strikt regel inte kunde uppställas.²⁰²

4.5 Sammanfattande kommentarer

Budplikten har ett brett tillämpningsområde och träffar inte bara en person som förvärvar 30 % eller mer av röstetalet, utan även i ett flertal andra situationer. Budplikten aktiveras oavsett om den budpliktige har den finansiella möjligheten att genomföra budet eller inte, vilket innebär att förvärvaren innan denne förvärvar 30 % eller mer av bolagets röstetal måste tillse att erforderlig finansiering finns på plats. Möjligheten att rösta på stämman är det centrala i bedömningen om ett förvärv leder till budplikt eller inte.

Om budplikten aktiveras innebär det att den budpliktige inom en viss tid ska presentera ett bud för samtliga aktier i bolaget och betala samma pris för resterande aktier som för kontrollblocket. Budpliktens syften om likabehandling och rätten till premie för alla aktieägare syns direkt i lagregleringen i takeover-reglerna om skäligt pris och att erbjudandet ska vara riktade till alla. Vissa regler har dock mildrats genom AMN:s praxis, såsom att vissa jurisdiktioner kan undantas även om detta strider mot likabehandlingsprincipen.

²⁰² AMN 2007:24.

5 Undantag och dispens från budplikt

5.1 Inledning

I vissa fall behöver inte en förvärvare genomföra ett budpliktsbud trots att 30 % av bolagets röstetal eller mer har förvärvats. Dessa fall är antingen lagreglerade undantag eller dispensfall som avgörs från fall till fall. I det följande presenteras dels de undantag från budplikt som finns, dels dispensgrunderna och AMN:s praxis. Möjligheten att ge undantag och dispens från budplikten med hänsyn till takeoverdirektivets allmänna principer kommer från takeoverdirektivets ingress och artikel 4.5.

5.2 Undantag från budplikt

Även om budplikt skulle uppkomma föreskrivs i 3 kap. 6 § LUA förutsättningar under vilka budplikt trots det kan bortfalla. Det första fallet är då en förvärvare inom fyra veckor efter det att budplikten uppkommit avyttrar aktier så att rösträttsinnehavet är under 30 %. Detta gäller även om en närstående avyttrar aktier förvärvaren och dess närståendes innehav inte längre är över 30 % av röstetalet.²⁰³ AMN har godtagit att budplikten bortfaller under denna bestämmelse när aktier till ett högt röstvärde stämplas om så att de får ett lägre röstvärde.²⁰⁴ Att utnyttja sin rösträtt som uppgår till 30 % eller mer under fyra veckorsfristen anses dock av AMN inte vara god sed om denne också väljer att under denna period avyttra aktier för att undgå budplikt.²⁰⁵

Budplikten bortfaller om ett tvångsinlösenförfarande aktualiseras enligt antingen 22 kap. ABL eller 14 a kap. försäkringsrörelselagen (2010:2043),

²⁰³ Nyström m.fl. (2018) s. 53.

²⁰⁴ AMN 2006:15.

²⁰⁵ AMN 2008:41.

vilket också framgår av 3 kap. 6 § LUA. Om tvångsinlösen återkallas återuppstår dock budplikten.²⁰⁶

En sista situation då budplikten kan falla bort är om en förvärvare har ett innehav om 30 % eller mer till följd av ett budpliktsbud enligt 3 kap. 3 § LUA vilket är en bestämmelse som går tillbaka till artikel 5.2 i takeoverdirektivet. Detta motiveras i förarbetena med att samtliga aktieägare i bolaget då redan haft tillfälle att överlåta sina aktier till kontrollägaren.²⁰⁷ Efter detta kan kontrollägaren fortsätta att förvärva aktier och öka sin röstandel utan att budplikt blir aktuellt, vilket också har bekräftats av AMN.²⁰⁸ För de fall där en budgivare lämnar ett frivilligt bud och under acceptfristens gång förvärvar ett aktieinnehav som motsvarar en röstandel om 30 % eller mer så att budplikt uppnås, måste dock erbjudandet anpassas till reglerna för budplikt.²⁰⁹

5.3 Dispens från budplikt

5.3.1 Särskilda skäl

Möjligheten för bolag att få dispens från budplikt stadgas i 7 kap. 5 § LUA. Härigenom har FI möjlighet att ge dispens om särskilda skäl föreligger efter bemyndigande från regeringen enligt 7 kap. 10 § LUA, en uppgift som har delegerats till AMN.²¹⁰ Enligt kommentaren till I.2 takeover-reglerna är ett dispensinstitut nödvändigt eftersom en budsituation ofta ser väldigt olika ut. Därför ska, om särskilda skäl föreligger, dispens ges.²¹¹ Kravet på sökanden är att denne ska ha berättigat intresse i saken. Detta är enligt förarbetena en ren hypotetisk frågeställning och kan inte tas upp till prövning.²¹² Vad som utgör särskilda skäl framgår inte av LUA eller

²⁰⁶ Prop. 2005/06:140 s. 106.

²⁰⁷ Prop. 2005/06:140 s. 103 ff.

²⁰⁸ AMN 2009:30.

²⁰⁹ AMN 2010:41; AMN 2015:42.

²¹⁰ Delegation till FI har skett med stöd i 5 och 6 §§ förordning (2007:375) om handel med finansiella instrument. Delegation från FI till AMN har sedermera skett genom FFFS 2007:17 s. 21.

²¹¹ Kommentar till I.2 takeover-reglerna 2018.

²¹² Prop. 2005/06:140 s. 116.

takeover-reglerna, utan svaret på denna fråga får sökas i förarbeten och i AMN:s uttalanden.

Förarbetena till LUA pekar ut typfall då särskilda skäl kan föreligga varigenom dispens kan bli aktuellt, men dessa exempel utgör ingen uttömmande lista.²¹³ I centrum för dispensprövningen står en bedömning av hur aktieägarnas intresse påverkas av en beviljad dispens och detta ska avgöra om dispens ska beviljas eller inte.²¹⁴ AMN har genom åren uttalat sig flitigt i dispensfrågor. Ärenden rörande dispensfall för budplikt utgör AMN:s vanligaste ärenden.²¹⁵ Hur många fall som AMN får in är svårt att säga eftersom det i vissa fall avgörs endast sker genom en dialog med AMN och således inte leder till ett publicerat uttalande.²¹⁶ I det följande presenteras och diskuteras AMN:s dispenspraxis.

5.3.2 Apportemission vid förvärv

Ett typfall som stadgas i förarbetena till LUA är då budpliktsgränsen korsas till följd av en apportemission vid förvärv. Varför detta utgör ett typfall motiveras inte, men utifrån förarbetena och uttalanden från AMN verkar det vara en vanlig åtgärd i bolag med ekonomiska svårigheter.²¹⁷ Rörande dispens för apportemission vid förvärv finns det många uttalanden från AMN. Fram till den 23 mars 2019 hade 98 uttalanden om beviljad dispens från budplikt på denna grund publicerats på Nämndens hemsida.²¹⁸

Ur AMN:s uttalanden kan utläsas att dispens för apportemissionsfallen ofta är förenade med villkor. Ett sådant villkor kan vara ett avyttringsvillkor inom en viss tidsperiod.²¹⁹ Ett villkor som dock har blivit allt vanligare och som har dominerat AMN:s praxis de senaste åren är att beslutet om apportemissionen ska röstas igenom i stämman med två tredjedelars

²¹³ Prop. 2005/06:140 s. 117 f.

²¹⁴ Prop. 2005/06:140 s. 117.

²¹⁵ Skog (2016) s. 14.

²¹⁶ Skog och Sandberg (2011) s. 6.

²¹⁷ Prop. 2005/06:140 s. 117; AMN 2003:10.

²¹⁸ Aktiemarknadsnämnden 2019-03-23.

²¹⁹ AMN 2006:17; AMN 2006:49; AMN 2007:03.

majoritet (bortsett från budgivarens innehav) samt att aktieägarna ska informeras, vilket Nämnden verkar tycka är tillräckligt för att tillgodose aktieägarnas intresse.²²⁰ Detta liknar det s.k. *whitewash-förfarande* som förekommer i brittisk rätt och som återfinns i Takeover Code regel nr. 9.²²¹ Att detta har blivit en etablerad praxis kan märkas genom att bolag i vissa fall redan i framställningen till AMN har framhållit att beslutet om apportemission ska föregås av en omröstning av stämman med två tredjedelars majoritet samt att aktieägarna ska informeras, eller att de för tiden för ansökan till AMN redan var uppfyllda.²²² Givandet av dispens för apportemission vid förvärv verkar inte heller påverkas av hur mycket budpliktsgränsen överskrids.²²³

5.3.3 Emission som ett led i rekonstruktion och företrädesemission

Att ett aktieinnehav överstiger budpliktsgränsen som en följd av en emission i ett led i en rekonstruktion och företrädesemission ges också som ett typexempel i förarbetena rörande dispens.²²⁴ Detta är en dispensgrund som ofta är föremål för AMN:s uttalanden med 97 publicerade uttalanden fram till 23 mars 2019.²²⁵ Likt dispens för apportemission kan det sägas ha utvecklats en praxis där emissioner till följd av en ekonomisk svår situation för bolaget eller en företrädesemission kan medges dispens förutsatt att information ges till aktieägarna och att två tredjedelar av stämman (bortsett från budgivarens innehav) godkänner emissionen, vilket räcker för att tillgodose aktieägarnas intresse.²²⁶

²²⁰ AMN 2010:1; AMN 2011:12; AMN 2012:16; AMN 2013:30; AMN 2014:05; AMN 2015:40; AMN 2016:34; AMN 2018:53.

²²¹ Ohlsson (2010) s. 842.

²²² AMN 2010:14; AMN 2014:48; AMN 2018:11; AMN 2018:15.

²²³ Se t.ex. AMN 2016:34 där innehavet skulle uppgå till 75-80 % efter förvärv och AMN 2016:13 där innehavet skulle uppgå till ca 31 % efter förvärv. Samma villkor för dispens för budplikt gavs.

²²⁴ Prop. 2005/06:140 s. 117.

²²⁵ Aktiemarknadsnämnden 2019-03-23.

²²⁶ AMN 2013:20; AMN 2014:07; AMN 2015:01; AMN 2016:09; AMN 2016:14; AMN 2017:24; AMN 2018:32.

5.3.4 Emissionsgarantier

En annan dispensgrund med riklig praxis är dispens på grund av emissionsgaranti, vilket innebär att en aktieägare garanterar att en emission blir fulltecknad under vissa avtalade förutsättningar.²²⁷ Emissionsgaranti förekommer ofta tillsammans med tecknande av en företrädesemission och brukar godkännas med samma typ av villkor som för dispens av företrädesemission.²²⁸ Hur en emissionsgaranti ska utformas för att ge dispens behandlades i AMN 2009:26. Nämnden konstaterade att en emissionsgaranti skulle utformas på så sätt att den budpliktige endast kan teckna aktier som blir över efter att aktieägarna med företrädesrätt, andra aktieägare i bolaget och allmänheten erbjudits att teckna aktier. Först därefter kan den budpliktige få teckna aktier.²²⁹

5.3.5 Inget kontrollägarskifte

Budpliktsregleringen tar inte hänsyn till om kontrollägarskifte i det enskilda fallet har skett, varför dispens ges för de fall då en aktieinnehavare förvärvar aktier över budpliktsgränsen utan att det har skett ett kontrollägarskifte.²³⁰ I förarbetena ges som exempel på sådana transaktioner när ett bolag genomför omstruktureringar eller vid generationsskifte på ägarsidan.²³¹ Från Nämndens uttalanden kan sägas att koncerninterna omstruktureringar som inte leder till något faktiskt kontrollägarskifte kan vara en grund för dispens.²³² Fall som rör generationsskifte som inte leder till något kontrollägarskifte har också fått dispens beviljad.²³³

Andra fall som faller under denna dispensgrund har också varit att ett aktieinnehav under en kortare tid ökar för att sedan minska. AMN har då funnit att det inte har uppgått i ett sådant kontrollägarskifte som avses i

²²⁷ Åqvist (2006) s. 598.

²²⁸ AMN 2011:29; AMN 2012:24; AMN 2013:20; AMN 2014:52; AMN 2016:19; AMN 2017:24.

²²⁹ AMN 2009:26.

²³⁰ Ohlsson (2010) s. 828.

²³¹ Prop. 2005/06:140 s. 117.

²³² AMN 2008:44; AMN 2010:39.

²³³ AMN 2017:09.

budpliktsreglerna.²³⁴ En vanlig sådan situation är att aktier lånas ut under en begränsad tid för att möjliggöra en planerad emission eller i samband med en börsintroduktion.²³⁵

5.3.6 Budplikt utan aktivt medverkande

Även fall då den budpliktige inte har medverkat till sitt ökade innehav nämns i förarbetena som en dispensgrund. Framför allt är det frågor som rör gåvor och arv.²³⁶ Liksom i andra dispensfall sätts syftet med förvärvet i fokus, och att det inte har till syfte att överta kontrollen över bolaget.²³⁷ AMN konstaterade i 2004:01 att dispens i dessa fall borde ges om inget skäl talar mot att medge dispens.²³⁸ Detta uttalande har sedermera legat till grund för liknande dispensuttalanden rörande dispensgivande genom gåva eller arv.²³⁹

5.3.7 Begränsning av röstetal och överlåtelsebegränsningar

Förvärv av aktier som är föremål för överlåtelsebegränsningar kan enligt förarbetena ligga till grund för dispens.²⁴⁰ Denna grund har lett till endast ett uttalande från AMN. I detta skrev dock Nämnden uttryckligen att den inte skulle ta ställning till om begränsning i röstetal enligt bolagsordningen i sig skulle vara tillräcklig för dispens.²⁴¹

5.3.8 Fall då budpliktsdispens inte medgivits

Det finns få uttalanden från AMN som rör fall då budpliktsdispens inte har medgivits eftersom AMN inte publicerar uttalanden för samtliga ansökningar om dispens. Vissa ansökningar avslås redan i ett tidigare

²³⁴ AMN 2018:08.

²³⁵ AMN 2011:06; AMN 2015:12; AMN 2015:38; AMN 2016:39; AMN 2017:21; AMN 2018:04; AMN 2018:24.

²³⁶ Prop. 2005/06:140 s. 117.

²³⁷ Ohlsson (2010) s. 829.

²³⁸ AMN 2004:01.

²³⁹ AMN 2016:11; AMN 2018:02.

²⁴⁰ Prop. 2005/06:140 s. 118.

²⁴¹ AMN 2004:38.

skede.²⁴² I ett publicerat uttalande medgav Nämnden dock inte budplikt för ett bolag som inte tidigare hade utnyttjat möjligheten att omstämpla röststarka A-aktier till röstsvaga B-aktier för att komma under budpliktsgränsen. Nämnden fann då att det inte förelåg tillräckligt starka skäl för undantag från budplikt.²⁴³ I ett annat hade den budpliktige förvärvat aktier över budpliktsgränsen och tagit kontrollen över bolaget för att återfå ett tillstånd som hade blivit indraget av FI. AMN fann här att inte tillräckliga skäl för dispens förelåg.²⁴⁴

5.3.9 Förlängning av dispens

Om ett beslut om dispens är förenat med ett avyttringsvillkor, kan den som fått dispens beviljad även få en förlängning av den tidsfrist inom vilken avyttringen under budpliktsgränsen skulle ha ske. Att förlänga dispensen är något som har behandlats och medgetts av AMN ett flertal gånger med motiveringen att det ligger i aktieägarkollektivets intresse.²⁴⁵ Att förlänga dispensen flera gånger skulle dock leda till att budpliktsreglerna skulle kunna kringgås, något som AMN behandlar i AMN 2005:18. Nämnden riktade i uttalandet allvarlig kritik gentemot ett bolag som tre gånger fått sin tidsfrist att avyttra aktier till under budpliktsgränsen, men fortfarande inte hade avyttrat dem. Bolaget hade enligt Nämnden inte handlat enligt god sed på aktiemarknaden och Nämnden noterade att budplikten fortfarande gällde för bolaget.²⁴⁶

5.4 Sammanfattande kommentarer

Även om budplikten aktiveras i många olika situationer, finns det en omfattningsrik praxis för undantag och dispens. Undantagen som stadgas i lag är relativt okomplicerade och dessa undantag krävs med tanke på annan lagstiftning som gäller på området, t.ex. rörande reglerna om tvångsinlösen.

²⁴² Skog och Sandberg (2011) s. 6.

²⁴³ AMN 2011:34.

²⁴⁴ AMN 2008:41.

²⁴⁵ AMN 2005:12; AMN 2006:47.

²⁴⁶ AMN 2005:18.

Det är tydligt att AMN i sina avgöranden lägger stor vikt vid de typfall som stipulerades i propositionen till LUA, även om denna lista inte var uttömmande. Vidare verkar det inte ha någon betydelse för dispensfrågan hur långt över budpliktsgränsen en förvärfvarare hamnar genom ett förvärv.

Det blir också tydligt att den självreglerande funktionen som AMN har fungerar. Under de senare åren har framställan till AMN utformats på så sätt att dispens blir lätt att ge, t.ex. att parter redan har röstat igenom ett förslag på stämman. Detta blir särskilt tydligt rörande dispens för t.ex. apportemissioner, där ett majoritetsbeslut med två tredjedelar av stämman som röstar för verkar vara det som krävs för att få dispens på detta område. I dessa fall verkar Nämnden göra avvägningen om huruvida en budpliktsdispens ligger i aktieägarnas intresse endast med ett konstaterande att så är fallet.

6 Budpliktsdebatten de lege ferenda

6.1 Inledning

Debatten om budplikt pågår än idag bland forskare inom EU. I detta avsnitt presenteras tre olika röster översiktligt för att illustrera hur debatten ser ut. Dessa åsikter analyseras sedan och vägas mot varandra i avsnitt sju. Detta är åsikter i doktrinen från andra EU-länder. Eftersom budplikten är en EU-reglering och det är lämpligt att undersöka hur den har tagits emot även utanför i andra EU-länder för att på så sätt få en bättre förståelse för budpliktens funktion i Sverige. Referenserna har valts ut för att de representerar skilda men centrala åsikter i debatten om budplikt. Runt millennieskiftet präglades debatten om budplikt av dess effekt på aktiemarknaden och skeptikerna, Skog var en bland dem, menade att den skulle få hämmande effekter.²⁴⁷ Nästan 20 år senare pågår fortfarande debatten, men nu med förslag till reformer.

Den första åsikten är en presentation av Lau Hansen, professor i bolagsrätt vid Köpenhamns universitet, från en konferens om takeoverdirektivet tio år efter det trädde i kraft.²⁴⁸ Den andra är en artikel som publicerades i *European Company and Financial Law Review* av Mathias Habersack, tysk forskare vid Ludwig-Maximilians universitet i München.²⁴⁹ Den sista är en artikel publicerad i *European Business Organization Review* av Klaus J. Hopt, direktör emeritus för Max Plank Institut för komparativ och internationell privaträtt.²⁵⁰

²⁴⁷ Se t.ex. Skog (1997).

²⁴⁸ Lau Hansen (2018).

²⁴⁹ Habersack (2018).

²⁵⁰ Hopt (2014).

6.2 Tre olika röster i budpliktsdebatten

Lau Hansen anser att budplikten aldrig skulle ha blivit lag och att den borde avskaffas. Han anser att den är ineffektiv, onödig och att den inte går att rättfärdiga.²⁵¹ Vidare menar han att budplikten i EU genomfördes under en tid då kommissionen tyckte att allt som kunde harmoniseras skulle harmoniseras. Han ifrågasätter hur effektiv budplikten är som minoritetsskydd och menar att om man skulle vilja skydda minoriteten från en förändring i bolaget såsom budplikterna ämnar göra, borde budplikten aktiveras vid förändring av verksamhet och inte vid kontrollägarskiftet.²⁵²

Lau Hansen menar vidare att rädslan för kontrollerande aktieägare är irrationell. Han tar de nordiska länderna som exempel och pekar på att bolagslagar i nordiska länder ofta ger ett effektivt skydd mot utnyttjande av minoritetsaktieägare.²⁵³ Slutligen poängterar han att budplikten, som han anser ger ett onödigt skydd för minoriteten, hämmar marknaden och att det är en regel skapad av politiker för att vinna billiga poäng.²⁵⁴

Habersack är inte riktigt lika skarp i sin kritik mot budplikten som Lau Hansen, men menar att en tvingande budpliktsregel såsom den ser ut idag inte kan motiveras med hänsyn till annan EU-reglering på området, där han tar direktiv (EU) 2017/828 om uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang som exempel. De transparensregler som stadgas där menar Habersack gör det svårt för en presumtiv kontrollägare att utnyttja minoriteten.²⁵⁵ Han anser att varje bolag och dess aktieägare själva borde få avgöra om budplikt ska tillämpas i bolaget eller inte och föra in detta i bolagsordningen genom beslut på bolagsstämman.²⁵⁶ Habersack menar att budplikten som standardreglering skulle bli en naturlig del av den

²⁵¹ Lau Hansen (2018) s. 1.

²⁵² Lau Hansen (2018) s. 11.

²⁵³ Lau Hansen (2018) s. 12.

²⁵⁴ Lau Hansen (2018) s. 22.

²⁵⁵ Habersack (2018) s. 40.

²⁵⁶ Habersack (2018) s. 40.

självreglerande principen *följ eller förklara* som många av EU:s medlemsstater har valt att använda sig av.²⁵⁷

Hopt representerar de som menar att för mycket vikt läggs vid den ekonomiska effektiviteten i debatten om budplikt.²⁵⁸ Han konstaterar att det stämmer att offentliga uppköpserbjudande är dyrare och kan hindra vissa effektiva offentliga uppköpserbjudanden om det finns en budpliktsreglering, men menar att möjligheten för minoritetsägare att välja att sälja innan ett kontrollägarskifte (*ex ante*) är oersättligt. Hopt motiverar detta med att det är mycket möjligt att den nya kontrollägaren kommer att driva bolaget mindre effektivt än dess företrädare.²⁵⁹ Han bemöter de två förslag som Lau Hansen respektive Habersack presenterar med att budplikten är en väl förankrad och beprövad reglering i Storbritannien där den har sitt ursprung och har där varit föremål för prövning i ett hundratal fall.²⁶⁰ Utöver detta menar Hopt att många länder redan innan budplikten infördes genom takeoverdirektivet hade liknande regleringar nationellt i enlighet med den brittiska modellen. Därmed menar Hopt att det inte finns någon anledning att kritisera EU-regleringen som i princip endast cementerade en reglering som redan fanns på plats.²⁶¹ Rörande budpliktens hämmande ekonomiska effekt, som har använts som ett argument mot budplikten, menar Hopt att regler i sig behövs på aktiemarknaden och att budplikten utgör en nödvändig sådan.²⁶²

6.3 Sammanfattande kommentarer

Det finns vitt skilda åsikter om hur budplikten borde se ut och kärnan i debatten är vilken roll ekonomisk effektivitet bör få spela. Den ekonomiska aspekten av budplikten ses av t.ex. Lau Hansen som central, medan Hopt anser att man nästan helt kan bortse från den eftersom behovet av minoritetsskydd och regler på aktiemarknaden är större. Habersack föreslår ett mellanting, en reviderad budplikt som ska kunna vara valbar för bolaget.

²⁵⁷ Habersack (2018) s. 35 f.

²⁵⁸ Hopt (2014) s. 144.

²⁵⁹ Hopt (2014) s. 169.

²⁶⁰ Hopt (2014) s. 166.

²⁶¹ Hopt (2014) s. 166.

²⁶² Hopt (2014) s. 169.

Att de forskare som presenterats i detta avsnitt kommer från olika länder och således har olika utgångspunkter måste tas i beaktning i en analys av argumenten. Ett exempel på detta är Lau Hansens argumentation om att budplikt inte passar bra in i den nordiska bolagsstyrningsmodellen.

7 Analys

7.1 Inledning

Syftet med denna uppsats är att studera de svenska reglerna för budplikt och att besvara frågorna (1) om reglerna tillämpas syftesenligt respektive (2) om de är lämpliga på den svenska aktiemarknaden, eller om det finns behov av att revidera reglerna. Analysen i detta avsnitt kommer att delas upp i de två huvudfrågorna.

7.2 Tillämpas svenska budpliktsregler syftesenligt?

I doktrinen har takeoverdirektivet och budplikten ansetts ha tre syften. Det första är rätten till likabehandling, det andra rätten att ta del av kontrollpremie och det tredje rätten till exit vid ett kontrollägarskifte. Dessa syften används rättfärdiga en budpliktsreglering, men om syftena faktiskt är tillräckligt för att rättfärdiga budplikten är omstritt.

Att alla aktier ska behandlas lika vid ett offentligt uppköpserbjudande är en grundläggande princip inom aktiemarknadsrätten, vilket kopplas till budplikten där den enligt Skog verkar för att behålla förtroendet på aktiemarknaden. Varför rätten till premie motiverar budplikt kan förklaras med hjälp av Berle och Means bolagsteoretiska *Corporate Asset Doctrine*, men i takeoverdirektivets sammanhang tycks det ligga närmre till hands att instämma med Sjäfjells förklaring att detta syfte framför allt har en minoritetsskyddande funktion. Rätten till exit verkar vara det mest ifrågasatta syftet med budplikt. Denna rätt förefaller utgå från att minoritetsägare vill sälja sina aktier vid ett offentligt uppköpserbjudande och förutsätter även att en ny kontrollägare ämnar utnyttja minoriteten. Detta går dock stick i stäv med ekonomisk forskning på området som talar för att kontrollägarskiften i de allra flesta fall har positiva konsekvenser för samtliga aktieägare, något som Skog påpekar.

Den gemensamma nämnaren för de tre syftena får sägas vara att de ska ha en minoritetsskyddande funktion och detta syfte framgår även av direktivtexten. Vad som dock måste beaktas är att avsikten med takeoverdirektivet också är att skapa en effektiv aktiemarknad vilket framkommer i takeoverdirektivets ingress. EU:s lagstiftare har således vid framtagandet av takeoverdirektivet och budpliktsregleringen gjort en avvägning mellan att skapa ett erforderligt minoritetsskydd och en effektiv marknad och funnit att budplikten var nödvändig.

Frågan huruvida den svenska budpliktsregleringen tillämpas syftesenligt får framför allt ses som en fråga om den uppnår det minoritetsskydd som takeoverdirektivet strävar efter. Budpliktens tre syften syns i den svenska implementeringen av takeoverdirektivet i LUA. Att budet ska riktas till samtliga aktieägare är ett uttryck för likabehandlingsprincipen, medan rätten att ta del av kontrollpremien kommer till uttryck i bestämmelserna om skäligt pris i takeoverdirektivet och takeover-reglerna. Rätten till exit kan sägas komma till uttryck i att budpliktsbudet ska lämnas inom en viss tid.

Det som blir intressant rörande frågan om den svenska tillämpningen av budpliktsreglerna att beakta är dock hur den svenska dispenspraxisen tillämpas. För dispens krävs särskilda skäl och i förarbetena till LUA stipuleras ett antal typfall som borde bevilja dispens. Varför typfallen skulle motivera dispens framkommer inte, vilket kan anses något märkligt. Att vissa typfall, t.ex. emission som ett led i rekonstruktion, skulle ligga i aktieägarnas intresse kan dock te sig naturligt. Även om dessa typfall är viktiga är det centrala i bedömningen av dispens en bedömning om huruvida en beviljad dispens ligger i aktieägarnas intresse.

Det kan konstateras att budpliktsregleringen träffar ett stort antal olika typer av transaktioner och att det breda tillämpningsområdet kompletteras av en bred dispenspraxis. AMN har i sina uttalanden följt typfallen som stipuleras i förarbetena relativt noga, även om listan av typfall inte är uttömmande.

Anledningen kan vara att AMN inte har samma auktoritet som t.ex. en domstol och således väljer att hålla sig på den säkra sidan rörande dispens från budplikt för att inte självregleringsfunktionen ska ifrågasättas.

AMN beviljar dispens från budplikt flitigt. Det går emellertid inte att säga att de uttalanden som publiceras på AMN:s hemsida utgör en helhetsbild, eftersom många fall där det är klart att dispens inte kommer att ges, inte tas upp till prövning utan avslås i ett tidigare stadium, vilket Skog och Sandberg framhåller. Trots detta är det en stor andel av AMN:s totala uttalanden som utgör dispensärenden för budplikt, vilket antyder att dispensfallen är vanligt förekommande och att det finns en generös dispensexpraxis.

För de typfall som utgör de vanligaste beviljade dispensgrunderna, dvs. emission vid ekonomisk svårighet och rekonstruktion, apportemission samt emissionsgarantier, verkar det ha utvecklats en praxis där dispens beviljas om beslut för emission som skulle leda till att en förvärvare korsar budpliktsgränsen röstas igenom av stämman med två tredjedelar av rösterna och att aktieägarna dessförinnan informeras. De senaste åren kan det ses att det i allt fler framställanden till AMN framhålls att stämman har röstat eller ska rösta om detta och att det fodras en två tredjedelars majoritet samt att information ska ges till samtliga aktieägare.

Den avvägning av aktieägarnas intresse i en budpliktsdispens som i förarbetena framhålls som central, brukar i de flesta fall enkelt konstateras med en mening utan närmare motivering. Detta rör t.ex. emission som ett led i en rekonstruktion eller apportemission. Det verkar nästan som om AMN i sin praxis menar att vissa typfall bör ge dispens för att det alltid ligger i aktieägarnas intresse.

Det kan ifrågasättas om den korta bedömningen av aktieägarnas intresse är syftesenligt. Samtidigt måste det dock tas i beaktning att AMN är ett institut som fungerar väl på det sätt att beslut kan fattas snabbt och flexibelt, vilket krävs på aktiemarknaden. Kanske är den i förarbetena stadgade prövningen i

praktiken mindre viktig i vissa fall och den kan då kompromissas med för att tillgodose AMN:s snabbhet och flexibilitet.

Eftersom det har utvecklats en omfattande dispenspraxis på budpliktsområdet, ligger det nära till hands att tycka att själva budpliktsregleringen har för stort omfång från början. Ett exempel på detta är att Nyström m.fl. i lagkommentaren hävdar att arv och gåva utgör exempel på förvärv som utlöser budplikt, vilket kan ta sig lite onödigt eftersom det i propositionen anges att budplikt som aktiveras genom arv och gåva utgör ett typfall för dispens.

Den omfattande dispenspraxisen väcker frågan om huruvida vissa dispensfall istället borde regleras som undantag, vilket varje medlemsstat i EU får lov att göra så länge som de allmänna principerna i takeoverdirektivet följs. Det vore utifrån de allmänna principerna, som främst berör likabehandling, informationsgivning och att budgivaren ska säkerställa finansiering för budpliktsbudet, möjligt för Sverige att behandla vissa dispensfall på ett sådant sätt. I bedömningen bör det dock tas i beaktning vad som hade hänt om vissa av de mest uppenbara dispensfallen istället hade reglerats som undantag. Att be om dispens från AMN är smidigt och det går snabbt att få ett uttalande i ett ärende. Att få dispens bör således inte ses som mer omständligt än att ha ett reglerat undantag, utan kan skapa en trygghet för en förvärvare som planerar ett offentligt uppköpserbjudande.

Takeoverdirektivets regler om budplikt tillämpas sammanfattningsvis syftesenligt i Sverige. Även om dispenspraxisen kan te sig lite för generös och skulle kunna regleras som undantag istället, kan ett brett dispensinstitut ses som en del av en välfungerande självreglering på den svenska aktiemarknaden.

7.3 Är budpliktsreglerna lämpliga på den svenska aktiemarknaden?

Det går inte att komma ifrån att aktiemarknadsrätten är en juridisk disciplin med stora ekonomiska dimensioner. De bolag som är upptagna till handel på reglerade marknader har också en stor samhällsekonomisk effekt, vilket även det måste tas i beaktning i en argumentation de lege ferenda. Att utvärdera en aktiemarknadsrättslig reglering såsom budplikten utifrån ett ekonomiskt perspektiv är således önskvärt om inte till och med nödvändigt.

Aktiemarknaden är dynamisk och under ständig förändring och det finns en aktuell diskussion om hur den svenska aktiemarknaden utvecklas. Den traditionella svenska bolagsstyrningsmodellen har enligt Henrekson och Jakobsson genom en ökad internationell närvaro fått konkurrens av andra typer av ägarstrukturer, vilket leder till att bolagsstyrningen också förändras. Eftersom bolagsstyrningsmodeller skapas genom de normer och lagar som finns på aktiemarknaden skulle det kunna vara så att budpliktsreglerna har haft en inverkan på utvecklingen av den svenska aktiemarknadens struktur. Även om den svenska traditionella modellen verkar få konkurrens förefaller den, enligt t.ex. Henrekson och Lekvall, inte vara utkonkurrerad. Därmed borde den fortfarande utgöra grunden för diskussionen om hur aktiemarknadsrätten i Sverige, däribland budplikten, borde utformas.

Länder i EU har olika typer av aktiemarknader som fungerar på olika sätt, vilket i uppsatsen har illustrerats med hjälp av olika bolagsstyrningsmodeller. Dessa skiljer sig åt vad gäller bl.a. ägarstruktur och vilka normer och regler som föreligger, t.ex. hur starkt minoritetsskydd som finns. Budplikten är en reglering som härstammar från Storbritannien vars aktiemarknad inte har samma struktur som den svenska. I länder med en annan aktiemarknadsstruktur bli också förutsättningarna för att budpliktsregleringen ska fungera bra annorlunda. Utifrån den ekonomiska forskning och teoribildning som har presenterats verkar budplikten i teorin inte vara lämplig för Sverige och den svenska aktiemarknaden. Den svenska

bolagsstyrningsmodellen och strukturen på aktiemarknaden, samt att förekomsten av privat nytta som motiv för kontrollägarskifte är låg medför att ett skydd ex ante som budplikten innebär missar sitt mål något.

Hur stor vikt som bör läggas vid ekonomisk effektivitet i förhållande till vissa skyddsintressen, i budpliktens fall ett minoritetsskyddsintresse, är en betydelsefull avvägning. I debatten om budplikt finns det vitt skilda åsikter om hur stor plats ekonomisk effektivitet bör ta, vilket i uppsatsen illustreras med de tre olika idag aktuella rösterna i budpliktsdebatten. Den första iakttagelsen som kan diskuteras rörande de olika åsikterna om budplikten de lege ferenda är att det är mycket svårt att dra någon slutsats om var gränsen bör dras mellan ekonomisk effektivitet och skyddsintressen. Den ekonomiska forskningen som ligger till grund för detta är generaliserande och abstrakt, vilket gör att det är svårt att göra en bedömning om vad effekten av avvägningar mellan minoritetsskydd och ekonomisk effektivitet blir i praktiken. Vidare kan det också kännas främmande för en jurist att använda sig av ekonomiska modeller och teorier i en argumentation de lege ferenda. Detta blir särskilt tydligt i Hopts argumentation, där han menar att budpliktsreglerna borde finnas för regleringens skull. Hopt lägger vikt vid att förekomsten av regler i sig är en nödvändighet för att få en fungerande aktiemarknad. Att budpliktsregleringen infördes i självregleringen i många länder innan takeoverdirektivet kom till stånd är ett argument att ta hänsyn till, men inte något som rättfärdigar budplikten som sådan. Med tanke på den processen som föregick takeoverdirektivet, skulle man kunna tänka sig att den fördes in i länders självreglering för att det kunde förutses att en budpliktsreglering stod för dörren och att övergången skulle bli smidigare om den infördes i självregleringen först.

Lau Hansen menar att ett offentligt uppköpserbjudande typiskt sett leder till en effektivare ledning, vilket är bra för samtliga aktieägare, och att budplikten därför bör avskaffas eftersom den förhindrar effektiva kontrollägarskiften. Vad som är intressant är att Hopt i motsats till Lau Hansen förespråkar budplikt med argumentet att det krävs ett skydd för

minoritetsaktieägare eftersom det är möjligt att den nya kontrollägaren är sämre än den förra. Den ekonomiska forskningen talar för att ett kontrollägarskifte typiskt sett leder till en effektivare ledning och synergieffekter, och stödjer därmed Lau Hansens ståndpunkt. Självklart finns det fall då en ny kontrollägare är sämre än den förra, men här framför Habersack argumentet att det blir allt svårare för en ny kontrollägare att utnyttja resten av aktieägarna på det sättet. Detta eftersom det under de senaste åren har kommit fler regleringar från EU som ökar aktieägares rätt till information och som har som syfte och ändamål att skapa ett större engagemang från aktieägare. Att budpliktsregleringen och takeoverdirektivet inte verkar i ett vakuum, och att det finns andra regleringen som kompletterar det minoritetsskydd som takeoverdirektivet ville uppnå, är en viktig poäng. Aktiemarknadsrätten är ett rättsområde som blir föremål för allt mer reglering, vilket skulle kunna innebära att de regler som ansågs nödvändiga då takeoverdirektivet röstades igenom inte längre är lika nödvändiga.

Lau Hansen för vidare ett viktigt argument för de nordiska länderna om att det med tanke på den bolagsstyrningsmodell som föreligger på de nordiska, och därmed svenska, aktiemarknaden leder till att budplikten inte uppnår önskad effekt. Med det minoritetsskydd som redan finns skulle budplikten i detta sammanhang kunna sägas vara hängslen till en redan existerande livrem.

Det verkar som om budplikten, med tanke på den ekonomiska forskning och de andra regleringar som finns på området, försöker lösa ett problem ett obefintligt problem. Med detta i åtanke finns det fog för att avskaffa budplikten helt. Ett argument som dock inte borde underskattas är Hopts argument om att budplikten krävs som regler för reglernas skull. Detta kan tolkas som att tydliga regler på aktiemarknaden krävs för att bibehålla förtroendet för aktiemarknaden. Även om den ekonomiska forskningen verkar tyda på att kontrollägarens utnyttjande av minoriteten, t.ex. i Sverige, är liten, skulle en avreglering av budplikten kunna skapa ett

regleringsvakuum där avregleringen i sig skulle kunna leda till en större osäkerhet hos investerare, vilket inte är önskvärt.

Habersacks argument om en budplikt som standardreglering istället för tvingande reglering låter därmed tilltalande. Budplikten hade i det fallet fungerat som skydd för de bolag som ville skydda sig mot vissa kontrollägarskiften, men möjligheten hade också funnits för aktieägarna att på en stämma rösta bort budplikten för att underlätta offentliga uppköpserbjudanden och kontrollägarskiften. Genom att kunna besluta om att budplikt inte gäller och föra in det i bolagsordningen skulle också en kvalificerad majoritet krävas, vilket i alla fall till viss del skulle tillgodose ett minoritetsskydd. Att kontrollera ett bolags bolagsordning inför ett offentligt uppköpserbjudande skulle inte heller medföra några väsentliga transaktionskostnader för det övertagande bolaget.

Budplikten är i teorin inte lämplig för Sverige och den svenska aktiemarknaden. Det finns skäl att anta att den svenska aktiemarknaden skulle tjäna på en modifierad budplikt som inte var tvingande för alla bolag utan fungerade som en standardreglering, där bolag som ville underlätta för offentliga uppköpserbjudanden och kontrollägarskiften skulle kunna rösta bort budplikten på en bolagsstämma. Eftersom takeoverdirektivet och budpliktsreglerna är en EU-reglering finns det dock inte mycket som Sveriges lagstiftare kan göra i nuläget, förutom att genom undantag och dispenser underlätta för offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden.

7.4 Avslutande kommentarer

Takeoverdirektivet har implementerats genom lag och självreglering i svensk rätt och tillämpas i teorin syftesenligt med dess syften synliga i bl.a. LUA och takeover-reglerna. Även om det finns en dispenspraxis från AMN som är generös är det nödvändigt med en sådan dispenspraxis med tanke på hur brett budplikten träffar. Det finns möjligheter för Sverige utifrån takeoverdirektivet att göra vissa dispensgrunder till undantag. Med tanke på

AMN:s snabbhet och flexibilitet är detta knappast nödvändigt och AMN kan även sägas ha en roll i att skapa en trygghet för en förvärvare som får ett uttalande för ett speciellt fall.

Budplikten är inte lämplig på den svenska aktiemarknaden ur ett rättsekoniskt perspektiv. Budplikten de lege ferenda är dock en diskussion som präglas av antaganden och generaliseringar, vilket gör det svårt att föra en konkret diskussion om vilken typ av reglering som skulle skapa erforderligt skydd och samtidigt tillgodose ekonomisk effektivitet. Detta speglas idag av att olika debattörer förefaller hitta argument i aktuell ekonomisk forskning som stödjer just deras slutsatser. Även om Sverige har en marknadsstruktur som inte gynnas av budplikten och således kan sägas vara i behov av en reviderad budplikt, skulle en komplett avreglering kunna rubba i förtroendet på aktiemarknaden. Att istället då ha budplikten som en standardreglering istället för en tvingande regel, där bolag med ett kvalificerat majoritetsbeslut skulle kunna föra in i bolagsordningen att budplikten inte längre gäller, är sannolikt det bästa alternativet. Eftersom budplikten är en EU-reglering är detta inte något som Sverige kan göra för egen hand.

Käll- och litteraturförteckning

Svenskt offentligt tryck

Myndighetsföreskrifter

FFFS 2007:17 *Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser.*

Propositioner

Prop. 2005/06:140 *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.*

Utredningsbetänkanden

SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden I framtiden: betänkande. D. 1.*

SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv: betänkande från Ågarutredningen.*

SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapitel: delbetänkande av Aktiebolagskommittén.*

SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning: betänkande.*

SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden: betänkande.*

EU-dokument

Europeiska kommissionen

Completing the Internal Market. White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985). COM(85) 310 final, 14 June 1985. [Cit. KOM(85) 310]

Förslag till ett trettonde direktiv från Europaparlamentet och rådet om bolagsrätt vad avser övertagandebud. KOM(95) 655 slutlig, 7 februari 1996. [Cit. KOM(95) 655]

Pennington, Robert R.: *Report on takeover and other bids*, 1974, XI/56/74-E, [EU Commission - Working Document]. [Cit. Pennington (1974)]

Proposal for a Thirteenth Council Directive on company law concerning takeover and other general bids. COM(88) 823 final, 16 February 1989. [Cit. KOM(88) 823]

Europeiska unionens råd

Gemensam ståndpunkt (EG) nr 1/2001 av den 19 juni 2000, antagen av rådet i enlighet med det i artikel 251 i Fördraget om upprättandet av Europeiska gemenskapen angivna förfarandet, inför antagandet av Europaparlamentets och rådets direktiv på bolagsrättens område om uppköpserbjudanden, Official Journal of the European Communities, C 23, 24 januari 2001, s. 1-15. [Cit. OJ C 23, 2001-01-24]

ESMA

ESMA: ”Public statement: Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive”, 2013-11-12, <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-1642_esma_public_statement_-_information_on_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert_under_the_takeover_bids_directive.pdf>, besökt 2019-05-16. [Cit. ESMA 2013-11-12]

Litteratur

Agnblad, Jonas, Berglöf, Erik, Högfeldt, Peter och Svancar, Helena: ”Ownership and Control in Sweden: strong owners, weak minorities, and social control” i: Barca, Fabrizio och Becht Marco (red.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford scholarship online, 2002. [Cit. Agnblad (2002)]

af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert: *Börsrätt*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2008. [Cit. af Sandeberg och Sevenius (2008)]

Andersson, Jan: *Om vinstutdelning från aktiebolag: en studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler*, Iustus, Diss. Uppsala universitet, Uppsala, 1995. [Cit. Andersson (1995)]

Bebchuk, Lucian: ”Efficient and inefficient sales of corporate control”, *The Quarterly journal of economics* 1994, Vol. 109, Nr. 4, s. 957-993. [Cit. Bebhuk (1994)]

Bergström, Claes, Högfeldt, Peter och Samuelsson, Per: ”Om kravet på likabehandling av aktieägare”, *Tidsskrift för Rettsvitenskap* 1994, s. 118-167. [Cit. Bergström m.fl. (1994)]

Bergström, Clas och Rydqvist, Kristian: *Marknaden för företagskontroll – en analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag*, SNS Förlag, Stockholm, 1992. [Cit. Bergström och Rydqvist (1992)]

Bergström, Clas och Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*, 5 uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2015. [Cit. Bergström och Samuelsson (2015)]

Broneus, Sandra och Stattin, Daniel: *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden: kommentar och referenser*, Thomson Reuters Professional, Stockholm, 2010. [Cit. Broneus och Stattin (2010)]

Coase, Ronald H.: "The Problem of Social Cost", *Journal of Law and Economics* 1960, Vol. 3, s. 1-44. [Cit. Coase (1960)]

Dahlman, Christian, Gladner, Marcus och Reidhav, David: *Rättsekonomi – en introduktion*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2004. [Cit. Dahlman m.fl. (2004)]

Dejmek, Paulina: "Den europeiska bolagsrätten – igår, idag och i morgon", *svensk Juristtidning* 2002, s. 588-607. [Cit. Dejmek (2002)]

Dotevall, Rolf: *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, 3 uppl., Wolters Kluwer, Stockholm, 2017. [Cit. Dotevall (2017)]

Eklund, Karin och Stattin, Daniel: *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2 uppl., Iustus, Uppsala, 2016. [Cit. Eklund och Stattin (2016)]

Habersack, Mathias: "Non-frustration Rule and Mandatory Bid Rule – Cornerstones of European Takeover Law?", *European Company and Financial Review* 2018, Vol. 15, Nr. 1, s. 1-40. [Cit. Habersack (2018)]

Henrekson, Magnus och Jakobsson, Ulf: *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*, *Underlagsrapport nr. 19 till Globaliseringsrådet*, Edita, Västerås, 2008. [Cit. Henrekson och Jakobsson (2008)]

Henrekson, Magnus och Jakobsson, Ulf: "Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning", *Ekonomisk debatt* 2011, Nr. 3, s. 5-20. [Cit. Henrekson och Jakobsson (2011)]

Holmén Martin och Knopf, John: "Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers", *Journal of financial and quantitative analysis* 2004, Vol. 39, Nr. 1, s. 167-191. [Cit. Holmén och Knopf (2004)]

Hopt, Klaus J.: "European Takeover Reform of 2012/2013 – Time to re-examine the Mandatory Bid", *European Business Organization Law Review* 2014, Vol. 15, Nr. 2, s. 143-190. [Cit. Hopt (2014)]

Jakobsson, Ulf och Wiberg, Daniel: "Vem ska styra de svenska företagen?", Rapport Nr. 8 till projektet *Företagsamt ägande*, Svenskt Näringsliv, 2014. [Cit. Jakobsson och Wiberg (2014)]

Jareborg, Nils: "Rättsdogmatik som vetenskap", *Svensk Juristtidning* 2004, s. 1-10. [Cit. Jareborg (2004)]

Jennings, Nicholas: "Mandatory Bids Revisited", *Journal of Corporate Law Studies* 2005, Vol. 5, Nr. 1, s. 37-64. [Cit. Jennings (2005)]

Johnston, Andrew: "Takeover regulation: historical and theoretical perspectives on the City Code", *Cambridge Law Journal* 2007, Vol. 66, Nr. 2, s. 422-460. [Cit. Johnston (2007)]

Kellgren, Jan: "Något om normativa resonemang i rättsdogmatisk forskning", *Svensk Juristtidning* 2002, s. 514-530. [Cit. Kellgren (2002)]

Kleineman, Jan: "Rättsdogmatisk metod" i: Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2018. [Cit. Kleineman (2018)]

Lau Hansen, Jesper: "The Mandatory bid Rule: Unnecessary, Unjustifiable and inefficient", *Nordic & European Company Law Working Paper* 2018, Nr. 18-01, University of Copenhagen Faculty of Law, Research Paper, Nr. 2018-54. [Cit. Lau Hansen (2018)]

Lekvall, Per: kapitel 1-4 i: Lekvall, Per (red.), *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, Stockholm, 2014. [Cit. Lekvall (2014)]

Lehrberg, Bert: *Praktisk juridisk metod*, 10 uppl., Iusté, Uppsala, 2018. [Cit. Lehrberg (2018)]

Munck, Johan: "Självreglering på värdepappersmarknaden", *Juridisk Tidskrift* 2006/07, s. 553-565. [Cit. Munck (2006)]

Nenova, Tatiana: "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of financial economics* 2003, Vol. 68, s. 325-351. [Cit. Nenova (2003)]

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert och Skog, Rolf: "Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden", *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2003:1, s. 110-128. [Cit. Nyström, Ohlsson och Skog (2003)]

Nyström, Göran och Sjöman, Erik: "Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan reglerna och Aktiemarknadsnämnden" i: Munck, Johan och Skog, Rolf (red.), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm, 2011. [Cit. Nyström och Sjöman (2011)]

Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik och Skog, Rolf: *Takeover-reglerna: en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, 5 uppl., Norstedts juridik, Stockholm, 2018. [Cit. Nyström m.fl. (2018)]

Ohlsson, John: "Dispens från budplikt – om Aktiemarknadsnämndens praxis", *Juridisk Tidskrift* 2009/10, s. 820-845. [Cit. Ohlsson (2010)]

Peczenik, Aleksander: *Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, Fritze, Stockholm, 1995. [Cit. Peczenik (1995)]

Posner, Richard: *The economics of justice*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1983. [Cit. Posner (1983)]

Romano, Roberta: "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, i *European Takeovers-Law and Practice*", *Yale Journal on Regulation* 1992, Vol. 9, Nr. 1, s. 119-180. [Cit. Romano (1992)]

Samuelsson, Per: "Om rättsekonominns uppkomst och inverkan på den aktiebolagsrättsliga forskningen", *Svensk Juristtidning* 1997, s. 528-552. [Cit. Samuelsson (1997)]

Sandgren, Claes: *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, 4 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2018. [Cit. Sandgren (2018)]

Sandgren, Claes: "Är rättsdogmatiken dogmatisk?", *Tidsskrift för rettsvittenskap* 2005, s. 648-656. [Cit. Sandgren (2005)]

Sandström, Torsten: *Svensk aktiebolagsrätt*, 6 uppl., Wolters Kluwer, Stockholm, 2017. [Cit. Sandström (2017)]

Sevenius, Robert: *Företagsförvärv*, Studentlitteratur, Lund, 2011. [Cit. Sevenius (2011)]

Sjåfjell, Beate: *Towards a sustainable European company law: a normative analysis of the objectives of EU law, with the Takeover Directive as a test case*, Wolters Kluwer, Alphen Aan Den Rijn, 2009. [Cit. Sjåfjell (2009)]

Skog, Rolf: "Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick", i: Munck, Johan och Skog, Rolf (red.), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm, 2011. [Cit. Skog (2011)]

Skog, Rolf: *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? – A Critical Analysis*, SUERF Studies 2, Amsterdam 1997. [Cit. Skog (1997)]

Skog, Rolf och Sandberg, Annica: "Aktiemarknadsnämnden – en del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden", *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2011:4, s. 1-7. [Cit. Skog och Sandberg (2016)]

Skog, Rolf: "Takeover-direktivet – en historia utan slut?", *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2001:4, s. 407-416. [Cit. Skog (2001)]

Skog, Rolf: "The Takeover Directive – an endless Saga?", *European Business Law review* 2002, Vol. 13, Nr. 4, s. 301-312. [Cit. Skog (2002)]

Svensson, Eva-Maria: ”De lege interpretata – om behovet av metodologisk reflektion”, *Juridisk Publikation*, Jubileumsnummer 2014, s. 211-226. [Cit. Svensson (2014)]

Skog, Rolf och Sjöman, Erik, ”Corporate governance in Sweden” i: Lekvall, Per (red.), *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, Stockholm, 2014. [Cit. Skog och Sjöman (2014)]

Stattin, Daniel: *Företagsstyrning: en studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*, 2 uppl., Diss. Uppsala universitet, Uppsala, 2008. [Cit. Stattin (2008)]

Stattin, Daniel: *Takeover: Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2 uppl., Thomson Reuters, Stockholm, 2009. [Cit. Stattin (2009)]

Tson Söderström, Hans (red.), Berglöf, Erik, Holmström, Bengt, Högfeldt, Peter och Meyersson Milgrom, Eva M.: *Ägarmakt och omvandling - Den svenska modellen utmanad*, SNS Förlag, Stockholm, 2003. [Cit. Tson Söderström m.fl. (2003)]

Åqvist, Christina: ”Emissionsgarantier – avtal i strid med aktiebolagslagen?”, *Juridisk Tidskrift* 2005/06, s. 598-618. [Cit. Åqvist (2006)]

Elektroniska källor

Aktiemarknadsnämnden: ”Guide till Aktiemarknadsnämndens uttalanden”, <http://www.aktiemarknadsnamnden.se/uttalanden/uttalanden-sorterade-amnesvis__1467>, besökt 2019-03-23. [Cit. Aktiemarknadsnämnden 2019-03-23]

Göteborgs universitet: ”Rolf Skog”, 2018-11-25, <https://gu.se/omuniversitetet/personal/?languageId=100000&disableRedirect=true&returnUrl=http%3A%2F%2Fgu.se%2Fenglish%2Fabout_the_university%2Fstaff%2F%3FlanguageId%3D100001%26userId%3Dxskoro&userId=xskoro>, besökt 2019-05-12. [Cit. Göteborgs universitet 2018-11-25]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning: ”Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM”, 2018-04-01, <http://www.aktiemarknadsnamnden.se/UserFiles/Dokument/Takeoverregler_for_reglerade_marknader_2018.pdf>, besökt 2019-04-04. [Cit. takeover-reglerna 2018]

NBK: ”Pressmeddelande: Förslag till nya regler om offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden (takeovers)”, 2009-03-16, <http://www.naringslivetsborskommitte.se/UserFiles/Pressmeddelande.__Forslag_till_nya_regler_om_offentliga_uppkopserbjudanden_pa_den_svens

ka_aktiemarknaden__takeovers_.pdf>, besökt 2019-05-16. [Cit. NBK 2009-03-16]

Skog, Rolf: ”Aktiemarknadsnämnden – igår idag och i morgon”, Anförande vid seminariet 19 september 2016 i anledning av att Johan Munck lämnade ordförandeskapet i Aktiemarknadsnämnden, Nasdaq OMX Stockholms disciplinnämnd och Swedsecs disciplinnämnd, 2016-09-19, <http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Userfiles/160919_Aktiemarknadsnamnden_-_igar_idag_och_i_morgon.pdf>, besökt 2019-05-12. [Cit. Skog (2016)]

SVT Nyheter: ”Männen bakom Trustorhärvan”, 2007-07-13, <<https://www.svt.se/nyheter/mannen-bakom-trustorharvan>>, besökt 2019-05-09. [Cit. SVT Nyheter 2007-07-13]

The Panel on Takeovers and Mergers: ”The Takeover Code”, 2016-09-12, <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=1Apr2019>>, besökt 2019-05-16. [Cit. Takeover Code 2016]

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1985 s. 343

Aktiemarknadsnämnden

2003

AMN 2003:10
AMN 2003:32

2004

AMN 2004:01
AMN 2004:38

2005

AMN 2005:12
AMN 2005:18
AMN 2005:34

2006

AMN 2006:15
AMN 2006:17
AMN 2006:47
AMN 2006:49

2007

AMN 2007:03
AMN 2007:24
AMN 2007:34

2008

AMN 2008:31
AMN 2008:33
AMN 2008:41
AMN 2008:44
AMN 2008:47

2009

AMN 2009:03
AMN 2009:26
AMN 2009:30

2010

AMN 2010:1
AMN 2010:03
AMN 2010:14
AMN 2010:27
AMN 2010:37
AMN 2010:39
AMN 2010:41
AMN 2010:46

2011

AMN 2011:06
AMN 2011:12
AMN 2011:29
AMN 2011:33
AMN 2011:34

2012

AMN 2012:15
AMN 2012:16
AMN 2012:24

2013

AMN 2013:20
AMN 2013:30
AMN 2013:50

2014

AMN 2014:05
AMN 2014:07
AMN 2014:20
AMN 2014:48
AMN 2014:52

2015

AMN 2015:01
AMN 2015:12
AMN 2015:38
AMN 2015:40
AMN 2015:42

2016

AMN 2016:09
AMN 2016:11
AMN 2016:13
AMN 2016:14
AMN 2016:19
AMN 2016:27
AMN 2016:34
AMN 2016:39

2017

AMN 2017:09
AMN 2017:21
AMN 2017:24

2018

AMN 2018:02
AMN 2018:04
AMN 2018:06
AMN 2018:08
AMN 2018:11
AMN 2018:15
AMN 2018:24
AMN 2018:32
AMN 2018:44
AMN 2018:46
AMN 2018:53