



INTERNATIONELLA
HANDELSHÖGSKOLAN
HÖGSKOLAN I JÖNKÖPING

Revidering av dispensregeln från budplikt?

Kandidatsuppsats i affärsjuridik

| | |
|--------------------|---------------------------|
| Författare: | Christian Johnsson 870515 |
| Handledare: | Jan Andersson |
| Framläggningsdatum | 2010-05-20 |
| Jönköping | Maj 2010 |

Kandidatuppsats inom associationsrätt

Titel: Review the exemption rule from the mandatory bid rule in Sweden?
Författare: Christian Johnsson
Handledare: Jan Andersson
Datum: 2010-05-20
Keywords: **Exemption rule, Mandatory bids, Takeover-directive**

Abstract

When anyone acquires control over a listed company the mandatory bid rule is triggered. This means that the person who acquires the control has to make an offer to buy the remaining shares in the company. The purpose of the rule is to protect the minority shareholders from the buyers. This rule has been considered to be burdensome and thus it is followed by an exemption rule which under some special circumstances may make the mandatory bid rule void. The purpose of this thesis is to analyze if the exemptions given by the Swedish securities council (in Swedish Aktiemarknadsnämnden) are in accordance with the purpose of the mandatory bid rule and if a review of these rules are needed.

To answer the purpose, the Swedish securities councils statements has been analyzed, to determinate if the exemptions are in accordance with the purpose of the mandatory bid rule. The result of the analysis is that the rules need to be changed because exemptions from the mandatory bid rule are given to arbitrary in Sweden.

Innehåll

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | Inledning | 1 |
| 1.1 | Bakgrund..... | 1 |
| 1.2 | Syfte och avgränsning..... | 2 |
| 1.3 | Metod och material..... | 2 |
| 1.4 | Disposition..... | 3 |
| 2 | Offentliga uppköpserbudandes utveckling och reglering | 4 |
| 2.1 | Allmänt om offentliga uppköpserbudanden | 4 |
| 2.1.1 | Syfte | 4 |
| 2.1.2 | Ekonomisk effekt | 5 |
| 2.1.3 | Förekomst..... | 6 |
| 2.1.4 | Tillvägagångssätt..... | 6 |
| 2.2 | Bakgrund till regleringen..... | 7 |
| 2.3 | Självregleringen på aktiemarknaden | 7 |
| 2.4 | Direktiv 2004/25/EG | 9 |
| 2.5 | LUA | 10 |
| 2.6 | Aktiemarknadsnämnden och dess uttalanden..... | 13 |
| 3 | Regler om budplikt och dispens från budplikt | 16 |
| 3.1 | Budplikt | 16 |
| 3.1.1 | Budpliktens syfte..... | 16 |
| 3.1.2 | Huvudregeln | 17 |
| 3.1.3 | Budplikt vid bolagets och andra aktieägares åtgärder | 18 |
| 3.1.4 | Budplikt på grund av närstående | 18 |
| 3.1.5 | Bortfall av budplikt | 19 |
| 3.2 | Dispens av budplikt | 20 |
| 3.2.1 | Regleringen | 20 |
| 3.2.2 | Kritik mot regleringen..... | 21 |
| 4 | Aktiemarknadsnämndens uttalanden: Dispens från budplikt..... | 23 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 4.1 | Volkswagens förvärv av aktier i Scania | 23 |
| 4.2 | Inget kontrollägarskifte | 25 |
| 4.3 | Företrädesrätt och garantiåtagande vid nyemission..... | 26 |
| 4.4 | Aktier som vederlag vid köp av bolag eller annan egendom..... | 30 |
| 4.5 | Bolags ekonomiska problem | 32 |
| 4.6 | Övriga dispensgrunder | 33 |
| 4.7 | "Hemliga" uttalanden | 34 |
| 4.8 | Lämnas dispenser för godtyckligt? | 35 |
| 5 | Diskussion kring regleringsalternativ | 36 |
| 5.1 | Dispensregeln för stark eller budpliktsregeln för svag? | 36 |
| 5.2 | Revidering av budpliktsregeln | 37 |
| | 5.2.1 Behovet av budplikt | 37 |
| | 5.2.2 Budplikt i Europa..... | 39 |
| 5.3 | Revidering av dispensregeln | 40 |
| 5.4 | Vilket regleringsalternativ är bäst? | 41 |
| 6 | Slutsats | 43 |
| 6.1 | I vilka fall dispens lämnas..... | 43 |
| 6.2 | Är dispenserna lämnade för godtyckligt? | 44 |
| 6.3 | Bästa regleringsalternativet | 45 |
| | Källförteckning..... | 46 |

Förkortningar

| | |
|---------------------|--|
| ABL | Aktiebolagslagen (2005:551) |
| AMN | Aktiemarknadsnämnden |
| FI | Finansinspektionen |
| LUA | Lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (2006:451) |
| Takeover-direktivet | Direktiv 2004/25/EG |
| Takeover-reglerna | Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, Nasdaq OMX Stockholm, 1 oktober 2009. |
| The takeover-code | The London city code on takeovers and mergers |
| The takeover-panel | The panel of takeovers and mergers |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Sedan lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) tillkom 2006, har det diskuterats flitigt i media om tillämpandet av budplikten och dispenser från denna. En del av problemet ligger i att Aktiemarknadsnämnden i de allra flesta av sina avgöranden ger dispens från budplikt. Daniel Stattin, som är en av få svenska forskare på området, går till och med så långt att han påpekar att det kan diskuteras vilket som egentligen är huvudregeln, budplikt eller dispens?¹

Budplikten enligt 3:1 LUA innebär, att om en aktieägare förvärvar mer än 30 procent av röstandelarna i ett noterat bolag, måste aktieägaren lägga ett bud på resterande aktier i bolaget. Eftersom denna regel anses vara betungande har i 7:5 LUA införts en regel om dispens från budplikt. Regeln syftar till att i vissa situationer, nämnda i förarbeten, ge dispens från den budplikt som uppkommer enligt 3:1 LUA.

Enligt LUA är det finansinspektionen som har till uppgift att övervaka regleringen av offentliga uppköpserbjudanden i Sverige. I 7:10 LUA, stadgas dock att finansinspektionen får delegera vissa uppgifter till ett organ som representerar näringslivet. Detta organ är Aktiemarknadsnämnden.

Aktiemarknadsnämnden verkar för utvecklingen av god sed på aktiemarknaden. Detta gör de genom att ge uttalande i enskilda fall. Sedan nämnden bildades 1986, har de lämnat omkring 300 uttalanden, av vilka 2/3 har rört offentliga uppköpserbjudanden. En stor del rör dispens från budplikt, under 2009 så mycket som i 13 av 15 fall.

Efter Volkswagens förvärv av aktier i Scania 2007 har kritiken hårdnat mot budpliktsregeln och dispensregeln från denna. Näringslivets börskommitté har i slutet av 2009 sänt in en begäran om ändring av budpliktsregeln till regeringen. Ändringen som efterfrågas är ytterligare en budpliktsgräns vid 50 procent av röstandelarna. Förslaget stöds av bland andra finansinspektionen och Svenskt näringsliv, medan advokatsamfundet ej anser att behovet av en ändring finns.

¹ Stattin, Daniel, Dispenser från budplikt vid Volkswagens köp av Scania-aktier, JT 2007-08 s. 877.

1.2 Syfte och avgränsning

Syftet med denna uppsats är att utreda rättsläget vid dispens från budplikt. Vidare skall utredas om dessa dispenser är i enlighet med budpliktens syfte och om en revidering av dessa regler bör ske. Med tanke på detta, besvaras tre frågor i uppsatsen. I vilka situationer ges dispens från budplikt? Är dessa dispenser korrekt beslutade i förhållande till budpliktens syfte? Om lagen bör revideras, vilka ändringar kan då vara aktuella?

Denna uppsats är avgränsad till att endast behandla svensk rätt. En kortfattad jämförelse görs dock med utländsk rätt vid ett par tillfällen. Vidare är uppsatsen avgränsad till att endast ta upp Aktiemarknadsnämndens uttalande efter det att LUA tillkommit. Visserligen kan äldre avgöranden också vara av intresse. Detta då lagen inte skiljer sig speciellt mycket mot den självreglering som fanns innan, men med tanke på mängden av uttalanden kommer endast de senare att tas med. Endast reglerna i LUA kommer att analyseras, således faller Stockholmsbörsens takeover-regler bort. Detta då de aktuella reglerna om budplikt och dispens från budplikt stadgas i LUA. Således kommer inte heller Aktiemarknadsnämndens uttalanden som rör dispens från budplikt av teckningsoptioner diskuteras, då dessa regler ej stadgas i LUA.

Eftersom uppsatsen skrivs ur en synvinkel som utgår från reglerna vid dispens från budplikt, innebär det att inte alla regler i LUA berörs. Detta innebär att främst reglerna om budplikt och dispens från denna behandlas. Övriga regler ges begränsat utrymme och behandlas endast i den mån det behövs för att få en förståelse för ämnet.

1.3 Metod och material

Vad gäller material för uppsatsen är det främst LUA, dess förarbeten prop. 2005/06:140 och SOU 2005:58, direktiv 2004/25/EG samt doktrin som används. Några rättsfall finns inte på området, dock finns det mängder av uttalanden från Aktiemarknadsnämnden som kommer att användas, främst för att undersöka när och varför dispens utges i praktiken.

Metoden som används är varierande genom uppsatsen. I det andra och tredje kapitlet används en deskriptiv metod för att beskriva hur rättsläget ser ut idag. I det fjärde och femte kapitlet används en problemorienterad metod för komma fram till en lösning på de problem som läggs fram i syftet. Uppsatsen avslutas sedan med en slutsats.

1.4 Disposition

I uppsatsens andra kapitel ges en bakgrund till offentliga uppköpserbjudanden. Här diskuteras allmänt om offentliga uppköpserbjudande som företeelse och om hur regleringen utvecklats internationellt. Det diskuteras även mer specifikt om hur regleringen utvecklats i Sverige och hur översynen av regleringen fungerar.

I det tredje kapitlet diskuteras budplikts och dispens reglerna på djupet. Här diskuteras även kritiken mot regleringen.

I det fjärde kapitlet analyseras Aktiemarknadsnämndens uttalanden som rör dispens från budplikt för att komma fram till om dispens ges för godtyckligt eller ej.

I det femte kapitlet diskuteras och analyseras möjligheterna som finns för en revidering av budplikts alternativa dispens reglerna.

Uppsatsen avslutas med en slutsats, där svaret på frågorna som ställs i syftet sammanställs.

2 Offentliga uppköpserbjudandes utveckling och reglering

2.1 Allmänt om offentliga uppköpserbjudanden

Ett offentligt uppköpserbjudande i Sverige innebär att ett erbjudande ges med syfte att förvärva aktier i ett bolag som är registrerat på Stockholmsbörsen, NGM eller Aktietorget.²

2.1.1 Syfte

Syftet med att vilja förvärva ett annat bolag och därmed ge ett offentligt uppköpserbjudande är självklart varierande från fall till fall. Det kan bero på att ett bolag vill utvidga sin verksamhet eller att ta sig in på en annan marknad. Det kan då vara ett smidigare sätt att köpa upp ett annat bolag än att internt utöka sin verksamhet. Andra anledningar kan vara att målbolaget anses vara undervärderat eller av rena skatteskal.³ När det gäller offentliga uppköpserbjudanden har empirisk forskning visat tre olika hypotetiska motiv till offentliga uppköpserbjudanden, synergier, ledningsrelaterade och hybris.⁴

Med synergier i detta fall menas att ett bolag, genom att förvärva ett annat bolag effektivisera den egna verksamheten. Syftet med ett förvärv är med andra ord att höja värdet av aktierna i både budgivaren och målbolaget genom en sammanslagning.

Ledningsrelaterade motiv, eller som den kallas i den engelska litteraturen för ”agency related motive”, innebär att självintresset av ledarna i det budgivande bolaget är bakgrunden för ett offentligt uppköpserbjudande. Det har visat sig att i Storbritannien, ledarna, det vill säga främst styrelsen och VD tjänar mer, i form av lön, bonus etcetera på att få bolaget att växa än att få det till att gå ekonomiskt bra.

² Stattin, Daniel, Takeover 1 uppl. 2006 s. 1 f.

³ Gaughan, Patrick A, Mergers, Acquisitions, and restructurings, 2007, chapter 1 under “reasons for mergers and acquisitions”.

⁴ Goergen and Renneboog, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, 2003, s. 19 och Skog, Rolf, Does Sweden need a mandatory bid rule?, 1997, s. 39 f.

Det tredje alternativet, hybris, innebär att ledningen gör misstag när den värdesätter ett potentiellt mål. Detta i form av att de övervärderar målbolaget och på det sättet betalar ett övervärde.⁵

Slutsatsen som görs i den empiriska forskningen är att, åtminstone under 1990-talet, synergieffekter är det vanligaste motivet till ett offentligt uppköpserbjudande.⁶ Detta är i sig inte är speciellt konstigt, det torde inte varit speciellt hälsosamt för aktiemarknaden om motiven hade varit företagsledningens girighet eller dess misstag.

2.1.2 Ekonomisk effekt

Det finns många nationalekonomiska undersökningar som visar på att uppköp är bra för aktieägare, näringslivet och samhällsekonomin. Normalt får ett uppköp en värdeskapande effekt. Värdeskapandet beror dock på vilken typ av bud det är och exempelvis hur finansieringen sker. Ett offentligt uppköpserbjudande ger generellt ett betydligt högre pris vad gäller kursutveckling än andra bud, exempelvis ett förhandlat bud. Orsaken till att offentliga uppköpserbjudanden tas emot mer positivt än förhandlade erbjudanden är för att det uppkommer en förväntan att försvarsmetoder från målbolaget skall höja det initiala budet.⁷ Enligt undersökningar stiger aktiekursen med nio procent vid ett offentliggörande av ett uppköpserbjudande i målbolaget. För det förvärvande bolaget, är kursökningen marginell, då den endast ökar med 0,7 procent.⁸

Det bör icke glömmas att offentliga uppköpserbjudanden inte uteslutande leder till värdeökning och positiva effekter. Enstaka förvärv leder till och med till kapitalförstörelse.⁹ Men i de flesta fall leder ett uppköpserbjudande till en icke obetydlig värdeök-

⁵ Goergen and Renneboog, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, 2003, s. 19 f. Stattin, Takeover, 2006, s. 9 f.

⁶ Goergen and Renneboog, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, 2003, s. 20. Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule?, 1997, s. 39 f.

⁷ Stattin, Takeovers, 2006 s. 11-13 och Goergen and Renneboog, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, 2003, s. 12.

⁸ Goergen and Renneboog, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, 2003, s. 11.

⁹ Stattin, Takeovers, 2006 s. 9.

ning för de inblandade företagen. Slutsatsen av detta är att offentliga uppköpserbjudanden är effektiva för samhällsekonomin.¹⁰

2.1.3 Förekomst

Offentliga uppköpserbjudanden är på inget sätt en nyhet i näringslivet. De första uppköpserbjudandena skall ha lämnats redan i slutet av 1800-talet i USA. Sedan dess har det förekommit fem så kallade takeover-vågor. Dessa kom runt åren 1900, 1920, 1960, 1980 och 1990. Den första dokumenterade vågen i Europa kom runt 1950-talet i Storbritannien, fram till dess var det relativt ovanligt med offentliga uppköpserbjudanden i Europa. Den sista vågen, som kom runt 1990, uppskattas till att internationellt ha omfattat bolagsvärden runt 20 trillioner dollar.¹¹

Vad gäller förekomsten i Sverige av offentliga uppköpserbjudanden kan det konstateras att de länge har varit vanliga i Svenskt näringsliv. Under åren 1990-2004 lämnades inte mindre än 358 sådana erbjudanden. 293 av dessa fall ledde till förvärv av målbolaget. 65 av uppköpserbjudandena misslyckades. Detta på grund av varierande orsaker. Exempelvis att ett konkurrerande bud ansågs mer förmånligt eller att starka minoritetsägare i målbolaget motsatte sig budet på olika vis. Så gott som i alla fall omfattade erbjudandena alla aktier i målbolaget. I stort sett var alla buden frivilliga, endast 10 skedde på grund av budplikt.¹²

2.1.4 Tillvägagångssätt

Enligt Daniel Stattin kan ett offentligt uppköpserbjudande delas in i tre faser. Den första fasen kan beskrivas som en underrättelsefas. I denna fas söker budgivare information i målbolaget. Här görs också ett upplägg, gällande exempelvis tidsplan, vederlag och finansiering. I denna fas kommer också troligen budgivaren vilja göra en due diligence-undersökning i målbolaget. Kort sagt innebär en due diligence-undersökning att budgi-

¹⁰ Stattin, Takeovers, 2006 s. 14.

¹¹ Stattins, Takeovers, 2009 s. 27 och Martynova och Renneboog, The performance of the European market for corporate control: Evidence from the 5th takeover wave, 2006, s. 2 f.

¹² Prop. 2005/06:140 s. 36 f.

varen söker att klargöra vissa finansiella, legala och andra risker i målbolaget.¹³ I den andra fasen formuleras och offentliggörs erbjudandet. I samband med denna fas inträder en period där målbolaget skall agera. Under denna fas kan försvarsåtgärder från målbolaget vidtas. I den tredje och sista fasen skall budet genomföras. Här kan olika beslut behöva fattas av både målbolaget och budgivaren, med anledning av de särskilda bolagsrättsliga reglerna som finns intagna i regleringen till offentliga uppköpserbjudanden.¹⁴

2.2 Bakgrund till regleringen

Offentliga uppköpserbjudanden har som ovan sagts funnits till ända sedan 1800-talet. Men vad det gäller lagstiftning var det Storbritannien som var först ut. Under en takeover-våg under 1950-talet, ansågs budgivare ha missbrukat uppköpsmarknaden till skada för minoritetsägare i målbolagen. 1968 bildades med ledning av Bank of England således en arbetsgrupp, the panel of takeovers and mergers. The panel består av Londons finansaktörer och har till uppgift att utarbeta en reglering på området samt fatta beslut om tillämpningen av regleringen. Samma år som bildandet av the panel, kom också den första lagstiftningen på området, the London city code on takeovers and mergers. The code, har ändrats och utvidgats många gånger, men är fortfarande den gällande regleringen på området i Storbritannien och en förebild för regleringen på området runt om i världen. Syftet med regleringen är att ge minoritetsägare en jämlik och rättvis behandling, i samband med offentliga uppköpserbjudanden.¹⁵

2.3 Självregleringen på aktiemarknaden

Självregleringen på aktiemarknaden kan sägas vara stommen i den Svenska regleringen av offentliga uppköpserbjudanden. Regleringen kom först så sent som 1971. Detta i form av rekommendationer utgivna av Näringslivets börskomité och inte i form av lag. Reglerna är väldigt snarlika The London city code of takeovers and mergers då dem

¹³ Stattin, Takeovers, 2009 s. 205.

¹⁴ Stattin, Takeovers, 2009, s 151 f.

¹⁵ SOU 2005:58 s. 63, Stattin, Takeover, 2009, s. 113 f. och Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule? 1997, s. 7 f.

är materiellt och formellt likartade. Rekommendationerna har reviderats många gånger sedan dess, senast 2009 på initiativ av Näringslivets börskommité. Vid revideringen 2003 ändrades benämningen ”rekommendationer” till regler och det fullständiga namnen blev således *regler om offentliga uppköpserbjudanden*. Att regleringen tidigare ej skett genom lagstiftning bör dock ej underskattas, då reglerna i själva verket är avtalsrättsligt bindande. Detta i form av en regel som innebär att budgivaren i budet skall lämna en föreskrift att följa Näringslivets börskommités regler och Aktiemarknadsnämndens uttalanden på området. Sedan regeln infördes 2003, har den undantagslöst efterföljts.¹⁶

I samband med att LUA antogs ålades börser och auktoriserade marknadsplatser att ha egna regler om offentliga uppköpserbjudanden. Denna regel finns intagen i lagen om värdepappersmarknaden avseende aktier som är upptagna till handel på den reglerade marknaden.¹⁷ Detta innebär att Stockholmsbörsen och Nordic growth market har antagit regler om offentliga uppköpserbjudanden som bygger på Näringslivets börskommités regler.¹⁸ Reglerna ska uppfylla de krav som ställs i direktiv 2004/25/EG och i övrigt vara ändamålsenliga. Bestämmelserna är i stort generellt hållna, detta då ett visst bud ofta skiljer sig från ett annat bud. Vidare anges att det är Aktiemarknadsnämnden som har till uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden. Därmed kan Aktiemarknadsnämnden ge uttalande i enskilda fall hur bestämmelser ska tolkas och tillämpas och hur parter skall agera i en viss situation. Bestämmelserna ska också tolkas utifrån sitt syfte och hänsyn skall inte endast tas till reglernas ordalydelse utan också den bakomliggande tanken bakom reglerna.¹⁹

¹⁶ Prop. 2005/06:140 s. 37 och Stattin, Takeover, 2009, s. 102 f.

¹⁷ Stattin, Takeovers, s. 102-103 och Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, Nasdaq OMX Stockholm, 1 oktober 2009, s. 5.

¹⁸ Stattin, Takeover, s. 20 f.

¹⁹ Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, Nasdaq OMX Stockholm, 1 oktober 2009, s. 5.

I inledningen till Stockholmsbörsens regler anges ett par principer, hämtade från takeover-direktivet som kan tjäna till vägledning när reglerna inte ger ett klart besked, eller då de i det enskilda fallet inte synes vara ändamålsenliga. Dessa principer innefattar;²⁰

- att alla aktieägare skall behandlas lika
- att aktieägarna i målbolaget skall ges tillräcklig tid och information för att överväga ett erbjudande
- att målbolagets styrelse skall handla i bolagets intresse
- att marknadens funktion inte snedvrids på ett otillbörligt sätt
- att en budgivare får tillkännage ett erbjudande först när denne säkerställt vederlaget kan utbetalas och
- att ett erbjudande inte hindrar målbolagets verksamhet under en längre tid än vad som är skäligt.

De viktigaste reglerna här torde vara att alla aktieägare skall behandlas lika och att marknadens funktion inte snedvrids på ett otillbörligt sätt. Regeln om likabehandlingen av aktieägare är orsaken till att reglerna om offentliga uppköpserbjudanden skapats. Om aktieägare hade behandlats olika, hade det med största sannolikhet lett till att förtroende för aktiemarknaden hade minskats. Detta går ihop med principen att marknadens funktion inte ska snedvridas. Om aktiemarknaden ej har allmänhetens förtroende skulle den troligtvis inte fungera.²¹

2.4 Direktiv 2004/25/EG

Företagsförvärv genom ett offentligt uppköpserbjudande är inte bara vanligt förekommande i Sverige utan också runt om i Europa. Nationell lagstiftning på området har växt fram genom hela EU. Det finns många likheter i lagstiftningen runt om Europa, men också olikheter, inte minst med tanke på skillnaden mellan den anglosaxiska traditionen och den kontinentala traditionen. Tillkomsten av direktivet drog i och med detta ut på tiden, redan 1973 kom det första förslaget till. Efter 30 års förhandlingar, kompromissa-

²⁰ Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, Nasdaq OMX Stockholm, 1 oktober 2009, s. 5 f.

²¹ Stattin, Takeover, 2009 s. 103-104 och Johnston, Andrew, EC regulation of corporate governance, 2009, 266 f.

de medlemsländerna och 2004 infördes direktiv 2004/25/EG, det så kallade takeover direktivet. Resultatet blev att direktivet hamnade närmast det marknadsorienterade anglosaxiska systemet.²² Detta direktiv skulle vara genomfört i medlemstaterna senast den 20 maj 2006. Bakgrunden till direktivet var att regelstiftarna ville skapa en enhetlig reglering i hela den Europeiska gemenskapen. Kort sagt syftar direktivet till att ge aktieägarna i ett bolag som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande en rättvis och rimlig behandling samt att möjliggöra sunda omstruktureringar för bolagen. Även direktivet har sin materiella förebild i de brittiska reglerna. Mer specifikt innebär reglerna en miniharmonisering, det vill säga, det står medlemsländerna fritt att ha en mer långtgående lagstiftning, än vad som anges i direktivet. Det stadgas också vissa grundläggande principer som skall följas av medlemsländerna. Principerna är i stort sätt lika dem som anges under avsnitt 2.3 ovan. Dessa principer behövs inte uttryckligen anges i regleringen men de ska finnas med vid genomförandet av direktivet.²³

Den för Sverige viktigaste förändringen i och med direktivet, är att det inte längre räcker med en självreglering. Detta enligt artikel 4 som säger att ett privat organ eller sammanslutning måste ha tillstånd i lag för att ha behörighet att utöva tillsyn över offentliga uppköpserbjudanden och enligt artikel 17 som säger att medlemstater måste fastställa påföljder vid överträdelse av reglerna i lag.²⁴

Enligt artikel 20 skall EU-kommissionen utföra en utvärdering av direktivet, fem år efter dess implementering. Utvärderingen skall specifikt undersöka hur implementeringen fungerat och vilka hinder mot offentliga uppköpserbjudanden som finns och som inte i nuläget omfattas av direktivet.²⁵

2.5 LUA

Den 1 juli 2006 trädde således LUA i kraft. LUA utgör grunden för regleringen av offentliga uppköpserbjudanden i Sverige. Lagen är regleringstekniskt uppbyggd, vilket

²² Stattin, Takeover, 2009, s. 97 f.

²³ Prop. 2005/06:140 s. 34 f.

²⁴ Stattin, Takeover, 2009, s. 101.

²⁵ Stattin, Takeover, 2009, s. 98.

innebär att den dels ger ett huvuddrag av reglerna för offentliga uppköpserbjudanden och dels fastlår regler för specifika situationer. Denna regleringsteknik förutsätter att den befintliga självregleringen finns. Vidare innehåller takeover-direktivet regler som inte har sin motsvarighet i de regler som Stockholmsbörsen numer handhar. Dessa regler finns återgivna i LUA, exempelvis genombrottsregeln och regeln om information till anställda. Det har också ansetts att det är mindre lämpligt att överlämna vissa regler av civilrättslig karaktär till aktiemarknadens självreglering och därför har exempelvis reglerna om budplikt, försvarsåtgärder och den ovan nämnda genombrottsregeln tagits in i LUA.²⁶

Lagen är indelad i åtta kapitlet. I det första kapitlet stadgas att lagen är tillämplig på offentliga uppköpserbjudanden av aktier och att den inte skall tillämpas på aktier som ges ut av budgivaren. I kapitlet definieras också offentliga uppköpserbjudanden, börs, budgivare och koncern.²⁷

I kapitel två stadgas skyldigheter för budgivare. Där anges den ovan nämnda regeln att ett offentligt uppköpserbjudande endast får lämnas av den som har åtagit sig att följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Vidare krävs att budgivaren har underkastat sig de sanktioner som börsen har angivit för överträdelser av reglerna. I kapitlet anges också att budgivaren skall informera finansinspektionen och en tidsbegränsning för upprättandet av erbjudandehandling.²⁸

I kapitel tre finns reglerna för budplikt. Budplikten kommer att behandlas mer specifikt i kapitel tre i uppsatsen.

I kapitel fyra anges reglerna om information till anställda, vilket kort sagt innebär att ett bolag måste lämna information om ett offentligt uppköpserbjudande till sina anställda. Regeln gäller både budgivaren och målbolaget. Målbolagets styrelse skall också lämna rekommendationer till aktieägarna, med anledning av budet.²⁹

²⁶ Stattin, Takeover, 2009, s. 101 och prop. 2005/06:140 s. 41 f.

²⁷ LUA kap. 1.

²⁸ LUA kap. 2.

²⁹ LUA kap. 4.

I kapitel fem finns regler om försvarsåtgärder. Med försvarsåtgärder menas metoder som ett målbolags styrelse eller ägare kan vidta för att förhindrar att ett bolag blir övertaget genom ett offentligt uppköpserbjudande. Det stadgas där att ett bolag endast med bolagsstämmans godkännande får vidta åtgärder för att försämra ett lämnat erbjudande.³⁰

I kapitel sex finns bestämmelser om genombrott i bolagsordningen. Regeln har i Sverige gjorts fakultativ vilket innebär att det inte är obligatoriskt med en sådan regel, utan bolagen *får* ta in en sådan regel i bolagsordningen, enligt 6:1 LUA. Resultatet av en sådan genombrottsklausul innebär att vissa regler om överlåtelsebegränsningar och rösträttsdifferenser i avtal och i bolagsordning inte gäller.³¹

I kapitel sju finns regler om tillsyn med mera. I detta kapitel finns regler om vite, dispens, delegation av förvaltningsuppgifter, etcetera. Reglerna om dispens kommer att behandlas mer utförligt nedan i kapitel tre. Vad gäller vite, kan finansinspektionen ålägga en budgivare att utbetala ett lägsta belopp på 50 000 kr och ett högsta på 100 miljoner kronor om budgivaren inte följer reglerna i LUA. I övrigt är regeln i 7:10 LUA om överlåtelse av förvaltningsuppgifter av särskilt intresse. I kapitlet anges att finansinspektionen skall utöva tillsyn om vissa frågor i lagen, exempelvis övervaka offentliga uppköpserbjudanden, besluta om vite, avgifter och dispenser, lämna tolkningsbesked och delegera uppgifter till ett självregleringsorgan. I 7:10 LUA anges att finansinspektionen kan delegera uppgifter till ett organ som representerar näringslivet. Detta organ är Aktiemarknadsnämnden. Mer om Aktiemarknadsnämnden och finansinspektionen följer nedan i avsnitt 2.6.³²

I kapitel åtta stadgas bland annat reglerna om överklagande. I korthet stadgas här att överklagan av Aktiemarknadsnämnden beslut skall ske till finansinspektionen.³³

³⁰ LUA kap. 5.

³¹ Stattin, Takeover, 2009, s. 399 och prop. 2005/06:140 s. 62 f.

³² LUA kap. 7 och prop. 2005/06:140 s. 114 f.

³³ LUA kap. 8.

2.6 Aktiemarknadsnämnden och dess uttalanden

Aktiemarknadsnämnden bildades 1986 med förebild av den engelska Takeover Panel och drivs av den ideella föreningen, Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som i sin tur består av tio medlemmar från det svenska näringslivet. Nämnden är ej en fristående juridisk enhet, utan ingår i form av en organisationsdel i föreningen. Nämndens uppgift är således att bidra till utvecklandet av god sed på aktiemarknaden. Sedan nämnden bildats, har de gjort runt omkring 300 uttalanden (1986-2006). Nämnden verkar för god sed på aktiemarknaden genom att ge uttalanden i enskilda fall. De kan både göra uttalanden på eget initiativ och efter önskemål från exempelvis ett aktiebolag. Aktiemarknadsnämnden bestämmer själva om dem skall ta upp en fråga till behandling eller ej. Dem ska även beakta om frågan är av praktisk betydelse för aktiemarknaden eller om den endast är av principiell betydelse. Aktiemarknadsnämnden kan också ge beslut om dispens från budplikt vid offentliga uppköpserbjudanden. Normalt sett ska nämndens uttalanden offentliggöras, detta så vidare inte det finns särskilda skäl som talar emot ett offentliggörande. Om ett uttalande skulle anses vara skadligt för den goda seden på aktiemarknaden eller att företagshemligheter riskerar att avslöjas, kan uttalandena anonymiseras. Av de 300 uttalanden som givits ut, är 3/4 offentliggjorda.³⁴

Aktiemarknadsnämndens organisation är sammansatt av representanter från näringslivet och består av en ordförande, högst fyra vice ordförande och 22 övriga ledamöter. Den har även tillgång till en expertpanel med högst 15 medlemmar. Nämnden består även av ett kansli som leds av en direktör. Kansliet har till uppgift att förbereda nämndens ärenden. Vid behandling av ett ärende skall minst fyra och högst åtta ledamöter närvara. Ordföranden, vice ordförande och direktören kan på nämndens vägnar meddela beslut i vissa fall. Dessa fall innefattar om ärendet är brådskande, om motsvarande fråga redan har behandlats av nämnden och om ärendet är av mindre vikt. För att direktören skall få fatta ett beslut krävs dock delegation. Alla inblandade i ett beslut har tystnadsplikt för den information de tar del av och får ej använda den för egen vinning. Eftersom många av nämndens ärenden kräver snabba svar, krävs att nämnden står till förfogande dygnet

³⁴ prop. 2005/06:140 s. 38-39, http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25 och Stattin, Takeover, 2009, s. 87 f.

runt hela året. 2004 lämnades ett skriftligt uttalande vid hälften av alla fall som inte krävde kommunikation mellan parterna.³⁵

Som ovan nämnts är Aktiemarknadsnämnden det organ som skall utöva tillsyn över Stockholm börsens och NGM regler, samt reglerna i LUA. Enligt 7:10 LUA får finansinspektionen delegera vissa uppgifter till Aktiemarknadsnämnden, som annars skulle utförts av dem. Dessa uppgifter innefattar att besluta om budplikt skall fullgöras av någon som är närstående till budgivaren,³⁶ om budplikt föreligger enligt 3 kapitlet LUA³⁷ och dispens från budplikt.³⁸ Vidare har Stockholmsbörsen och NGM delegerat till Aktiemarknadsnämnden att besluta om undantag och tolkning av deras takeover-regler.³⁹

Hela 2/3 av nämndens uttalanden rör offentliga uppköpserbjudanden. Nämnden har också befogenhet att ge uttalande om ett tilltänkt eller genomfört uppköpserbjudande är i enlighet med god sed på aktiemarknaden. En stor del av Aktiemarknadsnämndens uttalande rör dispens från budplikt. Dessa dispenser följs ofta av villkor, exempelvis att aktierna skall avyttras inom en viss tid. Dessa dispensärenden hanteras ofta i form av att det är ordförande som står för beslutet.⁴⁰

Aktiemarknadsnämnden kan också uttala kritik mot bolag, aktieägare och rådgivare och har även gjort det i många fall. Den har dock ingen formell sanktion att ta till. Men eftersom reglerna som Aktiemarknadsnämnden utövar tillsyn över är avtalsrättsligt bindande och för att aktiebolagen på börsen åtagit sig att följa nämndens uttalanden, kan vid misskötsel ändå sanktioner på avtalsrättslig grund utdömas om reglerna ej följs. Det-

³⁵ prop. 2005/06:140 s. 39-40, http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25 och Stattin, Takeover, 2009, s. 87 f.

³⁶ 3:4 LUA.

³⁷ 7:4 LUA.

³⁸ 7:5 LUA.

³⁹ Stattin, Takeover, 2009, s. 89 f.

⁴⁰ Prop. 2005/06:140 s. 40.

ta i form av att Stockholmsbörsen och NGM initierar dessa sanktioner, som sedan avgörs av börsens disciplinnämnd.⁴¹

Överklagande av Aktiemarknadsnämndens beslut skall göras till finansinspektionen. Detta sker dock ytterst sällan, under 2009 överklagades två uttalanden, men under 2006-2008 förekom inga överklaganden. Från finansinspektionen kan även ärenden överklagas till förvaltningsdomstol, att ärenden överklagas därifrån är dock ovanligt.⁴²

Vilket värde skall Aktiemarknadsnämndens uttalande då tillmätas? I Sverige är det endast HD:s beslut som har prejudikatverkan, för de lägre instansernas beslut finns ingen prejudikatverkan. Enligt Daniel Stattin finns ingen motsvarande teori för myndighetspraxis. På samma sätt är det för Aktiemarknadsnämndens uttalanden, deras praxis är inte prejudikatbindande. Detta betyder dock inte att Aktiemarknadsnämndens uttalande inte kan tillmätas något högt värde. Då nämnden dels är respekterad på sitt område av de aktörerna som agerar på börsen och dels består av erfarna jurister, anses nämndens uttalande tillmätas ett högt värde i form av dess goda uttolkning av gällande rätt.⁴³

⁴¹ Prop. 2005/06:140 s. 40.

⁴² FI Dnr 10-1232, FI Dnr 08-8404 och FI Dnr 07-1845-610.

⁴³ Stattin, Takeover, 2009, s. 119 f.

3 Regler om budplikt och dispens från budplikt

3.1 Budplikt

Budplikten infördes i Sverige för första gången den 1 juli 1999. Gränsen var då satt till 40 procent och reglerades i NBK:s regler om offentliga uppköpserbjudanden. Skälet sades vara att förbättra minoritetsägarnas ställning vid ett offentliga uppköpserbjudande.⁴⁴ En historia som cirkulerar förtäljer att bakgrunden till regleringen kommer sig av att ordförandet i Näringslivets börskommitté, som hade en nära anknytning till en mäktig Svensk industrifamilj, ändrade sin inställning till budplikten. Från början hade denne ordförande varit strikt emot införandet av budplikt i Sverige. Men när IT-bubblan sprack, och det blev billigare att göra offentliga uppköpserbjudanden, ändrade han sin inställning, då industrifamiljen riskerade att förlora kontroll över många av sina bolag. I och med införandet av budplikten, blev det betydligt mer kostsamt att förvärva kontrollen över ett bolag, eftersom budplikten tvingar förvärvaren att lägga ett bud på alla aktier i det aktuella bolaget. På det viset kunde alltså industrifamiljen behålla sitt kontrollinnehav.

3.1.1 Budpliktens syfte

I artikel 5 takeover-direktivet och i dess preambels punkt 9 stadgas att syftet med budplikten är att skydda minoritetsägarna. Detta genom att en person som förvärvar aktier i ett visst bolag och dennes innehav överstiger 30 procent, skall lägga ett bud på resterande aktier i bolaget.⁴⁵ I litteraturen har framkommit tre olika effekter av offentliga uppköpserbjudanden som kan vara till nackdel för minoritetsägarna: Likabehandling, möjlighet att få del av kontrollpremium och möjlighet till att lämna bolaget vid ett kontrollägarskifte. Syftet med budplikten kan sägas vara att få bort dessa negativa effekter.⁴⁶

Vad gäller likabehandlingen av aktieägarna, hindrar budplikten den nya kontrollägaren från att förhandla om förvärv av aktier med enskilda minoritetsägare. Detta eftersom

⁴⁴ Nyström, Ohlsson och Skog, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004, s. 43.

⁴⁵ Prop. 2005/06:140 s. 56.

⁴⁶ Stattin, Takeover, 2009, s. 415-416 och Skog, Rolf, Does Sweden need a mandatory bid rule?, 1997, s. 39 f.

kontrollägaren genom budplikt måste lämna ett bud på alla aktier i bolaget, till samma pris. Risken utan budplikts regeln skulle kunna vara att kontrollägaren förhandlar med enskilda minoritetsägare om förvärv av dennes aktier. Risken finns då att minoritetsägaren känner sig skyldig att avyttra sina aktier, på grund av minoritetsägarens svaga förhandlingsposition.⁴⁷

Kontrollpremium, som är tätt sammanknippad med likabehandlingen, kan sägas vara skillnaden på vad en förvärvare betalar för en aktiepost som leder till kontrolläggande och vad denne skulle betalat för samma aktiepost om den inte innebär kontroll i bolaget. I och med budpliktsregeln får alla aktieägare del i den kontrollpremie som utgår till kontrollöverlåtaren. Hade budplikten ej funnits, hade alltså enbart den som överlåter kontrollposten fått del av kontrollpremien. Detta skulle alltså innebära att minoritetsägarna potentiellt skulle få mindre betalt än vad den förra kontrollägaren får vid avyttring av aktier.⁴⁸

Huvudargumentet för budpliktsregeln är att minoritetsägarna skall ges möjlighet att lämna bolaget vid nytt kontrollägarskifte. Anledningen bakom denna möjlighet är risken att den nya kontrollägaren missbrukar sin position på ett eller annat sätt samt att minoritetsägarna skall kunna lämna bolaget på samma villkor som den förra kontrollägaren. Eftersom budpliktsregeln innebär att den nya kontrollägaren skall lägga ett bud på resterande aktier i bolaget, ges denna möjlighet.⁴⁹

3.1.2 Huvudregeln

I kapitel tre i LUA regleras reglerna om budplikt. Enligt 3:1 LUA inträder budplikten när någon, tidigare aktieägare eller ny aktieägare, förvärvar aktier som representera 30 procent av rösterna i ett börsnoterat aktiebolag. Det spelar alltså ingen roll hur många aktier som förvärvas, utan det viktiga är hur många röster aktieägaren faktiskt kontrollerar. Regeln gäller även närstående till aktieägaren, mer om detta nedan. Budplikten utlöses oavsett vilken sorts förvärv det är frågan om, det kan vara köp, men också i form av

⁴⁷ Stattin, Takeover, 2009, s. 420 f och Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule, s. 39 f.

⁴⁸ Stattin, Takeover, 2009, s. 424 f och Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule, s. 42 f.

⁴⁹ Stattin, Takeover, 2009, s. 427f och Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule, s. 44 f.

teckning, konvertering och familjerättsligt förvärv. Handlar det om teckning, utlöses dock inte budplikt förrän emissionen är registrerad. Om en person uppnår att innehav över 30 procent av rösterna, skall denna enligt 3:1 1 stycket punkt 1 och 2, omedelbart offentliggöra hur stort dennes aktieinnehav i bolaget är och inom fyra veckor lägga ett bud på resterande aktier i bolaget.⁵⁰

3.1.3 Budplikt vid bolagets och andra aktieägares åtgärder

I 3:2 1 stycket 1 punkten LUA stadgas att budplikt inte utlöses av åtgärder som bolaget eller andra aktieägare har vidtagit. Exempelvis vid inlösen av aktier, som innebär att en aktieägares röstandel överskrider 30 procent eller om andra aktieägare omvandlar sina aktier till aktier med ett lägre röstvärde och en ägare på det sättet får kontroll av över 30 procent av rösterna. I dessa fallen har således aktieägarens röstandel överskridit 30 procent utan att aktieägaren har förvärvat ytterligare aktier. Budplikt kan dock utlösas ändå, om aktieägaren efter detta förvärvar ytterligare aktier och på så vis ökar sin röstandel i bolaget. Även i detta fall skall närståendes innehav medräknas.⁵¹

3.1.4 Budplikt på grund av närstående

I 3:2 1 stycket 2 punkten LUA stadgas att om närståendeförhållande enligt 3:4 1 eller 4 punkten LUA uppstår och de närstående tillsammans uppnår en röstandel som överskrider 30 procent utlöses budplikt. Med närstående i detta fall menas bolag i samma koncern som förvärvaren samt vid en överenskommelse om samarbete vid utövandet av rösträtt. Detta innebär alltså att om moderbolaget i en koncern innehar 20 procent av röstandelarna i ett bolag och ett dotterbolag i koncernen förvärvar aktier med minst 10 procent av röstandelarna i samma bolag, utlöses budplikt. Ett nytt förvärv av aktier i detta fall är dock inte ett måste. Budplikt utlöses också om det vid bildandet av ett koncernförhållande uppstår ett innehav på mer än 30 procent av röstandelarna i koncernen. Om koncernförhållandet utlöser budplikt är det moderbolaget som skall fullgöra budplikten.⁵²

⁵⁰ Prop. 2005/06:140 s. 57, 100-101 och Stattin, Takeover, 2009, s. 433 f.

⁵¹ Prop. 2005/06:140 s. 102 f.

⁵² Prop. 2005/06:140 s. 102-103 och Stattin, Takeover, 2006 s. 93 f.

Ett liknande förhållande råder vid avtal om ett samordnat utövande av rösträtten. Med ett sådant avtal, menas att två aktieägare samordnat skall utöva rösträtten för att långsiktigt inta en gemensam hållning i syfta att kontrollera bolaget. Det räcker således inte med ett ingånget aktieavtal, utan syftet måste vara att uppnå kontroll över bolaget. Enligt Daniel Stattin uppkommer troligtvis ett enkelt bolag i denna situation, vilket i sin tur innebär att ett uppsägande av det enskilda bolaget troligen leder till att budplikten bortfaller. Avtalet skall också vara långsiktigt vilket innebär att det inte räcker med ett avtal för exempelvis ett styrelseval. Budplikten blir vid ett sådant avtal aktuell om en av de två avtalsparterna förvärvar ytterligare aktier i bolaget och deras gemensamma röstandelar överstiger 30 procent.⁵³

Budplikt kan också uppstå vid familjeförhållanden, vilket stadgas i 3:1 1 stycket. Detta innebär att om förvärvaren tillsammans med make, sambo eller barn som står under förvärvarens vårdnad överstiger 30 procent av röstandelarna, blir budplikt aktualiserad.

3.1.5 Bortfall av budplikt

I 3:6 LUA finns en regel intagen när budplikt inte gäller, trots att 30 procentgränsen är överskriden. I 3:6 1 stycket stadgas att om den budpliktige inom 4 veckor efter att budplikten uppkommit avyttrar så mycket av sitt aktieinnehav att denne hamnar under 30 procent gränsen, bortfaller budplikten. Samma förhållande gäller om den budpliktige eller bolaget inom samma tid vidtar någon annan åtgärd som innebär att aktieinnehavet hamnar under 30 procentgränsen. Det ovan sagda gäller även om en närstående avyttrar aktier och om ett moderbolag säljer ett dotterbolag så att innehavet i koncernen ej längre överstiger 30 procentgränsen. Enligt 3:6 2 stycket gäller ej budplikten om den budpliktige påkallar inlösen av aktier enligt 22 kap. ABL eller 14 a kap. försäkringsrörelselagen och innehavet därmed understiger 30 procentgränsen. Liksom i 1 stycket har den budpliktige 4 veckor på sig att ta till dessa åtgärder.⁵⁴

⁵³ Prop. 2005/06:140 s. 102 f. och Stattin, Takeover, 2006 s. 94 f.

⁵⁴ Prop. 2005/06:140 s. 106 f.

3.2 Dispens av budplikt

Dispens stadgas i punkt 6 i preambeln till takeover-direktivet som säger att regleringen bör vara flexibel och att dispenser och undantag därför bör kunna lämnas. Det tilläggs dock att det för tillsynsmyndigheterna bör finnas vissa allmänna riktlinjer. I artikel 4.5 anges vidare att medlemstaterna får föreskriva undantag för reglerna i direktivet så länge som undantaget är i enlighet med de allmänna principer som diskuterats under 2.4 ovan.

3.2.1 Regleringen

Regeln om dispens från budplikt finns i 7:5 LUA. I första stycket stadgas att finansinspektionen får ge undantag från budplikt vid ansökan, om det finns särskilda skäl. Dispensen får vidare förses med villkor. Som ovan nämnts är det Aktiemarknadsnämnden som skall ta beslutet om dispens av budplikt får beviljas eller ej å finansinspektionens vägnar. En fråga om dispens av budplikt skall i det enskilda fallet prövas med utgångspunkt i syftet för reglerna om budplikt. Med detta innebär aktieägares möjlighet att lämna ett bolag vid ett kontrollägarskifte. Ibland kan dock detta intresse vara mindre starkt än bolagets intresse, vilket innebär att dispens lämnas till en viss budgivare. Detta innebär alltså att Aktiemarknadsnämnden har att avgöra om dispens ligger i aktieägar-kollektivets intresse och om detta intresse har större tyngd än aktieägares möjlighet att lämna bolaget vid kontrollägarskifte.⁵⁵

Vilka särskilda omständigheter som aktualiserar dispens framgår inte i LUA. I förarbeten anges dock ett par situationer, där dispens anses kunna vara aktuellt. En situation som där anges, är när ett nytt kontrollägarskifte faktiskt inte har skett, trots att bolaget har fått en ny ägare med ett innehav på över 30 procent. Exempelvis vid omstruktureringar av en koncern eller vid generationsskiftesåtgärder av ägare. Även när ett innehav över 30 procent uppkommit utan att aktieägaren har verkat aktivt, exempelvis vid gåva eller arv, kan dispens av budplikt bli aktuellt. Ytterligare exempel är när innehavet tillkommit på grund av att aktieägaren utnyttjat sin företrädesrätt vid nyemission eller när innehavet uppkommit genom att aktieägaren, vid köp av ett bolag, fått aktier som vederlag genom en nyemission kan dispens aktualiseras. Ytterligare en situation som anges i

⁵⁵ Prop. 2005/06:140 s. 117 och Stattin, Takeover, 2009, s. 454 f.

förarbeten är när aktier förvärvas i ett bolag med betydande ekonomiska problem. En annan situation är när det i bolagsordningen finns begränsningar för hur många röster en aktieägare får avge på en bolagsstämma. Om en aktieägare endast får företräda mindre än 30 procent av rösterna, oavsett sitt innehav kan dispens för budplikt aktualiseras.⁵⁶

Att dispens lämnas innebär dock inte att kontrollägaren kan fortsätta att förvärva aktier utan att en ny budplikt aktualiseras. I speciella fall kan det dock i dispensbeslutet, tillåtas även ytterligare förvärv av aktier i bolaget, utan att budplikt utlöses. Dispens kan även ges från styrelsens förbud att vidta försvarsåtgärder, men det kommer ej diskuteras i denna uppsats.⁵⁷

I det andra och tredje stycket i 7:5 LUA, anges vilka som har rätt att begära dispens. När det gäller budplikt, är det den som är på väg att göra ett budpliktigt förvärv som har rätt att begära dispens. Detta innebär alltså att både aktieägare och sådana som inte har aktier i målbolaget kan begära dispens från budplikt.

3.2.2 Kritik mot regleringen

Kritiken som har framförts mot regleringen nådde nya höjder efter att Volkswagen AG förvärvat stora andelar aktier i Scania AB. I två avgöranden av Aktiemarknadsnämnden, AMN 2007:08 och AMN 2007:36 lämnades Volkswagen dispens från budplikt i enlighet med reglerna i LUA. När affären sedan offentliggjordes föll Scantias B-aktie med drygt 8 procent. Efter detta har hård kritik riktats mot affären och aktiemarknadsnämndens beslut. Bland annat i form av att budplikt borde ha utlösts och att budpliktsregeln borde ändras. Det faktum att Investor, som sålde aktierna till Volkswagen, fick 200 kronor per aktie, att inget bud har riktats till minoritetsägarna samt att aktiekursen sjunkit har ansetts vara både orättvist och förtroendeskadligt för näringslivet.⁵⁸

Näringslivets börskommité hemställde den 14 december 2009 till Justitiedepartementet en begäran om att lagreglerna om budplikt ska ändras. Lagändringen föreslår att budplikt även skall utlösas vid ett ägande som uppgår till 50 procent av röstandelarna. När-

⁵⁶ Prop. 2005/06:140 s. 117.

⁵⁷ Prop. 2005/06:140 s. 118.

⁵⁸ Stattin, Daniel, Dispenser från budplikt vid Volkswagens köp av Scania-aktier, JT 2007-08 s. 873 f.

ingslivets börskommité menar att vid ett ägande av 50 procent av röstandelarna utesluts all konkurrens om kontrollen av bolaget, vilket kan påverka värdet av övriga aktier i bolaget. Vidare motiveras den nya budpliktsgränsen med att vid ett ägande av 50 procent av rösterna bildas ett koncernförhållande när moderbolaget är ett aktiebolag. Detta innebär att övriga aktieägare försätts i ett informationsmässigt underläge. I ljuset av ovan sagda, anser Näringslivets börskommité att minoritetsägarna bör få det skydd som budpliktsregeln innebär även vid ett förvärv av röstandelar som uppgår till 50 procent.⁵⁹ Denna begäran stöds av föreningen Svenskt näringsliv samt av finansinspektionen. Advokatsamfundet anser däremot att det är för tidigt att ändra budpliktsregeln och att det krävs en mer ingående analys och fördjupade övervägande.⁶⁰

⁵⁹ Ju2009/8381/L1.

⁶⁰ FI Dnr 09-12192, R-2009/2477 samt SN DNR 300/2009.

4 Aktiemarknadsnämndens uttalanden: Dispens från budplikt

4.1 Volkswagens förvärv av aktier i Scania

Som ovan nämnts har stora delar av kritiken mot budplikten och dispens av denna riktats efter att Volkswagen beviljades dispens vid sitt förvärv av aktier i Scania.

I AMN 2007:08 var förhållandena sådana att Volkswagen innehade 34 procent av rösterna i Scania. De ville nu förvärva ytterligare aktier, så deras innehav uppgick till 36,5 procent av rösterna. Volkswagen innehade redan innan LUA:s ikraftträdande ett innehav som översteg 30 procentgränsen och ansåg därmed att budplikt ej borde utlösas för förvärvet. Detta då budplikt endast uppstår om förvärvaren passerar 30 procentgränsen efter LUA trätt i kraft. Problemet för Volkswagen var att Scania ägde delar av sina egna aktier, som enligt LUA skall medräknas vid en beräkning om 30 procent gränsen passerats eller ej. Detta fick till följd att innehavet enligt LUA uppgick till endast 27,4 procent. När sedan Scania löste in sina egna aktier, hade alltså Volkswagen 34 procent av rösterna i Scania även enligt LUA.⁶¹ Detta innebar att budplikt för Volkswagen aktualiserades för varje ytterligare förvärv som dem gör i Scania. Volkswagen menade att budplikten i detta fall endast var en oförutsedd omständighet och en ren teknikalitet. De menade vidare att deras innehav ej ändrats utan att de hela tiden har företrätt 34 procent av rösterna på bolagsstämman. Därmed har Volkswagen hela tiden haft en betydande kontroll över Scania och en ökning upp till 49,99 procent av rösterna innebär ej ett kontrollägarskifte.

Aktiemarknadsnämnden gjorde bedömningen att, det trots att det kan tyckas vara en teknikalitet, budplikt skall utlösas för varje nytt förvärv som Volkswagen gör i Scania enligt 3:2 1 stycket LUA. Trots detta beviljade Aktiemarknadsnämnden Volkswagen dispens för förvärv upp till 49,99 procent. Beslutet motiverades med att inget reellt kontrollägarskifte skett och därmed skall ej budplikt gälla.

⁶¹ Enligt ABL så ska ej bolagets egna aktier medräknas vid bolagsstämmobeslut, alltså hade Volkswagen 34 procent av rösterna på bolagsstämma, men enligt LUA endast 27,4 procent av rösterna.

I AMN 2007:36 var Volkswagen återigen tillbaka med en ansökan till Aktiemarknadsnämnden. Nu ville de få begränsningen av 49,99 procentgränsen lyft och således kunna förvärva så mycket aktier som de ville i Scania, utan att budplikt utlöses. Aktiemarknadsnämnden godkände deras ansökan, eftersom Volkswagen redan var kontrollaktieägare i Scania. Således var det ej i frågan om ett kontrollägarskifte om Volkswagen förvärvade obegränsat med aktier i Scania.

Under 2007 förvärvade det tyska aktiemarknadsbolaget MAN 17 procent av rösterna i Scania. Volkswagen äger i sin tur 29,9 procent av rösterna i MAN. Finansinspektionen har på grund av Volkswagens ägarintresse i MAN gjort en undersökning om ett sådant närstående förhållande som regleras i 3:5 LUA föreligger. Finansinspektionen kom fram till att det föreligger ett sådant närstående förhållande som anges i 3:5 LUA. Det framgick också att om det är någon som ådragit sig budplikt är det Volkswagen. Eftersom Volkswagen redan omfattas av en dispens från budplikt behöver dem inte lägga ett nytt bud på aktierna. Alltså var det fritt fram för MAN att genomföra sitt förvärv utan att budplikt utlöses.

Det ter sig svårt att hitta några konstigheter med Aktiemarknadsnämndens beslut i detta fall. Volkswagen kontrollerade hela tiden 34 procent av rösterna på bolagsstämman och hade således kontroll över bolaget. Dock är det angivet i förarbetet till LUA att aktier i bolaget som bolaget själv kontrollerar ska medräknas vid uträkning av hur många röster en aktieägare kontrollerar. Argumentet till denna regel är att bolagets innehav av egna aktier, ej ska påverka hur många aktier en aktieägare kan förvärva utan att utlösa budplikt.⁶² Trots detta har inget faktiskt kontrollägarskifte skett och det innebär som ovan nämnts en dispensgrund. Alltså är dispensen i enlighet med gällande lag. Samma förhållande gäller den andra dispens som även lämnades för förvärv över 49,99 procent. Att lagstiftningen i detta fall fick mindre bra konsekvenser är en annan fråga. Detta innebär alltså att en aktieägare som innehar ett innehav som överstiger 30 procent kan förvärva så mycket aktier denne vill, eftersom det ändå inte skulle innebära ett kontrollägarskifte. Detta kan alltså leda till mindre bra konsekvenser för minoritetsägarna och frågan blir då hur bra skydd LUA egentligen ger med 30 procents gränsen? Så länge en aktieägare passerar 30 procentgränsen kan denne förvärva hur mycket aktier denne vill utan att

⁶² Prop 2005/06:140 s. 101.

budplikt riskerar att utlösas. Får verkligen budpliktsregeln sin åsyftade effekt i detta fall?

4.2 Inget kontrollägarskifte

Som ovan nämnts kan dispens från budplikt lämnas då inget egentligt kontrollägarskifte skett. Under de senaste åren har ett par uttalanden på området publicerats.⁶³ I AMN 2006:50 var omständigheterna sådana att ägaren i det helägda bolaget Hebi intressenter AB (intressenter), ägde 42 procent av rösterna i Hebi health care AB (Hebi). Ägaren ville nu flytta över sitt innehav i Hebi till det av ägaren likaså helägda bolaget Hebi Holding AB. Nämnade förvärv innebär att budplikt utlöses enligt 3:1 LUA. Ägaren till intressenter och Hebi holding hemställde att Aktiemarknadsnämnden skall ge dispens från budplikt vid Hebi holdings förvärv av aktierna i Hebi. Detta då förvärvet endast skedde av organisatoriska skäl och att inget egentligt kontrollägarskifte skett. Aktiemarknadsnämnden kom fram till att det fanns anledning att ge dispens från budplikt i det aktuella fallet, då dispensen knappast berör aktieägarekollektivets intressen.

Se liknande förhållande i AMN 2007:1, AMN 2007:16, AMN 2008:44 där förvärvaren och överlåtaren kontrolleras av samma ägare och dispens därmed lämnades då inget reellt kontrollägarskifte skett.

I AMN 2006:44 hade två aktieägare i Scania för avsikt att träffa avtal med syfte att med ett samordnat utnyttjande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning för att uppnå ett ökat inflytande i Scanias förvaltning. Eftersom aktieägarnas gemensamma innehav skulle överstiga 30 procent av röstandelarna utlöses budplikten enligt 3:1 och 3:5 4 punkten LUA. Dock kontrollerade Volkswagen tillsammans med närstående en större andel av rösterna än vad de två samverkande aktieägarna gjorde. Således hemställde de samverkande aktieägarna till Aktiemarknadsnämnden att bevilja dispens från budplikten, så länge som deras gemensamma röstetal inte överstiger Volkswagens röstetal. Aktiemarknadsnämnden konstaterar sedan att det är uppenbart att reglerna för budplikt ej gör sig gällande då någon förvärvar mer än 30 procent av röstetalet, men det finns en annan aktieägare som kontrollerar fler röster. Således skedde inget kontrollägarskifte och dispens från budplikt lämnades till de samverkande aktieägarna.

⁶³ Se avsnitt 3.2.1.

Vad gäller dessa två typer av dispensgrunder, har jag svårt att komma fram till någon annan slutsats än vad Aktiemarknadsnämnden har kommit fram till. Syftet med budplikten är som sagt att skydda minoritetsägarna, vid kontrollägarskifte. Om inget reellt kontrollägarskifte föreligger, finns det således ingen anledning till att påtvinga förvärvaren den ekonomiskt betungande budplikten.

4.3 Företrädesrätt och garantiåtagande vid nyemission

Dispens kan även lämnas från budplikt vid utnyttjande av företrädesrätt vid nyemission. Anledningen till att det lämnas dispens i dessa fall, är att den ökande ägareandelen ej har till syfte att få kontroll över bolaget. Något som det också har getts dispenser för är aktieägares garantiåtagande att teckna aktier, om nyemission ej fulltecknas. Denna dispensgrund anges ej i förarbeten. I förarbeten anges dock som ovan nämnts att Aktiemarknadsnämnden ska avgöra om en dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och om detta intresse har större tyngd än en aktieägares möjlighet att lämna bolaget. Om garanten riskerar att bli budpliktig för förvärvet enligt sin garanti, skulle garanten troligtvis ej lämna garantin. Detta skulle kunna ge negativa konsekvenser i form av att emissionen riskerar att ej fulltecknas. Troligtvis ser Aktiemarknadsnämnden det som att aktieägarkollektivets intresse väger tyngre, än aktieägares möjlighet att lämna bolaget vid ett kontrollägarskifte. Frågan är dock om det ligger i Aktiemarknadsnämndens uppgifter att bestämma nya dispensgrunder. Aktieägarna som riskerar att hamna över budpliktsgränsen i detta fall har faktiskt en möjlighet att ej hamna över budpliktsgränsen; dem behöver ej förvärva så mycket aktier att dem blir budpliktiga. Samma förhållande gäller även vid företrädesrätten vid nyemission, aktieägaren kan låta bli att teckna enligt sin företrädesrätt och på det sättet undvika att hamna över budpliktsgränsen.

I AMN 2006:37 ägde BH 38,3 procent av aktierna i det noterade bolaget Biolin AB. BH hade redan fått dispens från budplikt två gånger, med villkoret att han nedbringade sitt innehav till under 30 procent inom två år från att gränsen för budplikt uppnåddes. Biolins styrelse beslutade den 23 oktober 2006, vid bolagsstämmans godkännande, om en nyemission med företrädesrätt för aktieägarna på 96 miljoner kronor. Anledningen härtill var att styrelsen avsåg genomföra två företagsförvärv som genast förväntades stärka Biolins resultat och kassaflöde. BH:s andel av nyemission uppgick till ca 36,6 miljoner kronor. Biolin, vars ägarekrets till största del bestod av privatpersoner, har gjort bedömningen att det är helt nödvändigt att BH tecknar sin andel i nyemissionen. Detta för att

kunna genomföra nyemissionen med ett gott resultat. BH förklarade sig villig att teckna sin andel. BH hemställde därmed till Aktiemarknadsnämnden att dels häva avyttringsvillkoret i den tidigare dispensen och dels att ge dispens vid utnyttjandet av företrädesrätten. Aktiemarknadsnämnden kommer fram till att dispens skall ges med två villkor. För det första krävdes att aktieägarna i samband med bolagsstämman i Biolin informeras om hur stor röstandel som BH tillsammans med närstående skulle få vid nyemissionen. För det andra krävdes att emissionsbeslutet godkändes av aktieägare med en kvalificerad majoritet utan att BH:s aktier inräknades. Med kvalificerad majoritet menas alltså det minoritetsskydd som stadgas i 7:42 ABL som innebär att beslutet måste stödjas av 2/3 av rösterna på bolagsstämman.

Detta kan jämföras med AMN 2008:38 där två aktieägare riskerade att passera budpliktgränsen vid tecknande av aktier enligt sin företrädesrätt, om nyemissionen ej fulltecknades. Dispens lämnades till de båda aktieägarna, utan att krav på kvalificerad majoritets beslut på bolagsstämma framställdes. Anledningen därtill var att de endast skulle förvärva aktier enligt sin företrädesrätt och inte lämna en emissionsgaranti, med innebörden att även teckna övriga aktier, om nyemissionen ej fulltecknades.⁶⁴

Förutsättningarna var liknande i AMN 2006:58. Men där rörde det sig i stället om garantiåtagande från en aktieägares sida att teckna aktier som inte tecknas av någon annan, tillsammans med bolagets konvertering av konvertibler och utnyttjande av företrädesrätt vid nyemission. Budplikt skulle i detta fall uppstå för en aktieägare, om inte nyemissionen fulltecknades av övriga aktieägare. Även i detta fall lämnades dispens från budplikt. Liksom i det första fallet ovan, var bolaget i behov av att nyemissionen fulltecknades och genom nämnda konstruktion säkerställdes att så sker. I detta fall krävdes dock inte ett kvalificerat beslut på bolagsstämman.

Se även AMN 2008:04 och 2008:36 I dessa fall riskerar budplikt att utlösas för en aktieägare eftersom denne lämnat garanti att teckna aktier om emissionen ej fulltecknas. Därtill har aktieägaren redan rätt till att teckna aktier vid nyemissionen då denne hade företrädesrätt till aktier vid nyemissionen. I båda dessa fall ges dispens från budplikt, utan krav på kvalificerad majoritet i bolagsstämman.

⁶⁴ Se även AMN 2009:23.

I AMN 2009:05, riskerade en aktieägare i Husqvarna AB att hamna över 30 procent gränsen vid en nyemission. Aktieägaren hade förklarat sig villig att teckna aktier fullt ut enligt sin företrädesrätt. Aktieägaren förklarade sig, liksom i fallen ovan, även villig att lämna en emissionsgaranti med innebörden att teckna aktier utan företrädesrätt om nyemissionen ej fulltecknas. Om nyemissionen ej fulltecknades, riskerade aktieägaren att dennes innehav uppgick till 40,7 procent av röstetalet och skulle på det sättet bli budpliktig. Aktiemarknadsnämnden gör ett allmänt uttalande, och säger ” Enligt nämndens mening måste varje aktieägare normalt kunna teckna nya aktier med stöd av sin företrädesrätt utan att riskera budplikt, om budpliktsgränsen överskrids till följd av att andra aktieägare inte utnyttjar sin företrädesrätt.” Detta uttalande är intressant, då det visar tydligt på hur Aktiemarknadsnämnden har tolkat förarbetena och hur det gällande rättsläget är när det gäller dispens från budplikt vid ökning av aktiekapitalet genom nyemission. När det gäller garantiåtagandet, säger Aktiemarknadsnämnden att även detta kan ge upphov till dispens. Men det krävs då att övriga aktieägare inför bolagsstämmans behandling av emissionsfrågan informeras om garantiåtagandet och hur stora kapital och röstandelar som aktieägaren skulle kunna få genom att teckna de aktuella aktierna i emissionen. Emissionen måste även stödjas av aktieägare som representerar 2/3 av röstandelarna på bolagsstämman, utan att den förvärvande aktieägarens röster medräknas.

Se även AMN 2009:07, 2009:08, 2009:19, 2009:20 där förutsättningarna var liknande. Det krävdes både kvalificerad majoritet på bolagsstämman och att övriga aktieägare meddelades om hur mycket av aktiekapitalet och röstandelarna som aktieägaren skulle inneha efter nyemissionen.

I ljuset av ovanstående uttalanden skall alltså dispens från budplikt lämnas då aktieägare utnyttjar sin företrädesrätt vid nyemission. I AMN 2009:27 säger Aktiemarknadsnämnden att dem beviljar dispens från budplikt enligt fast praxis då budplikt uppkommer vid utnyttjande av företrädesrätt vid nyemission. Detta stöds i förarbeten där det uttryckligen stadgas att företrädesrätt vid nyemission är en grund för dispens.⁶⁵ Det krävs dock enligt förarbeten att Aktiemarknadsnämnden prövar om dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och om detta intresse väger tyngre än den möjlighet för aktieägare att

⁶⁵ Prop. 2005/06:140 s. 117.

lämna bolaget vid ett nytt kontrollägarskifte.⁶⁶I alla de refererade fallen ovan, har bolagen ansett att nyemissionen i fråga, är av vikt för såväl aktieägarkollektivet som bolaget. Men skall det verkligen vara så lätt att få dispens från budplikt, enbart för att bolaget påstår sig vara i behov av att en viss aktieägare tecknar aktier i enlighet med dennes företrädesrätt? Aktieägaren som riskerar budplikt, kan trots allt undvika att bli budpliktig genom att enbart teckna aktier, så att denne håller sig under budpliktsgränsen. Visst i vissa fall är det av sådan vikt att en viss aktieägare tecknar i enlighet med sin företrädesrätt, men det är knappast situationen i alla fall som nämnts ovan. Aktiemarknadsnämnden borde med detta sagt ej vara lika generösa som dem är i fallen ovan med att lämna dispens på grund av företrädesrätt vid nyemission. Åtminstone inte utan att undersöka förhållanden i fall till fall och inte utan att undersöka effekten för minoritetsägarna och bolagets möjlighet att få emissionen fulltecknad på annat håll.

När det gäller dispens vid tecknande av aktier på grund av ett garantiåtagande har Aktiemarknadsnämnden uttalanden varit mer varierande. I AMN 2006:58, 2008:04 och 2008:36 var förhållandena väldigt lika. Aktieägaren hade företrädesrätt till aktieteckning samt tog på sig ett garantiåtagande att teckna övriga aktier, om emissionen ej fulltecknades. Dispens utan några specifika krav lämnades i alla fallen. I AMN 2009:05, 2009:08, 2009:19 och 2009:20 som rörde i stort sätt likvärdiga situationer som de ovan, kom dock Aktiemarknadsnämnden fram till en annan lösning. Som ovan nämnts lämnades dispens under förutsättning att övriga aktieägare informerades om innehavet och att emissionen var tvungen till att stödjas med 2/3 majoritet. Under de senare uttalandena från 2009, kräver alltså Aktiemarknadsnämnden mer av den budpliktige ägaren. Att Aktiemarknadsnämnden kräver att emissionen godkänns med 2/3 majoritet utgör då ytterligare ett minoritetsskydd, som ger minoriteten en möjlighet att motsätta sig ett nytt kontrollägarskifte. Det är intressant att Aktiemarknadsnämnden kräver mer av den budpliktige vid de senare fallen under 2009. Jag har dock ej funnit några tecken på varför den kräver detta i de senare fallen. Det skulle möjligen kunna vara så enkelt att Aktiemarknadsnämnden numer vill ge minoritetsägarna ett utökat skydd.

Som ovan diskuterats, upplever jag denna dispensgrund som tveksam. För det första stadgas den ej som en grund för dispens i förarbeten och för det andra kan aktieägarna,

⁶⁶ Prop. 2005/06:140 s. 117.

liksom när det gäller företrädesrätt vid nyemission, utan några problem undvika att bli budpliktig. Visserligen är dispensgrunderna angivna i förarbeten ej uttömmande, men är det verkligen meningen att Aktiemarknadsnämnden skall vara så generösa med sin dispensexpraxis?

4.4 Aktier som vederlag vid köp av bolag eller annan egendom

Ytterligare en dispensgrund, är när ett bolag ger ut aktier som vederlag vid köp av annat bolag alternativt annan egendom.

I AMN 2006:49 var det två bolag, A och L som skulle slås ihop. Samgåendet skedde genom en apportemission i L, där aktieägarna i A som vederlag för aktierna i A erhöll cirka 18 miljoner aktier i L. Genom denna apportemission, fick en av aktieägarna i A, KS ett innehav i L på ca 31 procent av rösterna. Detta utlöste således budplikt för KS. Aktiemarknadsnämnden gav i detta fall KS dispens från budplikt, med villkoret att denne inom 18 månader nedbringade sitt innehav till under 30 procent. Se även AMN 2007:3 och 2007:23 för liknande förhållande, där dispens lämnades, under förutsättning att delar av innehavet avyttrades och röstandelarna hamnade under 30 procentgränsen. Intressant med dessa fall, jämfört med det ovan, var att den budpliktige sa sig ha för avsikt att avyttra så pass mycket av sitt innehav, att denne hamnade under budpliktsgränsen, inom viss tid.

I AMN 2007:02 var det frågan om aktier som vederlag vid köp av flera patent. Bolaget T avsåg att genomföra en apportemission riktad till bolaget F, i utbyte mot patent och patentansökningar. F:s innehav i T skulle vid genomförandet av emissionen hamna över budpliktsgränsen. F har vidare uppgett att innehavet i T skulle minska under budpliktsgränsen genom försäljning till investerare etc. Aktiemarknadsnämnden gjorde bedömningen att det ej fanns några skäl att inte ge dispens, om F inom 18 månader, minskar sitt innehav till under 30 procent.

I AMN 2008:34 var det frågan om ett förvärv av verksamhetsdel. B avsåg att förvärva en verksamhetsdel i C, mot ett vederlag av aktier i B. Nämda transaktion skulle innebära att C hamnar strax över budpliktsgränsen. För transaktionens genomförande ansågs det krävas att beslutet togs på bolagsstämman med 2/3 majoritet. Bolagen ansåg det

även vara skäligt att C får ett röstinflytande av nämnda slag, då transaktionen rör en så kallad "Merger of Equals". Aktiemarknadsnämnden kom fram till att situation var sådan att dispens låg för handen, om beslutet fattades med 2/3 majoritet.

Se även AMN 2009:09, där ett bolag, genom en apportemission av nyemitterade aktier, förvärvade ett dotterbolag. Moderbolaget fick genom transaktionen ett betydande innehav i det förvärvande bolaget, som översteg 30 procent av rösterna. Dispens lämnades och även här krävdes majoritetsbeslut på bolagsstämma med 2/3 för att affären skulle tillåtas. Även i det likartade fallet AMN 2009:25 krävdes majoritetsbeslut för transaktionen på bolagsstämman.

Som läsaren ser, krävdes inget majoritetsbeslut på de förstnämnda, tidigare fallen. För att få dispens i dessa fall, räckte det att den budpliktige avyttrade delar av sitt förvärv inom viss tid. För att sedan hamna under budpliktsgränsen. I de senare fallen, från 2008:34 och framåt krävdes alltså ett majoritetsbeslut på bolagsstämman för att transaktionen överhuvudtaget skulle tillåtas. Vid första anblick synes det som Aktiemarknadsnämnden har ändrat sin bedömning och haft för avsikt att ge minoritetsägarna ett bättre skydd, genom att kräva kvalificerad majoritet i de senare fallen. Men så är inte fallet, i de tidigare fallen hade den budpliktige uttryckligen sagt sig ha för avsikt att avyttra så pass mycket av sitt innehav, att denne hamnar under budpliktsgränsen inom viss tid. Genom att Aktiemarknadsnämnden villkorade dispensen, ser de således till att den budpliktige faktiskt gör som denne har sagt. För om en ägare endast kommer vara kontrollägare under en begränsad tid, bör möjligheterna för ett majoritetsmissbruk vara betydligt mindre sannolika. Denna konstruktion ger således den budpliktige två alternativ. Att antingen avyttra så mycket av innehavet att denne hamnar under budpliktsgränsen, eller lägga ett bud på övriga aktier i bolaget. I de senare fallen däremot, var inte den budpliktiges avsikt att avyttra innehavet i det berörda bolaget. Den budpliktige ville alltså behålla sitt innehav, utan att behöva lägga ett bud på övriga aktier i bolaget. Genom att Aktiemarknadsnämnden kräver ett kvalificerat majoritetsbeslut, ger de minoriteten en möjlighet att faktiskt motsätta sig det nya kontrollägarskiftet.

När Aktiemarknadsnämnden lämnar dispens med villkoret att innehavet nedbringas under 30 procentsgränsen inom en viss tid anser jag att det är okej att ge dispens. Åtminstone så länge bolaget och aktieägarkollektivet tjänar på transaktionen. Men när den budpliktige säger sig ha för avsikt att behålla sitt innehav och på det sättet vara kontroll-

ägare i bolaget, bör kraven för en dispens vara högre. Aktiemarknadsnämnden har visserligen i dessa fall gett minoritetsägarna en möjlighet att motsätta sig beslutet genom att kräva ett kvalificerat majoritetsbeslut på bolagsstämman. Men detta skydd är inte i alla situationer effektivt, eftersom 1/3 av alla aktieägare måste rösta emot beslutet. Om nu en aktieägare blir budpliktig vid ett bolagsköp med aktier som vederlag, anser jag att Aktiemarknadsnämnden skall kräva att denne avyttrar tillräckligt mycket av sitt innehav inom en viss tid och på det viset hamnar under budpliktsgränsen.

4.5 Bolags ekonomiska problem

Vid åtgärder på grund av bolags ekonomiska problem kan också dispens från budplikt lämnas. Dessa åtgärder påminner mycket om dem i avsnittet ovan om aktier som vederlag vid köp av bolag eller annan egendom.

I AMN 2006:13 hade bolaget G gått in ett avtal med bolaget E om förvärv av alla aktier i E. Anledningen till förvärvet var att G hade ekonomiska svårigheter, vilka ledningen hade för avsikt att råd bot på genom ett förvärv av aktierna i E. Köpeskillingen konstituerades av en riktad apportemission till ägarna i E. Innebörden av nämnda transaktion var att innehavet för en av ägarna i E, MK, uppgick till ca 40 procent av rösterna i G. Budplikt låg således för handen i detta fall. MK sa sig ej ha för avsikt att behålla aktierna i G. Aktiemarknadsnämnden kom fram till att MK skulle få dispens från budplikt, med villkoret att innehavet nedbringas under budpliktsgränsen, inom 24 månader.

I AMN 2007:37 ville bolagen A och B som var innehavare till stora fastighetsbestånd, få in sina bestånd på Stockholmsbörsen. Detta planerades ske genom en transaktionsstruktur tillsammans med bolaget BI som hade ekonomiska problem. Genom denna transaktion, fick A ett innehav i BI på 47 procent av rösterna och i B ett innehav på 30 procent. Aktiemarknadsnämnden ansåg att dispens från budplikt var aktuell i detta fall. Tilläggas skall att i BI föregicks beslutet om transaktionen med ett kvalificerat majoritets beslut på bolagsstämman.

I AMN 2008:51 var omständigheterna likartade. C, ett bolag med ekonomiska problem planerade förvärva aktierna i N, varvid köpeskillingen utgjordes av aktier i C. Ns majoritetsägares innehav uppgick efter transaktionen till 65 procent av rösterna. Aktiemarknadsnämnden kom fram till att dispens skulle ges, om förvärvet godkändes på bolagsstämman i C med en kvalificerad majoritet.

Som läsaren kan se går aktiemarknadsnämnden till väga på samma sätt som ovan.⁶⁷ Aktiemarknadsnämnden kräver antingen att förvärvaren skall avyttra sina aktier inom en viss tid eller att transaktionen skall föregås av ett kvalificerat majoritetsbeslut på bolagsstämman. Båda dessa krav är alltså till för att skydda minoritetsägarna men tillgodoser samtidigt bolagets behov av åtgärden för att bättra på ekonomin.

Denna dispensgrund har jag inga invändningar emot. Om ett bolag visar att deras ekonomi är så pass dålig, att en viss åtgärd krävs för att dem ej skall gå under, ligger en dispens absolut i minoritetsägarnas intresse.

4.6 Övriga dispensgrunder

Vad gäller övriga dispensgrunder som nämns i förarbeten, dispens vid gåva och arv samt vid rösträttsbegränsningar i bolagsordningen, finns ej någon praxis än så länge. Dessa två dispensgrunder förtjänar ändå en kommentar. Dispens vid rösträttsbegränsningar i bolagsordningen, innebär att en aktieägare, oavsett dennes innehav, ej får företräda mer än en viss procent av rösterna på bolagsstämman. Får en aktieägare ej företräda mer än 30 procent av rösterna uppstår alltså inget kontrollägarskifte, oavsett hur mycket aktier en ägare förvärvar. Således är det inga konstigheter att dispens ges från budplikt i detta fall. Syftet med budplikten är att skydda minoriteten vid kontrollägarskifte, uppstår inget sådant skifte, faller detta syfte bort.

När det gäller dispens vid gåva och arv, anges i förarbeten att budplikt ej skall utlösas då innehavet uppkommit utan att innehavaren verkat aktivt.⁶⁸ Troligtvis anser Aktiemarknadsnämnden att det varit hårt att påtvinga en arv eller gåvotagare den betungande budplikten, när denne faktiskt inte har verkat aktivt för att uppnå innehavet. Troligtvis skulle Aktiemarknadsnämnden lämna en dispens även i detta fall. Dock står det förvärvaren fritt att avyttra så pass mycket av innehavet, att denne hamnar under budpliktsgränsen. Bör verkligen en dispens lämnas då? Den budpliktige har faktiskt ett val, att antingen avyttra eller lägga ett bud enligt budplikten. Svaret torde därmed vara nej, dispens bör ej ges. Det kan möjligen vara betungande för den budpliktige att avyttra så

⁶⁷ Se kap 4.4.

⁶⁸ Prop 2005/06:140 s. 117.

pass mycket av innehavet som behövs inom fyra veckor, därmed borde en villkorad, tidsbestämd dispens vara ett gott alternativ.

4.7 ”Hemliga” uttalanden

Aktiemarknadsnämnden publicerar inte alla sina uttalanden direkt, utan en del anges som hemliga. Huvudregeln är dock att alla beslut skall publiceras snarast efter beslutet är fattat. Om affärsmässiga eller andra hinder ligger i vägen får dock offentliggörandet avvaktas. Om en ansökan leder till avslag behöver inte beslutet offentliggöras alls. Perioden 2006-2009 är fortfarande 17 beslut hemliga. Under 2009 är sex beslut fortfarande hemliga, varav ett av dem är hemligt på grund av avslag. Avslaget gällde dispens från budplikt. Under 2008 är sex beslut fortfarande ej offentliggjorda, varav ett är hemligt på grund av avslag. Under 2006-2007 är fem beslut fortfarande hemlighållna. Vad gäller dessa beslut kommer de sig ej av avslag, utan av affärshemligheter och dylikt.⁶⁹

Under den period jag har valt att analysera är det 17 stycken uttalanden som ej går att läsa eftersom de är hemliga. Detta innebär att det råder en viss osäkerhet och oförutsägbarhet när det gäller Aktiemarknadsnämndens praxis och i och med det även gällande rättsläget för dispens från budplikt. Alla dessa uttalanden är dock inte aktuella för denna uppsats, då jag endast skall analysera dem som rör dispens från budplikt. Som ovan nämnts kommer sig det hemliga besluten från 2009 av att Aktiemarknadsnämnden gav avslag från sökandes framställning. Beslutet gällde dispens från budplikt och den sökande överklagade senare till FI, som avslag ansökan. Ärendet är nu överklagat till Förvaltningsrätten i Stockholm, där det fortfarande väntar på avgörande. Vad gäller det från 2008 framgår det ej om det gäller dispens från budplikt eller ej. Detta innebär alltså att under perioden 2006-2009 har det getts dispens från budplikt i cirka 40 fall, utan att räkna in de hemliga. Jämför detta med att dispens i max två fall ha avslagits.

⁶⁹ FI Dnr 10-1232, FI Dnr 08-8404 och FI Dnr 07-1845-610 (Dessa utvärderingar gäller endast de beslut som fattas efter delegation från FI. Detta innebär att endast AMN beslut som hänför sig från delegering enligt LUA är medtagna. Således är de beslut som rör Stockholmsbörsens takeover-regler ej medräknade. Detta påverkar ej uppsatsen då endast reglerna i LUA ska analyseras och därmed faller takeover-reglerna bort) .

4.8 Lämnas dispenser för godtyckligt?

Som synes ovan går utvecklingen mer och mer mot att Aktiemarknadsnämnden villkorar dispenserna med antingen ett kvalificerat majoritetsbeslut på bolagsstämman eller att avyttring skall ske inom viss tid för att aktieägaren skall hamna under budpliktsgränsen. Det går alltså att sammanfatta det nuvarande rättsläget med att det krävs två villkor för att dispens skall lämnas. För det första krävs att dispensen är i enlighet med de dispensgrunder som anges i förarbeten, vilket innefattar att aktiemarknadsnämnden skall avgöra om en dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse och om det intresse är större än aktieägares möjlighet att lämna bolaget vid kontrollägarskifte.⁷⁰ För det andra villkoras dispenserna i större delen av fallen. Det går att diskutera hur starkt skydd dessa två villkor egentligen ger. Vad gäller det kvalificerade majoritetsbeslutet innebär det alltså att 1/3 av röstinnehavarna kan motsätta sig beslutet som föranleder en aktieägares budplikt. Denna möjlighet ger alltså minoritetsägarkollektivet en möjlighet att kontrollera sitt eget öde i bolaget. Minoritetsägarna kan således motsätta sig ett kontrollägarskifte som ej uppskattas. Att avyttring skall ske inom viss tid har som sagts ovan, använts av aktiemarknadsnämnden då den budpliktige har sagt sig ej ha för avsikt, att behålla tillräckligt mycket av sitt innehav att denne hamnar över budpliktsgränsen. Det är alltså att se som en metod för att säkerställa att den budpliktige gör som denne har sagt. Det ger även ett utökat skydd eftersom kontrollägarskiftet endast är tidsbegränsat.

Som har diskuterats i avsnittet ovan, lämnas dispenser, åtminstone i en del fall, alldeles för godtyckligt. När det gäller företrädesrätt och garantiåtagande vid nyemission samt aktier som vederlag vid köp av bolag undrar jag om Aktiemarknadsnämnden verkligen undersöker effekterna för minoritetsägarna tillräckligt noga. Enligt min mening förutsätter nämnden att minoritetsägarna i de dispensgrundande situationerna ej riskerar att skadas. I verkligheten är det knappast på det sättet. Jag säger inte att dispenser ej genomgående skall lämnas i dessa situationer. Men som det är nu, då nämnden lämnar dispens i en situation för att de tidigare lämnat dispens i en liknande situation, är ej i enlighet med syftet för budplikten.

⁷⁰ Se avsnitt. 3.2.1.

5 Diskussion kring regleringsalternativ

5.1 Dispensregeln för stark eller budpliktsregeln för svag?

För att undersöka det bästa regleringsalternativet måste det undersökas vilken av reglerna som bör revideras. Det finns inget enkelt svar på frågan. I förhållande till vad som anges i takeover-direktivet finns heller ingen lösning. I artikel 5.1 i direktivet anges att budplikt skall inträda vid en viss överskriden röstandel. I artikel 5.3 stadgas att det är upp till medlemstaterna att avgöra vilken gräns som skall anses ge upphov till kontroll. Vad gäller dispens stadgas det i punkt 6 i preambeln att regleringen bör vara flexibel och att dispenser och undantag därför bör kunna lämnas. Det tilläggs dock att det för tillsynsmyndigheterna bör finnas vissa allmänna riktlinjer. I artikel 4.5 anges vidare att medlemstaterna får föreskriva undantag för reglerna i direktivet så länge som undantaget är i enlighet med de allmänna principer som diskuterats under 2.4 ovan. Undantagen kan sen införas på två sätt, antingen genom lag eller genom att tillsynsmyndigheten ges befogenhet att frånga de nationella bestämmelserna genom ett motiverat beslut.

Med detta som bakgrund kan konstateras att budplikten är tydligt utformad och Sverige följer regleringen till punkt och pricka. Dispensregeln är däremot betydligt mer diffus. Det är därför svårt att tydligt komma fram till om Sverige implementerat dispensregeln i enlighet med takeover-direktivet. Troligtvis avsågs det att regeln skulle vara diffus och att medlemstaterna på det viset fick utarbeta regleringen efter egna villkor.

Det går ändå att diskutera om antalet dispenser verkligen ligger i syftet med takeover-direktivet och budplikten. Som diskuterats ovan, genomfördes under 15 års perioden 1990-2004 293 stycken offentliga uppköpserbjudanden, där köparen i så gott som alla fall, tog kontroll över alla aktier i målbolaget. Detta innebär i snitt 20 stycken offentliga uppköpserbjudanden om året. Under 2009 lämnades dispens vid 13 tillfällen. Perioden 01/07 2006 – 27/09 2007 var den motsvarande siffran 18 stycken. Visserligen är det statistik och sådant kan variera från år till år, men poängen är att i förhållande till antalet offentliga uppköpserbjudanden, lämnas det väldigt många dispenser.⁷¹

⁷¹ FI Dnr 10-1232 och FI Dnr 07-1845-610.

Är det verkligen det här som är syftet med dispensregeln? Borde inte dispensregeln vara undantaget från huvudregeln? Och inte som nu när det faktiskt kan sägas vara huvudregeln? Som ovan diskuterats är Aktiemarknadsnämnden väl generösa i sin praxis, åtminstone i en del fall. Som rättsläget är nu finns det ett stort gap, från 30-100 procent där en aktieägare kan förvärva hur mycket aktier denne vill utan behöva lägga ett bud på samtliga aktier. Att få dispens kan således vara till stor fördel för en aktieägare. Jag anser att ska den budpliktige passera den gränsen, bör det finnas högre krav än vad det finns i dagsläget. Man borde även i det enskilda fallet undersöka hur en dispens påverkar minoritetsägarna. Som läget är nu, tas det väldigt lite hänsyn till hur en dispens påverkar dessa. Syftet med budplikten är trots allt att skydda minoritetsägarna. Borde det inte då föras en diskussion vid lämnandet av dispens, hur minoritetsägarna påverkas?

Frågan är hur problemet skall lösas? Behöver dispensregeln skärpas? Eller är den bästa vägen att gå att skärpa regeln för budplikt? Å ena sidan skulle betydelsen av att införa en ny budpliktsgräns vid 50 procent innebära att effekten av dispens skulle bli mindre betydande. Men å andra sidan skulle detta kunna få andra, negativa konsekvenser. Ett annat alternativ är att strama åt dispensgrunderna i förarbeten och på det viset få ner antalet dispenser. Detta kräver dock att lagstiftarna anser att Aktiemarknadsnämnden brukar dispensregeln på fel sätt. I de nedan kommande kapitlen diskuteras först en eventuell ändring av budpliktsregeln följt av en diskussion av en ”åtstramning” av dispensregeln.

5.2 Revidering av budpliktsregeln

För att komma fram till ett svar på om en revidering av budpliktsregeln är det bästa alternativet kommer först att diskuteras om budplikten överhuvudtaget behövs följt av en kort undersökning av hur övriga länder gjort i övriga Europa.

5.2.1 Behovet av budplikt

Behovet av budplikt ter sig onödigt att diskutera då takeover-direktivet klart och tydligt stadgar att alla medlemsländer måste ha en budpliktsregel. Men det förtjänar ändå en kommentar då det framförts önskemål om ett införande av en ny budpliktsgräns.⁷²

⁷² Se ovan under 3.2.2.

Rolf Skog, som förövrigt är direktör för Aktiemarknadsnämnden skrev redan 1997 en uppsats med namnet "does Sweden need a mandatory bid rule?". Han poängterar där att för att komma fram till ett svar, måste effekterna av budplikten för bolagen balanseras mot effekterna för övriga aktieägare vid kontrollägarskifte. Budplikt leder till att det kostar mer att förvärva kontroll över ett bolag, vilket i sin tur leder till att det sker färre kontrollägarskiften. Skog menar vidare att kontrollägarskiften är generellt sett positiva för marknaden, vilket stöds av det som diskuterats ovan.⁷³ När det gäller skyddet för övriga aktieägare, det vill säga, minoritetsägarna, menar Skog att risken finns att dessa missgynnas, men att det å andra sidan ej finns några bevis på att minoritetsägarna systematiskt missgynnas utan att det till och med finns bevis för att dessa många gånger gagnas av ett kontrollägarskifte. I och med detta, menar Skog att det inte behövs en budpliktsregel i Sverige.⁷⁴

Även Stattin ställer sig frågande till budpliktsregeln, då det råder tveksamheter om budpliktens samhällsekonomiska effekter.⁷⁵

Som sagts ovan, rätt om det nu är som de ovan nämnda författarna säger, finns det ett krav på budplikt och således har medlemsländerna inget annat val än att ha en budpliktsregel. Men om det nu är på det viset att budpliktsregelns negativa effekter överstiger dem positiva, kan det diskuteras om den av Näringslivets börskommitté föreslagna gränsen på 50 procent verkligen är rätt beslut rent rättspolitiskt?

Den ovan förda diskussionen skall dock ej tolkas ensidigt, rätt om budplikten kritiseras, är det uppenbarligen ej få som är för budplikten. Budplikt fanns i Sverige redan innan takeover-direktivet implementerades och således är budplikten ej framtvungad av direktivet. Även i övriga Europa var budplikt en relativt vanlig företeelse innan direktivet implementerades.

⁷³ Se avsnitt 2.1.2.

⁷⁴ Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule? s. 53.

⁷⁵ Stattin, Takeover, s. 417.

5.2.2 Budplikt i Europa

Som ovan nämnts krävs i enlighet med takeover-direktivet att alla medlemsländer har en röstandelsgräns där budplikt utlöses. Några riktlinjer för gränsen finns ej, men i praktiken har de flesta länder en gräns kring 30 procent. Vad gäller norden har Norge en gräns på 40 procent. I Finland finns det två gränser, en vid 30 procent och ytterligare en vid 50 procent. I Danmark är förhållandena än mer speciella, budplikt utlöses vid ett direkt eller indirekt förvärv av 50 procent av aktierna. Detta såvidare förvärvare ej kan visa att ett bestämmande inflytande ej föreligger. Bestämmande inflyttande föreligger också om någon förvärvar mindre än 50 procent, men har rätt att utse eller avsätta flera styrelseledamöter eller genom avtal har rätt att styra förvaltningen i bolaget. Ytterligare grunder för budplikt är om en aktieägare råder över mer än 50 procent av röstetalet genom röstbindningsavtal eller vid ett innehav av 33 procent av röstetalet i kombination med praktisk majoritet på bolagsstämman.⁷⁶

Vad gäller övriga Europa är exempelvis budpliktsgränsen satt till 33 procent i Frankrike, i Tyskland 30 procent, i Spanien 25 procent⁷⁷, i Italien 30 procent.⁷⁸ I Storbritannien uppkommer budplikt vid två tillfällen, för det första när en aktieägare genom förvärv passerar 30 procent gränsen (till detta räknas liksom i Sverige närstående) och för det andra när en ägare tillsammans med en annan ägare ”is interested in shares” till ett innehav mellan 30 och 50 procent och därefter förvärvar ytterligare aktier.⁷⁹

Det är alltså en viss skillnad mellan de två brittiska reglerna. Det intressanta med den andra regeln är just ordet ”interested”. Kort sagt innebär regeln att aktieägaren inte behöver äga alla aktier i spannet mellan 30 och 50 procent av rösterna. Utan att för att budplikt skall utlösas räcker det att denne exempelvis har rätt att kontrollera rösterna som är knutna till ett visst aktieinnehav.⁸⁰

⁷⁶ Stattin, Takeover, 2009, s. 431 f.

⁷⁷ Sepe, Simone M, Private sale of corporate control: Why the European mandatory bid rule is inefficient, 2008, s. 21.

⁷⁸ Malberti, Corrado, Study on Italian tender offers 1997-2008, 2008, s. 15.

⁷⁹ The takeover code rule 9.1.

⁸⁰ The takeover code C 10 f.

Således är det egentligen enbart Finland som har två rena budpliktsgränser, i Storbritanniens och Danmarks fall finns den extra budpliktsgränsen till för att fånga in andra typer av situationer än vad den första budpliktsgränsen gör. Detta stöds även av vad Advokatsamfundet säger i sitt remissyttrande angående näringslivets börskommittés⁸¹ hemställan avseende begäran om införandet av en ny budpliktsgräns.

Läsaren ställer sig kanske frågande till varför medlemsländerna tillåts att ha olika budpliktsgränser. Det beror på att ägarstrukturerna är olika från land till land. Jämför exempelvis Storbritannien där det normalt räcker för kontrollägaren att äga cirka 10 procent av aktierna, mot Italien eller Österrike där kontrollägarna generellt äger över 50 procent av aktierna.⁸²Således är möjligheten för medlemsländerna att själva välja budpliktsgränser en kompromiss eftersom förhållandena skiljer sig som de gör mellan länderna. Denna möjlighet skall dock ej överskattas, då direktivet stadgar att budplikten skall utlösas när kontroll uppstår. Med det i baktanke kan det ej sägas stå medlemsländerna fritt att ”välja” en budpliktsgräns, utan gränsen skall sättas där det i det specifika landet anses uppstå ett kontrolläggande.⁸³

5.3 Revidering av dispensregeln

Skälet till dispensregeln anges varken i propositionen eller i SOU:n till LUA. Som ovan nämnts anges det ej i takeoverdirektivet i vilka situationer dispens kan lämnas. Eftersom medlemsländerna i stort fått utveckla dispensregeln efter eget tycke, går det ej komma till någon annan slutsats än att dispensregel är korrekt i förhållande till vad som anges i direktivet. Betydelsen av detta är dock inte stor, då takeover-direktivet som sagt inte ställer upp några direkta krav, utan det viktiga är att dispenser lämnas enligt de grundläggande principerna som anges i takeover-direktivet.

I Storbritannien anges dispens från budplikt i noterna till rule 9. Dispensgrunderna är till viss del lika de Svenska grunderna. Exempelvis kan dispens lämnas då någon överstiger budpliktsgränsen vid emission av värdepapper med villkoret att aktieägarna får rösta om

⁸¹ R-2009/2477.

⁸² Sepe, Private sale of corporate control:Why the European mandatory bid rule is inefficient, s. 20 f..

⁸³ Sepe, Private sale of corporate control:Why the European mandatory bid rule is inefficient, s. 50.

beslutet på bolagsstämman. Ett annat exempel är om en aktieägare överskrider budpliktsgränsen genom att ta aktier som säkerhet vid ett lån, vilket dock villkoras av att aktieägaren avyttrar aktierna inom en viss tid. Dispens kan även lämnas när ett bolag är i ekonomisk kris och en nyemission är av vikt för att rädda bolaget utan att beslutet tas på bolagsstämman. Detta under villkor att antingen beslutet tas på bolagsstämman i efterhand eller att något annat skydd för minoritetsägarna lämnas. Om ej detta följs, skall budplikt inträda.

Som synes är reglerna lika de Svenska, med skillnaden att de redan i regleringen lämnar krav som skall följas för att dispens skall tillåtas. Liksom Aktiemarknadsnämnden kräver the takeover-code antingen att beslutet som föranleder budplikt skall beslutas på bolagsstämman eller att aktierna skall avyttras inom en viss tid.

5.4 Vilket regleringsalternativ är bäst?

Som jag kan se det, finns det två argument mot att införa ytterligare en budpliktsgräns. För det första, är det som ovan sagts omtvistat om budpliktens effekter på marknaden. Om de negativa effekterna är mer betydande än de positiva är det svårt att argumentera för att det är samhällsekonomisk effektivt att införa ytterligare en budpliktsgräns. Till detta kommer att det endast är i Finland som lagstiftarna valt att ha två rena budpliktsgränser. Att övriga jämförda länder i Europa ej infört två gränser bör ses som ett tecken på att lagstiftarna bör ägna extra eftertanke till om det verkligen är en god idé att införa en ny gräns.

Men å andra sidan skulle införandet av en ny budpliktsgräns innebära att det ej blir ett lika stort gap som det är i nuläget, då en aktieägare som passerat 30 procents gränsen kan förvärva hur mycket aktier denne vill utan att budplikt utlöses. Hade Sverige haft två budpliktsgränser då Volkswagen förvärvade aktierna i Scania, hade budplikt aktualiserats igen och minoritetsägarna hade fått möjligheten att lämna bolaget till ett rättvist pris.

När det gäller en revidering av dispensregeln anser jag att det ej är regeln i sig som behöver ändras. Regeln stadgar som sagt bara att dispens skall kunna ges i vissa situationer, som anges i förarbeten. Det är snarare just det som sägs i förarbeten som är av vikt vid en förändring. Det ges ej speciellt tydliga besked i vilka situationer där dispens lämnas. Utan det anges bara vilka situationer dispens *kan* ges. Enligt min tolkning kan dis-

pens lämnas i dessa situation om inte minoritetsägarnas intresse att kunna lämna bolaget är större än genomförandet av den speciella åtgärd som föranleder situationen.

Vilket är då det bästa alternativet för Svenska vidkommande? Jag anser att för att en förändring av budpliktregeln skall ske, behövs betydligt mer forskning än vad som är fallet i nuläget. Lagstiftarna bör göra en jämförelse mellan de positiva effekterna i form av minoritetsskydd och de negativa effekterna i form av budpliktens effekt på marknaden. Att införa ytterligare en budpliktsgräns som innebär att minoritetsägarnas skydd endast ökar markant, medan det blir betydligt mer kostsamt att genomföra positiva kontrollövertaganden är knappast samhällsekonomisk positivt. Nu säger jag inte att det är det som kommer bli effekten av en revidering, men innan lagstiftarna fattar ett oövervägt beslut i frågan, bör dem vara medveten om effekterna.

Jag anser i nuläget, att det bättre alternativet är att begränsa, eller åtminstone göra det svårare för den budpliktige att få dispens av Aktiemarknadsnämnden. På detta sätt bör budpliktsregeln indirekt bli mer effektiv och situationer där minoritetsägarna riskerar att bli sämre behandlade bör minska.

Detta kan egentligen genomföras på två sätt, antingen att man ändrar på lagen och på det sättet sätter tydligare riktlinjer för dispensregeln. Det andra alternativet, som troligtvis är det enklaste, är att Finansinspektionen ger Aktiemarknadsnämnden tydligare riktlinjer och påpekar att Aktiemarknadsnämnden lämnar dispenser alldeles för godtyckligt.

En ändring som skulle kunna ge minoritetsägarna ett bättre skydd, är att Aktiemarknadsnämnden vid varje dispensansökan, låter någon undersöka hur dispensen skulle påverka minoritetsägarna. Som läget är nu, där Aktiemarknadsnämnden inte ens kommenterar hur en dispens skulle påverka minoritetsägarna är ej hållbar i förhållande till budpliktens syfte. Med ett införande av någon som undersöker hur dispenserna påverkar minoritetsägarna skulle detta problem försvinna, minoritetsägarna skulle garanteras att Aktiemarknadsnämnden tar hänsyn till deras intressen.

6 Slutsats

6.1 I vilka fall dispens lämnas

Som diskuterats ovan lämnas dispens i fem olika typfall; när det ej föreligger ett egentligt kontrollägarskifte, vid företrädesrätt vid nyemission, vid garantiåtagande vid nyemission, bolagsköp med aktier som vederlag och vid ett bolags ekonomiska problem. Utvecklingen går också mot att dispenserna villkoras alltmer. Detta i form av antingen ett avyttringsvillkor inom en viss tid eller ett villkor om kvalificerad majoritet på bolagsstämman.

När det ej föreligger ett egentligt kontrollägarskifte har dispens lämnats utan några speciella krav, vilket i sig ej är speciellt konstigt eftersom om inget kontrollägarskifte skett, finns det heller inget behov av att skydda minoritetsägarna med budplikt.

Vid företrädesrätt vid nyemission har aktiemarknadsnämnden ansett att dispens kan lämnas utan några speciella villkor. Åtminstone när budplikten uppstår på grund av att andra aktieägare ej tecknar enligt sin företrädesrätt.

När det gäller garantiåtaganden vid nyemission har utvecklingen gått mot att Aktiemarknadsnämnden krävt ett kvalificerat majoritetsbeslut på bolagsstämman för att lämna en dispens.

Vid ett bolagsköp med aktier som vederlag har Aktiemarknadsnämnden valt två olika sätt att lösa dispensansökningar på. Då den budpliktige har sagt sig att denne ej har för avsikt att behålla tillräckligt mycket av sitt innehav för att vara budpliktig, har nämnden krävt att tillräckligt mycket av aktieinnehavet skall avyttras inom viss tid. Om däremot den budpliktige avsett att behålla innehavet, har Aktiemarknadsnämnden krävt att ett kvalificerat majoritetsbeslut på bolagsstämman för att dispensen skall lämnas.

När det gäller åtgärder som vidtas på grund av bolags ekonomiska problem och budplikt uppstår, har dispens lämnats med villkor att antingen innehavet avyttras inom en viss tid eller att åtgärden föranleds av ett kvalificerat beslut på bolagsstämman.

6.2 Är dispenserna lämnade för godtyckligt?

Då inget egentligt kontrollägarskifte skett eller när budplikt uppstår på grund av en åtgärd vid ekonomiska problem anser jag att det är korrekt att lämna dispens. Vid det förstnämnda är det inga konstigheter, uppstår inget kontrollägarskifte finns det heller ingen anledning att skydda minoritetsägarna genom att ge dem en möjlighet att lämna bolaget. När det gäller bolags ekonomiska problem, är det inte lika självklart. Men en åtgärd som vidtas för ett bolags överlevnad bör ges företräde mot aktieägares möjlighet att lämna bolaget vid ett kontrollägarskifte. Detta är också i enlighet med vad som anges i förarbeten, där det anges att Aktiemarknadsnämnden skall göra en avvägning mellan aktieägarkollektivets intresse och en aktieägares möjlighet att lämna bolaget. Om det handlar om bolagets överlevnad är en åtgärd för att bättra ekonomin självklart i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse bör ges företräde framför en aktieägares möjlighet att lämna bolaget.

När det gäller budplikt vid utnyttjande av företrädesrätt vid nyemission anser Aktiemarknadsnämnden att det är i sig en grund för dispens. Detta eftersom syftet ej är att förvärva kontroll över bolaget. Som det synes förutsätter Aktiemarknadsnämnden att minoritetsägarna ej riskerar att skadas i alla kontrollägarskiften som kommer sig av ett utnyttjande av denna företrädesrätt. Men faktum är att den budpliktige själv kan undvika att uppnå budpliktsgränsen och i och med det borde Aktiemarknadsnämnden kräva mer av denne. I vissa situationer förstår jag att dispens lämnas, men att en dispens bör lämnas endast på den grunden att nämnden lämnat dispens för en liknande situation innan är fel och är heller inte i enlighet med budpliktens syfte. Nämnden bör istället i varje enskild situation göra en undersökning av förhållanden, exempelvis bolagets möjlighet att få andra personer att teckna de nyemitterade aktierna och hur det påverkar minoritetsägarna.

Vid garantiåtaganden vid nyemission gäller ungefär samma förhållande. Här har dock Aktiemarknadsnämnden valt att villkora dispenserna med att emissionen godkänns med ett kvalificerat majoritetsbeslut på bolagsstämman samt att övriga aktieägare informeras om den budpliktiges innehav. Detta villkor skall dock ej överskattas då det krävs att minst en tredjedel av aktieägarna går emot beslutet. Garantiåtaganden anges ej heller som en dispensgrund i förarbeten, utan det är Aktiemarknadsnämnden som har kommit fram till att ett garantiåtagande som ger upphov till budplikt bör vara dispensgrundande.

Det står även aktieägaren fritt att undvika att bli budpliktig genom att helt enkelt avstå från att lämna ett garantiåtagande, om aktieägaren vet med sig att denne riskerar att hamna över budpliktsgränsen. Liksom när det gäller dispens vid företrädesrätt vid nyemission bör ej Aktiemarknadsnämnden lämna en dispens enbart för att de tidigare lämnat dispens i en liknande situation, utan att göra en ordentlig undersökning av behovet och resultatet av dispensen.

Vid köp av bolag med aktier som vederlag har Aktiemarknadsnämnden som ovan sagt lämnat dispens med villkoren att antingen avyttra innehavet inom en viss tid eller att beslutet som föranleder budplikten fattas med ett kvalificerat beslut på bolagsstämman. Jag tycker att om nu någon blir budpliktig som en biprodukt vid ett företagsförvärv, dispens kan vara resonabelt, om det villkoras med att det överskjutande innehavet avyttras inom en viss tid. Däremot om den budpliktige har för avsikt att behålla hela sitt innehav, och på det sättet fortsätta vara kontrollägare, tycker jag att denne skall bli budpliktig.

Som diskuterats i detta avsnitt, lämnas dispens i en del fall alldeles för godtyckligt. För att undvika att minoritetsägarna hamnar i ogynnsamma situationer, behövs en revidering av regleringen.

6.3 Bästa regleringsalternativet

Som framkommit ovan är den bäste vägen för att snabbt göra budplikten mer effektiv att stärka dispensregeln. Det enklaste sättet för ett genomförande av detta är om finansinspektionen tillrättavisar Aktiemarknadsnämnden och påpekar att dispensregeln miss-tolkats och att dispenser lämnas allför generöst. Detta förutsätter förstås att finansinspektionen anser att dispenser lämnas för generöst, några tecken på detta finns ej i nuläget. Ett annat alternativ är att lagstiftarna ändrar på dispensregeln och ger tydligare riktlinjer för när dispenser skall lämnas.

Ytterligare ett alternativ är att Aktiemarknadsnämnden anställer någon som vid varje dispensansökan undersöker hur dispensen påverkar minoritetsägarna och på så vis alltid ser till att man faktiskt tar hänsyn till deras intressen.

Källförteckning

Offentliga tryck

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

SOU 2005:58. Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden

FI Dnr 07-1845-610. Utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden.

FI Dnr 08-8404. Uppföljande rapport för samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden.

Ju2009/8381/L1. Näringslivets börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt.

FI Dnr 09-12192. Yttrande av Näringslivets börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt (Ju2009/8381/L1)

R-2009/2477. Remissyttrande om näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt.

SN DNR 300/2009. Remissyttrande om näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt.

FI Dnr 10-1232. Rapport för samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden för 2009.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2006:37

AMN 2006:43

AMN 2006:44

AMN 2006:49

AMN 2006:50

AMN 2006:58

AMN 2007:01

AMN 2007:02

AMN 2007:03

AMN 2009:07

AMN 2007:08

AMN 2007:16

AMN 2007:23

AMN 2007:36

AMN 2007:37

AMN 2008:04

AMN 2008:34

AMN 2008:36

AMN 2008:38

AMN 2008:41

AMN 2008:44

AMN 2008:51

AMN 2009:05

AMN 2009:08

AMN 2009:09

AMN 2009:15

AMN 2009:19

AMN 2009:20

AMN 2009:23

AMN 2009:24

AMN 2009:25

AMN 2009:26

AMN 2009:27

Litteratur

Gaughan, Patrick A, Mergers, Acquisitions, and restructurings, 2007.

Goergen and Renneboog, Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, 2003.

Johnston, Andrew, EC regulation of corporate governance, Cambridge University press, 2009.

Malberti, Corrado, Study on Italian tender offers 1997-2008, 2008.

Martynova och Renneboog, The performance of the European market for corporate control: Evidence from the 5th takeover wave, 2006.

Nyström, Ohlsson och Skog, Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden, 2004.

Sepe, Simone M, Private sale of corporate control: Why the European mandatory bid rule is inefficient, 2008.

Skog, Rolf, Does Sweden need a mandatory bid rule? 1997.

Stattin, Daniel, Takeover 1 uppl. 2006.

Stattin, Daniel, Takeover 2 uppl. 2009.

Periodiskt tryck

Stattin, Daniel, Dispenser från budplikt vid Volkswagens köp av Scania-aktier, JT 2007-08, s. 873.

Elektroniska källor

http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25 (tillgänglig 2010-05-08)

Övriga källor

Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, Nasdaq OMX Stockholm, 1 oktober 2009.

The London city code on takeovers and mergers.