



UPPSALA
UNIVERSITET

Juridiska institutionen
Höstterminen 2020

Examensarbete i civilrätt, särskilt associationsrätt
30 högskolepoäng

Den svenska budpliktsregleringen

– med en komparativ utblick till Storbritannien

The Swedish Mandatory Bid Rule

– with a Comparative Outlook to the UK

Författare: Julia Sun

Handledare: Professor Daniel Stattin



Sammanfattning

Regler om offentliga uppköpserbjudanden styr företagsförvärv på aktiemarknaden (så kallade takeovers) och har därmed stor påverkan på samhällsekonomin. Några av de mest centrala takeover-reglerna är de om budplikt. Den svenska budpliktsregleringen har varit föremål för omfattande debatt då delade meningar råder kring budpliktsreglernas samhällsekonomiska nytta. Jag har därför funnit det vara intressant att i denna uppsats behandla den svenska budpliktsregleringen med fokus på vilka ekonomiska begränsningar som följer av reglerna och hur dessa kan överbryggas. Då de svenska budpliktsreglerna har sin förebild i de brittiska budpliktsreglerna har jag även funnit det vara relevant att göra en komparativ studie av dessa regler. Denna studie bidrar till en djupare förståelse för den svenska budpliktsregleringen såväl som med inspiration till hur de svenska budpliktsreglerna kan ändras för att nå högre ekonomisk effektivitet på aktiemarknaden.

I uppsatsen kommer jag fram till att budpliktsreglerna fyller en viktig samhällsfunktion genom att upprätthålla skyddet för minoritetsaktieägare och därigenom allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Samtidigt medför reglerna högre transaktionskostnader på aktiemarknaden, vilket försvårar för takeovers och leder till minskat kontrolläggande. Dessa faktorer påverkar i sin tur samhällsekonomin då de leder till en mindre effektiv aktiemarknad med lägre omsättning. Ett förslag på hur dessa begränsande effekter kan överbryggas är att höja gränsen för utlösande av budplikt från de nuvarande 30 % till närmare 40 % av det totala röstetalet i ett bolag.

Abstract

The rules governing takeovers play an important role in the stock market and thus have a considerable impact on the economy. Some of the most central takeover rules are those regarding mandatory offers. The Swedish mandatory bid rule has been subjected to extensive debate as different opinions prevail over the socio-economic benefits of the rule. It is therefore interesting to analyze the Swedish mandatory bid rule, and in particular, the negative impacts that follow from the rule and how those can be overcome. As the Swedish mandatory bid rule is transplanted from the British equivalent rule, I have also found it relevant to make a comparative study between these rules. This comparative study provides a deeper understanding of the Swedish mandatory bid rule, as well as inspiration for how the rule may be altered to achieve higher economic efficiency on the stock market.

In this paper, I conclude that the mandatory bid rule has an important societal function as it maintains the protection of minority shareholders and thereby the confidence in the stock market. However, the rule also leads to higher transaction costs, which reduce the number of takeovers along with the size of the control blocks. This, in turn, leads to a less effective stock market and thus affects the economy negatively. A suggestion of how to minimize these economic constraints is to increase the mandatory bid threshold from the current 30 % to closer to 40 % of the voting rights in a company.

Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	iii
Abstract.....	v
Förkortningar och terminologi	xi
1 Inledning.....	1
1.1 Introduktion till aktiemarknadsrätten och särskilt reglerna om budplikt.....	1
1.2 Syfte, frågeställningar och avgränsning.....	2
1.2.1 Syfte och frågeställningar.....	2
1.2.2 Avgränsning	3
1.3 Metod och material	3
1.3.1 Rättsdogmatisk metod	3
1.3.2 Komparativ juridisk metod.....	4
1.3.3 Rättsekonomisk metod	4
1.3.4 Material.....	5
1.4 Disposition	6
2 Bakgrund till den svenska budpliktsregleringen	8
2.1 Historisk tillbakablick.....	8
2.2 Budpliktsreglernas ändamål.....	10
2.3 Regler och principer som omgärdar budplikt	12
2.3.1 Aktiebolagsrättsliga principer	12
2.3.2 Takeover-reglerna.....	13
2.3.3 Takeover-direktivet	14
3 De svenska budpliktsreglerna.....	16
3.1 Budpliktsreglernas tillämpningsområde	16
3.1.1 Gränsen för budplikt.....	16
3.1.2 Förvärvsbegreppet	17

3.1.3	Närståendebegreppet	18
3.1.4	Undantag från budplikt.....	19
3.2	Budpliktserbjudandets utformning och vederlag	20
3.3	Dispens från budplikt.....	21
4	De brittiska budpliktsreglerna	23
4.1	Avsnittets syfte	23
4.2	Historisk tillbakablick.....	23
4.3	Budpliktsreglernas tillämpningsområde	25
4.3.1	Gränsen för budplikt.....	25
4.3.2	Förvärvsbegreppet och budpliktssubjekt.....	26
4.3.3	Acting in concert	26
4.3.4	Undantag från budplikt.....	27
4.4	Budpliktserbjudandets utformning och vederlag.....	28
4.5	Dispens från budplikt.....	29
5	Jämförelse av de svenska och brittiska budpliktsreglerna.....	30
5.1	Avsnittets syfte	30
5.2	Ägarstrukturen och aktiemarknaden i Sverige respektive Storbritannien	31
5.3	Likheter och skillnader mellan budpliktsreglerna	33
5.3.1	Gränsen för budplikt.....	33
5.3.2	Införlivande av begreppet personer som handlar i samförstånd.....	35
5.3.3	Bestämning av vederlaget för budpliktserbjudanden	37
6	Framåtblickande diskussion	39
6.1	Avsnittets syfte	39
6.2	Budpliktsreglernas begränsande effekter på marknaden	39
6.2.1	Försvårande av takeovers	39
6.2.2	Minskat kontrolläggande	41
6.3	Ändringsförslag	42

6.3.1	Avskaffande av budplikt.....	42
6.3.2	Höjning av budpliktsgränsen.....	44
7	Avslutande kommentar.....	47
	Käll- och litteraturförteckning.....	48
	Offentligt tryck.....	48
	Svenskt offentligt tryck.....	48
	Unionsrättsligt offentligt tryck.....	48
	Litteratur.....	48
	Elektroniska källor.....	51
	Aktiemarknadsnämnden.....	51
	Takeover Panel.....	52
	Övrigt.....	52

Förkortningar och terminologi

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
Aktiemarknadsbolag	Publikt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad
AMN	Aktiemarknadsnämnden och uttalanden från Aktiemarknadsnämnden
Börs	Operatör av reglerad marknad
Börsbolag	Aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EU	Europeiska unionen
FFFS 2007:17	Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser
FI	Finansinspektionen
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
Målbolag	Bolag som är föremål för ett uppköpserbjudande
NBK	Näringslivets börskommitté
NGM	Nordic Growth Market NGM
Rekommendationen	Näringslivets börskommittés rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv
Stockholmsbörsen	Nasdaq Stockholm

Takeover Code	City Code on Takeovers and Mergers
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköps-erbjudanden
Takeover Panel	Panel on Takeovers and Mergers
Takeover-reglerna	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
Öppenhetsdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG

1 Inledning

1.1 Introduktion till aktiemarknadsrätten och särskilt reglerna om budplikt

Aktiemarknadens grundläggande funktion i samhället är att säkerställa en effektiv allokering av resurser och diversifiering av risker. Därigenom kan större näringsverksamheter finansieras samtidigt som den ekonomiska risken fördelas bland de investerare som är mest villiga, och då ofta mest lämpliga, att bära risken.¹ En väl fungerande aktiemarknad bidrar på detta sätt till en god ekonomisk tillväxt och ökat välstånd i samhället.² För att aktiemarknadens funktioner ska upprätthållas krävs det att inblandade aktörer har förtroende för aktiemarknaden. Ett minskat förtroende för aktiemarknaden leder till en minskad benägenhet att handla med aktier och investera på marknaden. Detta leder i sin tur till ökade kostnader för kapitalanskaffning inom näringslivet, följt av minskad ekonomisk tillväxt.³ Ett minskat förtroende för aktiemarknaden kan uppkomma på grund av flera anledningar, däribland intressekonflikter då vissa starkare aktörer kan anses missbruka sin position på ett sätt som skadar svagare aktörer.⁴

Intressekonflikter och andra förtroendeskadliga företeelser kan medföra särskilt negativa ekonomiska konsekvenser vid publika företagsförvärv på aktiemarknaden, så kallade takeovers. Detta beror på att takeovers i de flesta fall berör stora ekonomiska värden och har en betydande samhällsekonomisk påverkan.⁵ Publika företagsförvärv har dessutom förekommit i allt större utsträckning på den svenska aktiemarknaden under de senaste decennierna.⁶ För att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden finns det därför regler som styr på vilket sätt publika företagsförvärv får ske.⁷ Några av de mest centrala reglerna kring publika företagsförvärv är de om budplikt.⁸ Vanligtvis genomförs en takeover genom att förvärvaren lämnar ett frivilligt offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i

¹ Lidman s. 20 f.

² Stattin (2009) s. 50.

³ Prop. 2016/17:22 s. 357.

⁴ Stattin (2009) s. 49.

⁵ Sevenius s. 421.

⁶ SOU 2005:58 s. 9; Stattin (2009) s. 28.

⁷ Sevenius s. 421.

⁸ Detta visar sig bland annat genom att frågor kring budplikt under de senaste åren dominerat AMN:s ärenden, se Nyström & Sjöman s. 82.

målbolaget. Budplikt innebär dock en skyldighet att lämna ett offentligt uppköps-erbjudande avseende samtliga aktier i ett bolag. Denna skyldighet uppkommer då den budpliktige uppnått en viss kontroll över bolaget och regleras i Sverige i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) 3 kap. Trots att budpliktsreglerna anses vara nödvändiga för att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden har reglerna varit omdebatterade.⁹ Debatten grundar sig i att reglerna anses ha vissa negativa följder för aktiemarknaden och samhällsekonomin. Jag finner det därför vara intressant att diskutera vilka de negativa följderna är och hur dessa kan överbryggas.

1.2 Syfte, frågeställningar och avgränsning

1.2.1 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är som ovan antytt att diskutera hur begränsningarna som följer av de svenska budpliktsreglerna kan överbryggas för att nå högre ekonomisk effektivitet på aktiemarknaden. Syftet är även att undersöka vilka likheter och skillnader som föreligger mellan de svenska och brittiska budpliktsreglerna och vad som är orsaken till dessa likheter och skillnader. Både den svenska och brittiska budpliktsregleringen utgör en implementering av direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (takeover-direktivet). Trots Storbritanniens utträde ur Europeiska unionen (EU) finner jag en komparativ studie av budpliktsreglerna vara relevant, då den svenska budpliktsregleringen i grunden utgör en rättstransplantation från den brittiska budpliktsregleringen.¹⁰ Vid en rättstransplantation måste de transplanterade reglerna anpassas efter samhällsstrukturen i det nya rättssystemet.¹¹ En djupare insikt om de svenska budpliktsreglernas härkomst och hur de brittiska reglerna har anpassats till den svenska marknaden bidrar till bättre förståelse för de svenska budpliktsreglernas tolkning och tillämpning.¹² Vidare har den brittiska takeover-regleringen haft ett stort inflytande över regleringen i flertal andra länder och ligger till grund för de globala spelreglerna för takeovers idag. Därav kan en inblick i de brittiska budpliktsreglerna bidra med inspiration till hur den svenska budpliktsregleringen kan ändras för att nå högre ekonomisk effektivitet.

⁹ Se bl.a. Lidman s. 341, Skog (1993) s. 121 f. & Stattin (2020) s. 486 f.

¹⁰ SOU 2005:58 s. 10; Stattin (2009) s. 81.

¹¹ Watson s. 318.

¹² Stattin (2009) s. 81.

För att uppfylla syftet med uppsatsen kommer den att författas utifrån ett antal frågeställningar, vilka kommer att besvaras löpande i uppsatsen i kronologisk ordning. De frågeställningar som jag avser att utreda är:

1. hur de svenska respektive brittiska budpliktsreglerna är utformade,
2. vilka huvudsakliga likheter och skillnader det finns mellan de svenska och brittiska budpliktsreglerna samt hur dessa likheter och skillnader kan förklaras,
3. vilka huvudsakliga ekonomiska begränsningar som följer av de svenska budpliktsreglerna, och
4. hur dessa begränsningar kan överbryggas för att nå högre ekonomisk effektivitet på aktiemarknaden.

1.2.2 Avgränsning

Uppsatsen avgränsas till att enbart behandla de budpliktsregler som gäller för reglerade marknader, då reglerna har störst användning inom detta område. Detta innebär att de budpliktsregler som gäller för handelsplattformar inte kommer att behandlas inom ramen för denna framställning. Vidare avser jag inte att föra någon mer ingående diskussion kring rättstransplantation som fenomen eller om komparativa metoder och deras företrädare. Detta beror på att uppsatsens syfte är att utreda budpliktsreglerna i Sverige ur ett främst ekonomiskt perspektiv (se följande avsnitt), varmed en djupare studie om rättstransplantation inte är nödvändig.

1.3 Metod och material

1.3.1 Rättsdogmatisk metod

På grund av frågeställningarnas skiftande karaktär kommer olika metoder att användas för att besvara frågorna. Vid besvarandet av den första frågeställningen kommer en utredning av gällande rätt att göras och det är därför naturligt att i denna del använda en rättsdogmatisk metod. Enligt Kleineman syftar den rättsdogmatiska metoden till att i de traditionella rättskällorna försöka hitta en lösning på ett juridiskt problem, ofta genom användning av särskilda tolkningsmetoder. De traditionella rättskällorna består av lag, rättspraxis, förarbeten och juridisk litteratur,¹³ vilka alla kommer att beaktas vid besvarandet av den första frågeställningen. Det huvudsakliga ändamålet bakom denna uppsats

¹³ Kleineman s. 21.

är dock inte att utreda vad gällande rätt är med hjälp av de traditionella rättskällorna. Den första frågeställningen fungerar snarare som en grund varpå resterande tre frågeställningar kan byggas. Därav kommer uppsatsen inte att genomgående anta ett typiskt rättsdogmatiskt perspektiv.

1.3.2 Komparativ juridisk metod

För att utreda den andra frågeställningen gällande likheter och skillnader mellan de svenska och brittiska budpliktsreglerna samt förklaringen till dessa kommer en komparativ juridisk metod att användas. En komparativ juridisk metod innebär inte enbart en studie av utländsk rätt, utan snarare en studie vars syfte är att förstå de likheter och skillnader som finns bland olika rättssystem. Den komparativa metoden tillför därmed ett mer humanistiskt perspektiv på juridiken, där fokus ligger på juridik som sätt för olika kulturer att reglera samhällsnormer på. Vidare är rättstransplantationer, alltså att rättssystem härmar eller lånar regler från varandra, en stor del av hur många rättssystem i världen är uppbyggda. Genom att jämföra olika rättssystem kan djupare kunskap erhållas om de jämförda systemen. Samtidigt kan juristen genom en komparativ studie få bättre insikt om vilka förutsättningar som krävs för att regler ska fungera på ett visst önskvärt sätt. Därigenom kan man lättare utröna huruvida en lösning på ett juridiskt problem i ett rättssystem med framgång kan appliceras på samma problem i ett annat rättssystem.¹⁴

Ovannämnda faktorer utgör alla anledningar till varför en komparativ analys utförs i denna uppsats. Det huvudsakliga ändamålet för den komparativa analysen är dock att få en djupare förståelse för den svenska budpliktsregleringen och inspiration till hur regleringen kan bli mer ekonomiskt effektiv.

1.3.3 Rättsekonomisk metod

Den tredje och fjärde frågeställningen handlar om vilka huvudsakliga ekonomiska begränsningar som följer av de svenska budpliktsreglerna och hur dessa kan överbryggas för att nå högre ekonomisk effektivitet. Då frågeställningarna har ett ekonomiskt fokus kommer de att besvaras genom en rättsekonomisk metod. Den rättsekonomiska metoden inbegriper att se rätten som ett öppet system¹⁵ och som ett instrument för att maximera

¹⁴ Valguarnera s. 143 ff.

¹⁵ Posner (1995) s. 18.

det ekonomiska välståndet i samhället med grund i utilitarismen.¹⁶ Genom tillämpning av denna metod kommer rätten att tolkas och analyseras utifrån ändamålet att uppnå högre ekonomisk effektivitet och välfärd i samhället.¹⁷

Det finns två huvudsakliga sätt att förstå ekonomisk effektivitet på; paretoeffektivitet och Kaldor-Hicks-effektivitet. Paretoeffektivitet innebär att en transaktion ska öka den ekonomiska välfärden för en eller flera personer utan att minska välfärden för någon annan för att vara effektiv. Denna definition av effektivitet innebär att individers ekonomiska välfärd före en transaktion ska respekteras och därmed kan endast frivilliga transaktioner ses som ekonomiskt effektiva. Kaldor-Hicks-effektivitet innebär att den ekonomiska välfärden i samhället ska bli högre totalt och anses därför vara mer realistisk än paretoeffektivitet. De positiva effekterna av en transaktion för vissa individer ska alltså överväga de negativa effekter som drabbar andra individer. Enligt Kaldor-Hicks-effektivitet rättfärdigas transaktioner som genomförs med tvång, då vissa personers ekonomiska välfärd får offras för högre välfärd i samhället i stort.¹⁸ Sett till budpliktsreglerna innebär de en kontraheringsplikt för den budpliktige och alltså en transaktion som genomförs med tvång. Budpliktsreglerna är därmed i grunden utformade efter Kaldor-Hicks-effektivitetsstandard. Således kommer jag att använda mig av Kaldor-Hicks definition av ekonomisk effektivitet vid besvarandet av den tredje och fjärde frågeställningen.

1.3.4 Material

Då den första frågeställningen besvaras genom en rättsdogmatisk metod kommer utredningen av de svenska och brittiska budpliktsreglernas utformning att utgå ifrån de primära rättskällorna bakom regleringarna. I Sverige regleras budplikt primärt av LUA och takeover-regler för Nasdaq Stockholm (Stockholmsbörsen) och Nordic Growth Market NGM (NGM) (takeover-reglerna). Den primära rättskällan bakom budpliktsregleringen i Storbritannien är City Code on Takeovers and Mergers (Takeover Code). För att förstå reglernas tolkning och tillämpning kommer hänsyn även tas till uttalanden från Aktiemarknadsnämnden (AMN) respektive Panel on Takeovers and Mergers (Takeover Panel) samt uttalanden i doktrin.

¹⁶ Posner (1979) s. 104 f.

¹⁷ Bastidas Venegas s. 177.

¹⁸ Bastidas Venegas s. 178 f.

För att besvara den andra frågeställningen gällande likheter och skillnader mellan de svenska och brittiska budpliktsreglerna kommer jag i stor utsträckning att vända mig till uttalanden i doktrin kring budpliktsreglerna. Jag kommer även i relevanta delar att använda mig av EU-direktiv som tolkningsdata och av statistik om den svenska och brittiska ägarstrukturen. Vid besvarandet av den tredje och fjärde frågeställningen gällande budpliktsreglernas ekonomiska begränsningar och hur dessa kan överbryggas har jag i stor utsträckning använt mig av Lidmans avhandling Kontrolläggande och uppköpsreglering. En stor del av informationen är även hämtad ur en studie gällande takeoverdirektivets implementering, utförd på EU-kommissionens vägnar av advokatbyrån Marccus Partners i samarbete med Centre for European Policy Studies (CEPS).

1.4 Disposition

Uppsatsen kommer i det följande att bestå av sex avsnitt som besvarar de fyra frågeställningarna som presenterats. Det följande avsnittet (avsnitt två) ger en bakgrund till de svenska budpliktsreglerna i syfte att skapa en helhetsbild kring budplikt som fenomen, innan jag går djupare in på budpliktsregleringen. Avsnitt två inleds med en tillbakablick till de svenska budpliktsreglernas uppkomst, vilken är relevant då reglernas uppkomst har sin grund i den brittiska regleringen som diskuteras senare i uppsatsen. Därefter följer i det andra avsnittet en beskrivning av ändamålen bakom budpliktsreglerna samt en genomgång av de regelverk som omgärdar de svenska budpliktsreglerna.

I uppsatsens tredje och fjärde avsnitt beskrivs de svenska respektive brittiska budpliktsreglernas utformning såsom gällande rätt. Dessa avsnitt behandlar de svenska respektive brittiska budpliktsreglernas tillämpningsområde, budpliktserbudandenas utformning och vederlag samt när dispens medges från budplikt. Förutom detta inkluderar det fjärde avsnittet även en historisk bakgrund till de brittiska budpliktsreglerna, vilken bidrar till en helhetsbild kring den brittiska regleringen. Genom avsnitt tre och fyra besvaras uppsatsens första frågeställning gällande hur de svenska respektive brittiska budpliktsreglerna är utformade.

Utifrån beskrivningen av gällande rätt i Sverige respektive i Storbritannien görs en jämförelse av de svenska och brittiska budpliktsreglernas huvuddrag i avsnitt fem. Här görs även en jämförelse av den svenska och brittiska aktiemarknaden och ägarstrukturen, för att med grund i denna försöka ge en förklaring till likheterna och skillnaderna mellan

budpliktsreglerna. Avsnitt fem besvarar således uppsatsens andra frågeställning kring vilka huvudsakliga likheter och skillnader som finns mellan de svenska och brittiska budpliktsreglerna samt hur dessa likheter och skillnader kan förklaras. I avsnitt sex förs en framåtblickande diskussion kring vilka ekonomiska begränsningar som budpliktsreglerna medför och hur dessa negativa konsekvenser kan minskas. Därigenom besvaras uppsatsens tredje och fjärde frågeställning om vilka huvudsakliga ekonomiska begränsningar som följer av de svenska budpliktsreglerna och hur dessa kan överbryggas för en mer ekonomiskt effektiv aktiemarknad. Avslutningsvis lämnas i avsnitt sju en slutlig kommentar för att belysa den svenska budpliktsregleringen ur ett större perspektiv.

2 Bakgrund till den svenska budpliktsregleringen

2.1 Historisk tillbakablick

Den första vågen av takeovers inleddes i Sverige på slutet av 1960-talet, vilket är relativt tidigt i förhållande till övriga Europa bortsett från Storbritannien. Vid denna tidpunkt hade takeover-regler nyligen aktualiserats på den brittiska marknaden, medan takeovers fortfarande var ett oreglerat område inom Sverige.¹⁹ I och med avsaknaden av regler kring takeovers kom flera minoritetsaktieägare att missgynnas vid den initiala uppköpsvågen, vilket ledde till stort missnöje och allmän publicitet.²⁰ För att bibehålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden krävdes ett ökat skydd för minoritetsaktieägare. Detta resulterade i att Stockholms handelskammare och Sveriges industriförbund ålade Näringslivets börskommitté (NBK) att utarbeta en självreglering kring offentliga uppköp.²¹ Med grund i den brittiska Takeover Code utfärdade NBK år 1971 en rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (rekommendationen).²² Rekommendationen blev allmänt accepterad som standard vid offentliga uppköpserbjudanden,²³ men saknade regler om budplikt.

Under 1980-talet ökade antalet takeovers tre gånger så mycket som under den initiala uppköpsvågen på slutet av 1960-talet. Med detta ökade efterfrågan på budpliktsregler vid förvärv av större aktieposter på börsen för att säkerställa likabehandling av aktieägare.²⁴ Under åren 1986–1991 framställdes flertal motioner om lagreglerad erbjudandepikt vid förvärv av 30 % av röstetalet i ett börsbolag.²⁵ Motionerna motsattes dock av majoriteten

¹⁹ Stattin (2009) s. 430.

²⁰ SOU 1977:51 s. 313 ff.; Lidman s. 138. Några av fallen som låg bakom framtagandet av takeover-regler i Sverige var uppköpserbjudandet från Boströms till Götaverken år 1968 och STAB:s erbjudande till Tarkett år 1970. Vid dessa uppköpserbjudanden fick minoritetsaktieägare bland annat mindre betalt för sina aktier samtidigt som de drabbades av informationsasymmetrier orsakade av budgivaren.

²¹ Lidman s. 139 f.

²² Muston s. 79.

²³ Munck s. 10.

²⁴ Skog (1993) s. 105.

²⁵ Se Motion 1985/86:L240 av Silfverstrand m.fl., Motion 1986/87:L205 av Westerberg m.fl., Motion 1986/87:N169 av Eirefelt m.fl. & Motion 1990/91:L311 av Westerberg m.fl.

av remissinstanser, som bland annat påpekade att regler om budplikt skulle öka kostnaderna för förvärv av kontrollposter. Ytterligare argument som framställdes mot lagstadgad budplikt var att det skulle försvåra för omstruktureringar i näringslivet och att antalet takeovers på börsen skulle minska som följd.²⁶ Stockholms fondbörs ställde sig mer positiv till förslaget men menade att fler undantag från budplikt behövdes för att inte riskera fastlåsnings effekter i bolagsstrukturen.²⁷ Även Fondhandlarförbundet ställde sig positiv till budplikt men ansåg att budplikt istället borde utlösas vid innehav av 50 % av röstetalet, vilket är då koncernförhållande bildas.²⁸ Lagutskottet avvisade slutligen samtliga motioner,²⁹ och införandet av budpliktsregler avvisades även i Värdepappersmarknadskommitténs betänkande år 1989³⁰ såväl som i Ägarutredningens betänkande år 1990.³¹

Under senare 1990-tal blev budplikt ett vanligt förekommande fenomen på börserna inom EU. NBK ansåg att den svenska offentliga uppköpsregleringen behövde anpassas till utvecklingen inom EU för att Sverige inte skulle förlora sin attraktivitet som marknadsplats.³² Med utgångspunkt i reglerna om "mandatory offers" i Takeover Code infördes därmed regler om budplikt i Sverige i samband med revideringen av NBK:s rekommendation år 1999.³³ Vid införandet av budpliktsreglerna bestämdes gränsen för utlösande av budplikt till innehav av 40 % av det totala röstetalet.³⁴ Detta innehav ansågs utgöra en kontrollpost utifrån empiriska undersökningar om deltagandet på bolagsstämmor i svenska aktiemarknadsbolag.

Budpliktsgränsen sänktes dock till 30 % av röstetalet vid revidering av rekommendationen år 2003, då benämningen *rekommendation* även ändrades till *regler*.³⁵ Enligt förarbeten till LUA baserades den nya gränsen på vad som erfarenhetsmässigt utgör kontroll i svenska börsbolag,³⁶ men någon ny empirisk studie kring kontrollposter föregick

²⁶ Se bl.a. remissvar från Industriförbundet i LU 1986/87:5 s. 68 f., Svenska arbetsgivareförbundet i LU 1986/87:5 s. 86, Svenska bankförbundet i LU 1986/87:5 s. 59 f. & Advokatsamfundet i LU 1986/87:5 s. 53.

²⁷ Se remissvar från Stockholms fondbörs i LU 1986/87:5 s. 46.

²⁸ Se remissvar från Fondhandlarförbundet i LU 1986/87:5 s. 74 f.

²⁹ LU 1986/87:5 s. 30 f.; LU 1986/87:27 s. 13.

³⁰ SOU 1989:72 s. 246 f.

³¹ SOU 1990:1 s. 152.

³² NBK:s rekommendation (1999) kommentar till införandet av budplikt; Lidman s. 203.

³³ SOU 2005:58 s. 139.

³⁴ NBK:s rekommendation (1999) punkt III.1–III.2.

³⁵ SOU 2005:58 s. 108.

³⁶ SOU 2005:58 s. 153.

inte sänkningen. Anledningen bakom sänkningen synes snarare vara att anpassa den svenska budpliktsregleringen till internationell standard, då gränsen på 30 % tillämpades på större börser såsom i Storbritannien, Frankrike och Tyskland.³⁷ Budpliktsgränsen på 30 % har sedan dess behållits och den senaste större ändringen var att budpliktsreglerna år 2006 flyttades från takeover-reglerna till LUA, som ett led i implementeringen av takeover-direktivet.³⁸

2.2 Budpliktsreglernas ändamål

Ändamålet bakom budpliktsreglerna är enligt takeover-direktivet artikel 5.1 och förarbeten till LUA att skydda minoritetsaktieägare i målbolag vid ett kontrollägarskifte.³⁹ Detta sker genom att budpliktsreglerna säkerställer att samtliga av målbolagets aktieägare får lika rätt till utträde och rätt att ta del av kontrollpremie vid kontrollskifte.⁴⁰ Genom rätten till utträde (så kallad "exit") kan minoritetsaktieägare undvika att bli inlåsta i ägandet, utan möjlighet att styra bolaget i önskvärd riktning eller ta vara på sina intressen. Den som uppnår en kontrollpost kan nämligen missbruka sin maktposition genom att styra bolagets verksamhet till sin egen fördel utan beaktande av minoritetsaktieägares intressen.⁴¹ Ett exempel på en sådan situation som kan uppstå är om den nya kontrollägaren efter en takeover avnoterar bolaget från börserna, vilket är ett vanligt mål med en takeover i Sverige. Utan att budplikt åläggs den nya kontrollägaren skulle minoritetsaktieägare riskera att bli inlåsta i ett bolag vars aktier det inte finns någon marknad för.⁴²

Rätten att ta del av en kontrollpremie vid utträde ur bolaget är ett omdiskuterat ämne. Kontrollpremie kan förklaras som skillnaden mellan vad som utges i vederlag vid förvärv av en kontrollpost och en aktiepost som inte medför inflytande i bolaget. Därmed fungerar kontrollpremie som en extra betalning vid försäljning av aktier som motsvarar en kontrollposition i bolaget.⁴³ Denna extra betalning rättfärdigas av att risken för en kontrollägarens investering i ett bolag är större än motsvarande risk för ägare av mindre aktieposter. Kontrollägare behöver dessutom utöva mer aktiv styrning av bolaget för att säkerställa investeringens lönsamhet. Med en mer aktiv bolagsstyrning följer ofta ökade

³⁷ SOU 2005:58 s. 108.

³⁸ SOU 2005:58 s. 11.

³⁹ Prop. 2005/06:140 s. 56; SOU 2005:58 s. 109.

⁴⁰ Lidman s. 156 ff.

⁴¹ Melin Jakobsson & Sevenius s. 345.

⁴² Stattin (2009) s. 429.

⁴³ Stattin (2020) s. 494.

kostnader för aktieinnehavet, såsom kostnader för att övervaka och hämta in information om aktiemarknaden.⁴⁴ Det råder därmed delade uppfattningar kring huruvida minoritetsaktieägare ska få ta del av denna kontrollpremie.

Förklaringen bakom det rådande rättsläget, där budpliktsreglernas utformning medför att kontrollpremien tillfaller även minoritetsaktieägare, grundar sig i resonemanget att minoritetsägare investerar i bolag på samma villkor som för kontrollägare. Både minoritetsägare och kontrollägare har investerat en viss mängd kapital i bolaget under förutsättningen att de i framtiden ska få en till investeringen proportionerlig del av bolagets värdeökning. Om minoritetsägare inte skulle få ta del av kontrollpremien vid en takeover skulle bolagets värdeökning fördelas ojämnt i förhållande till den initiala investeringen.⁴⁵ För att investerare ska våga satsa sitt kapital på ett bolag bör de inte gå miste om investeringen på annan grund än en ogynnsam utveckling av bolagets verksamhet.⁴⁶ Att inte få ta del av kontrollpremien och därmed gå miste om investeringen på grund av en värdeförskjutning till andra aktieägare inom bolaget riskerar att skada allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.⁴⁷

Att alla aktieägare ska få rätt till utträde och rätt att ta del av en kontrollpremie vid kontrollskiften säkerställer likabehandling av aktieägare. Budpliktsreglerna utgör därmed en del av den likabehandlingsprincip som genomsyrar aktiemarknadsrätten.⁴⁸ Likabehandlingsprincipen har sin bakgrund i den diskriminerande behandling som minoritetsaktieägare utsattes för under den initiala uppköpsvågen i såväl Storbritannien som i Sverige.⁴⁹ Principen kommer till uttryck i bland annat takeover-direktivet artikel 3.1 a) som lyder:

"Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas."

Likabehandlingsprincipen ska skiljas från den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen som gäller det interna förhållandet inom ett bolag. Likabehandlingsprincipen innebär istället

⁴⁴ Lidman s. 27 ff.

⁴⁵ Lidman s. 249 f.

⁴⁶ Bergström & Samuelsson s. 40.

⁴⁷ Lidman s. 250.

⁴⁸ Lidman s. 157 f.

⁴⁹ Stattin (2009) s. 421 f.

ett krav på att externa budgivare ska behandla alla aktieägare i ett bolag lika, vilket bidrar till att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.⁵⁰

Ett annat, möjligtvis mindre framträdande, ändamål bakom budpliktsreglerna är att motverka ett alltför koncentrerat ägande i börsbolag då noterade bolag bör ha en utspridd ägarkrets. Ett alltför koncentrerat ägande där en eller ett fåtal ägare har kontroll över bolaget riskerar att minska aktiernas likviditet, vilket har en negativ påverkan på aktiernas värde och aktiemarknadens omsättning.⁵¹

2.3 Regler och principer som omgärdar budplikt

2.3.1 Aktiebolagsrättsliga principer

Budpliktsreglerna är enligt LUA 3:1 tillämpliga vid förvärv av aktier i ett noterat aktiebolag. Jag finner det därför vara relevant att ta upp vissa aktiebolagsrättsliga principer som är kopplade till reglerna om budplikt. Varför budplikt anses vara nödvändig vid förvärv av aktier i ett börsbolag hänger ihop med sättet på vilket kontroll utövas i sådana bolag. Sett till aktiebolag generellt utövas aktieägares beslutanderätt enligt aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) 7:1 genom röstning på bolagsstämman. Bolagsstämman utgör det högsta beslutande organet i ett aktiebolag och beslutar om frågor som rör bolagets styrning och organisation. Bolagsstämmans beslut utgörs som huvudregel av den mening som stöds av mer än hälften av de avgivna rösterna, varpå bolagsstämmans ordförandes röst är avgörande vid lika röstetal (ABL 7:40).⁵² Detta innebär att aktieägare som styr mer än 50 % av rösterna i ett aktiebolag anses vara i en absolut kontrollposition, då denne i princip kan besluta om bolagets styrning och organisation enhälligt.

I praktiken kan dock kontroll över ett bolag ofta uppnås redan vid innehav av ett lägre röstetal än 50 %, särskilt i börsbolag där ägandet är mer utbrett och utspritt. Med en utbredd och utspridd ägarkrets följer vanligen att aktieägarna är mer passiva i utövandet av de rättigheter som följer med ägandet, inklusive rösträtten. Ett lägre röstetal än 50 % kan då utgöra majoritet av de röster som faktiskt avges på stämman. Detta innebär att en

⁵⁰ Lidman s. 156.

⁵¹ Sevenius s. 432.

⁵² Särskilda regler gäller dock i vissa fall såsom vid val, då den som erhållit flest röster anses vald (ABL 7:41). Vidare kräver en ändring av bolagsordningen i huvudregel stöd av minst två tredjedelar av de avgivna rösterna såväl som de företrädade aktierna (ABL 7:42).

ägare av en större aktiepost i ett börsbolag ofta kan styra bolagets verksamhet fastän denne inte kontrollerar över 50 % av rösterna.⁵³ Därmed har det ansetts vara motiverat att i högre grad skydda minoritetsaktieägare i börsbolag från kontrollägarskiften som kan medföra oönskade verksamhetsförändringar. Minoritetsskyddet erhålls genom budpliktsregler som ålägger aktieägare en kontraheringsplikt vid uppnående av en viss kontroll över börsbolag.

Budpliktsreglerna är dock inte de enda reglerna som ålägger vissa aktieägare en kontraheringsplikt. Enligt ABL 22 kap. utlöses en kontraheringsplikt även vid innehav av mer än 90 % av aktierna i ett aktiebolag. Tvångsinlösen av resterande aktier ska ske till ett pris motsvarande det normala försäljningspriset och kan påkallas av både den som innehar mer än 90 % av aktierna och av resterande minoritetsaktieägare. Flera anledningar finns till varför endera parten kan vilja påkalla tvångsinlösen av minoritetsaktier. Majoritetsaktieägaren kan vilja påkalla tvångsinlösen för att underlätta för fusion mellan moderbolag och dotterbolag i ett koncernförhållande. En aktieägare som innehar mindre än 10 % av aktierna i ett bolag kan i sin tur hindras från att ta vara på sina intressen och därmed vilja göra en "exit".⁵⁴

2.3.2 Takeover-reglerna

Takeover-reglerna utfärdades av NBK år 1971 med utgångspunkt i Takeover Code och kompletterar LUA genom att närmare ange hur ett budpliktserbud ska utformas och hur budprocessen ska gå till. Sedan takeover-reglerna utfärdades har de reviderats ett flertal gånger och bland annat ändrades benämningen *rekommendation* till *regler* i samband med revideringen år 2003.⁵⁵ Den senaste större revideringen skedde år 2006 för att anpassa takeover-reglerna till takeover-direktivet samt den nya ABL.⁵⁶ I och med nerläggningen av NBK år 2010 tillföll ansvaret för takeover-reglerna Kollegiet för svensk bolagsstyrning.⁵⁷

Enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (VpmL) 13:8 är börserna skyldiga att ha regler för takeovers som uppfyller kraven i takeover-direktivet. De två börserna i

⁵³ Skog (1997) s. 5.

⁵⁴ Prop. 2004/05:85 s. 437.

⁵⁵ Stattin (2020) s. 117.

⁵⁶ Nyström & Sjöman s. 82.

⁵⁷ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, http://www.bolagsstyrning.se/takeoverregler/gallande-takeoverregler__3656.

Sverige, Stockholmsbörsen och NGM, har därmed antagit de takeover-regler som utfärdats av NBK och reviderats av Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Även om takeover-reglerna utgör självreglering har de i och med införlivandet av takeover-direktivet fått stöd i lag. En förutsättning för att få lämna ett offentligt uppköpserbjudande är enligt LUA 2:1 att budgivaren åtar sig att följa takeover-reglerna. Vidare har Stockholmsbörsen och NGM enligt takeover-reglerna punkt I.2 delegerat kompetens till AMN att besluta i frågor som rör reglernas tolkning och tillämpning.

Takeover-reglerna ska tolkas mot bakgrund av reglernas syfte snarare än enbart genom en tolkning av ordalydelsen. Reglerna utgår ifrån de sex allmänna principer som anges i takeover-direktivet artikel 3, och vid tveksamhet kring reglernas tolkning och tillämpning är dessa principer vägledande.⁵⁸ Den bestämmelse i takeover-reglerna som främst berör budplikt är punkt II.21 om "Förfarande, utformning av villkor m.m. vid erbjudanden till följd av budplikt". Punkt II.21 anger bland annat att takeover-reglerna kring frivilliga erbjudanden i huvudsak ska tillämpas även vid erbjudanden till följd av budplikt. Vidare förtydligas i punkten att villkoren i ett budpliktserbjudande ska anpassas till reglerna om för-, sido- och efteraffärer (se avsnitt 3.2).

2.3.3 *Takeover-direktivet*

Trots att uppsatsens fokus ligger på de svenska och brittiska budpliktsreglerna finner jag det vara relevant att göra en kortare genomgång av takeover-direktivets budpliktsregler. Budpliktsreglerna i takeover-direktivet har nämligen implementerats i LUA respektive Takeover Code och därtill är takeover-direktivet i sig utformat efter den brittiska takeover-regleringen.⁵⁹ Direktivets huvudsyfte är att skydda aktieägare i målbolag mot orättvis behandling och underlätta för omstruktureringar i näringslivet, vilket kommer till uttryck genom de allmänna principer som anges i artikel 3.1.⁶⁰ Budplikt regleras i artikel 5 som bygger på Takeover Code Rule 9⁶¹ och utlöses då:

"[...] en fysisk eller juridisk person till följd av eget förvärv eller förvärv genom personer som handlar i samförstånd med den personen innehar värdepapper i ett bolag som avses i artikel 1.1 och dessa värdepapper, tillsammans med befintligt

⁵⁸ Se inledningen till takeover-reglerna.

⁵⁹ Skog (2001) s. 408.

⁶⁰ SOU 2005:58 s. 9.

⁶¹ Stattin (2020) s. 499.

innehav av dessa värdepapper och innehav hos personer som handlar i samförstånd med den personen, direkt eller indirekt ger den personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget".

Direktivet fastslår ingen statisk gräns för när budplikt utlöses, utan kopplar budpliktens utlösande till hur stor andel av röstetalet som förvärvaren eller personer som handlar i samförstånd med denne har. Det är därmed upp till medlemsstaterna att själva närmare bestämma gränsen för budplikt. Begreppet personer som handlar i samförstånd är en översättning från den engelska motsvarigheten "persons acting in concert" och definieras i artikel 2.1 d) som:

"fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren eller målbolaget på grundval av ett uttryckligt, eller underförstått, muntligt eller skriftligt avtal som syftar antingen till att uppnå kontroll över målbolaget, eller till att försvåra ett framgångsrikt genomförande av erbjudandet."

Enligt artikel 5.2 föreligger inte budplikt om förvärvaren i fråga uppnått den i nationell rätt angivna budpliktsgränsen genom ett frivilligt bud omfattande samtliga aktier i ett bolag. Budpliktserbjudandet ska enligt takeover-direktivet artikel 5.4 utges till ett skäligt pris. Skäligt pris anses vara det högsta pris som budgivaren eller personer som handlar i samförstånd med denne erlagt för aktier i målbolaget under minst sex och högst tolv månader före budpliktsbudet. Priset ska även justeras till minst det högre vederlag som utges av ovan nämnda personer vid förvärv av aktier i målbolaget efter erbjudandets offentliggörande men före acceptfristens utgång. Direktivet artikel 5.5 anger att budpliktserbjudandets vederlag i regel får avse värdepapper, kontanter eller en kombination av dessa. Däremot har medlemsstaterna rätt att föreskriva att ett kontant vederlagsalternativ alltid ska erbjudas.

Vidare får medlemsstaterna enligt direktivet artikel 4.5 meddela undantag från direktivets regler, inbegripet budpliktsreglerna, förutsatt att de allmänna principerna i artikel 3.1 efterföljs. Medlemsstaterna har även rätt att införa kompletterande eller strängare regler så länge som direktivet får sin avsedda effekt, då direktivet enligt artikel 3.2 endast uppställer minimikrav.

3 De svenska budpliktsreglerna

3.1 Budpliktsreglernas tillämpningsområde

3.1.1 Gränsen för budplikt

Med en bakgrund till den svenska budpliktsregleringen kan en närmare beskrivning av de svenska budpliktsreglernas utformning och tillämpning göras. Detta och följande avsnitt kommer därmed att besvara uppsatsens första frågeställning om hur de svenska respektive brittiska budpliktsreglerna är utformade. Budplikt enligt LUA 3 kap. gäller vid aktieförvärv i svenska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES). Enligt LUA 3:1–3:2 uppkommer en skyldighet att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga resterande aktier i ett bolag (budplikt) när:

1. någon genom förvärv av aktier, ensam eller tillsammans med närstående, uppnår ett innehav motsvarande minst 30 % av det totala röstetalet för samtliga aktier i bolaget,
2. någon som inte innehar aktier motsvarande minst 30 % av det totala röstetalet för samtliga aktier, genom åtgärd från bolagets eller annan aktieägares sida, ensam eller tillsammans med närstående uppnår ett sådant innehav och därefter ökar sin röstandel genom förvärv av aktier på annat sätt än genom ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i bolaget, samt
3. ett närståendeförhållande etableras enligt LUA 3:5 p. 1 eller 4 och parterna därigenom tillsammans uppnår ett innehav motsvarande minst 30 % av det totala röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Den förstnämnda situationen kräver ingen närmare förklaring men däremot kan den andra situationen vara mer svårtydd. Ett klagande exempel är om en aktieägare innehar mindre än 30 % av röstetalet, men genom bolagets inlösen av egna aktier uppnår ett innehav motsvarande 30 % eller mer av rösterna. Eftersom budpliktsgränsen då uppnås genom en åtgärd som är utom aktieägarens kontroll utlöses inte budplikt enbart på grund av

bolagets åtgärd. Däremot blir aktieägaren budpliktig om denne senare förvärvar ytterligare aktier i bolaget som medför rösträtt.⁶²

Den tredje situationen kan aktualiseras för två eller fler personer vars innehav sammantaget, men inte enskilt, uppgår till minst 30 % av det totala röstetalet i ett bolag. Budplikt uppkommer då om dessa är juridiska personer och ett koncernförhållande mellan personerna bildas (LUA 3:5 p. 1). Därtill uppkommer budplikt om personerna kommer överens om att samordnat utöva rösträtten för att "inta en långsiktigt gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning" (LUA 3:5 p. 4). Vem som i den tredje situationen ska fullgöra budplikten beror enligt LUA 3:2 st. 2 på vilket närståendeförhållande som etableras. Om ett närståendeförhållande enligt LUA 3:5 p. 1 etableras tillfaller budplikten moderbolaget i koncernen. Om närståendeförhållandet istället etableras enligt LUA 3:5 p. 4 ska budplikten fullgöras av den vars aktieinnehav motsvarar störst andel av röstetalet i bolaget. Vid lika andelar av röstetalet ska var och en ansvara för att budplikt fullgörs. Om särskilda skäl föreligger kan dock Finansinspektionen (FI) besluta om att budplikten i samtliga tre situationer ska fullgöras av en närstående till den som vanligtvis är budpliktig (LUA 3:4).

3.1.2 *Förvärvsbegreppet*

I både den första och andra av de ovan uppräknade situationerna utlöses budplikt av att någon förvärvar aktier i ett bolag. Förvärvsbegreppet ska tolkas enligt dess allmänna civilrättsliga innebörd, vilken är en övergång eller uppkomst av äganderätt.⁶³ Vilken form förvärvet sker genom påverkar inte reglernas tillämpning, däremot måste förvärvet avse aktier med rösträtt.⁶⁴ Förvärvet kan alltså ske genom köp såväl som genom konvertering eller teckning.⁶⁵ Vad som ska räknas som förvärvstidpunkt är inte angivet i lag. Enligt förarbeten till LUA krävs det för att budplikt ska utlösas att förvärvet är definitivt, så att förvärvaren kan utöva den rösträtt som det nya innehavet medför. Vidare anger takeoverdirektivet artikel 5.1 att budplikt utlöses då en person får kontroll över bolaget genom innehav av en bestämd andel röster i bolaget. Även en direktivkonform tolkning talar alltså för att förvärvstidpunkten ska förstås som den tidpunkt då förvärvaren kan utöva

⁶² Nyström et al. s. 32.

⁶³ Stattin (2020) s. 502.

⁶⁴ Prop. 2005/06:140 s. 101.

⁶⁵ SOU 2005:58 s. 153.

sin rösträtt i bolaget.⁶⁶ Detta hänger ihop med budpliktsreglernas syfte att skydda minoritetsaktieägare vid kontrollägarskiften i bolag.⁶⁷

Därmed utlöses inte budplikt vid en aktieteckning förrän emissionen har registrerats och inte heller vid förvärv av konvertibler eller optionsrätter förrän dessa rättigheter utnyttjas.⁶⁸ Om aktieförvärvet är förenat med vissa villkor måste dessa vara uppfyllda för att budplikt ska uppkomma.⁶⁹ Budplikt utlöses normalt sett inte heller vid förvärv av andra finansiella instrument än aktier, optioner eller konvertibler, så kallade "cash settled instruments".⁷⁰

3.1.3 Närståendebegreppet

Beräkningen av budpliktsgränsen utgår enligt LUA 3:1–3:2 från hur stor andel av det totala röstetalet som den budpliktige innehar tillsammans med närstående.⁷¹ LUA 3:5 anger att närstående ska innefatta:

1. företag inom samma koncern som förvärvaren,
2. make eller sambo till förvärvaren,
3. barn till förvärvaren som står under förvärvarens vårdnad,
4. den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktigt gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, samt
5. någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget."

LUA 3:5 p. 1 tar sikte på koncernförhållanden, vilka enligt LUA 1:2 p. 4 och ABL 1:11–1:12 utgörs av moderbolag och dotterföretag. Enligt ABL 1:11 är ett aktiebolag moderbolag om det innehar eller förfogar över mer än hälften av rösterna i dotterföretaget eller annars har bestämmande inflytande över dotterföretaget. Närstående innefattar enligt LUA 3:5 p. 2 även make eller sambo till förvärvaren. Med make jämställs registrerad partner enligt lagen (1994:1117) om registrerat partnerskap 3:1. Enligt sambolagen (2003:376) 1 § avses med sambor "två personer som stadigvarande bor tillsammans i ett

⁶⁶ Stattin (2020) s. 503.

⁶⁷ SOU 2005:58 s. 238.

⁶⁸ Nyström et al. s. 30.

⁶⁹ Prop. 2005/06:140 s. 101.

⁷⁰ Broneus & Stattin s. 43.

⁷¹ Dock är endast närståendeförhållanden enligt LUA 3:5 p. 1 & 4 relevanta för budplikt enligt LUA 3:2 st. 1 p. 2.

parförhållande och har gemensamt hushåll". Sambolagen gäller dock endast samboförhållanden där ingen av parterna är gift (sambolagen 1 § 3 st.). Motsvarande begränsning har inte gjorts i LUA, vilket innebär att en person kan vara närstående till förvärvaren fastän denne är gift med en annan person än förvärvaren.⁷² LUA 3:5 p. 3 kräver ingen närmare förklaring.

Den överenskommelse som LUA 3:5 p. 4 åsyftar kan vara antingen skriftlig eller muntlig och ska avse flera verksamhetsår. Därmed träffas inte överenskommelser som gäller under kortare perioder eller från tid till tid. Ett exempel på ett samordnande av rösträtten som avses i punkt 4 är då rösträtten samordnas vid styrelseval i syfte att de valda ledamöterna ska utgöra majoritet i styrelsen.⁷³ Ordalydelsen i punkten har sin motsvarighet i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG (öppenhetsdirektivet) artikel 10 a).⁷⁴ Även LUA 3:5 p. 5 tar sikte på skriftliga eller muntliga överenskommelser, dock i syfte att uppnå *kontroll* över bolaget snarare än *bestämmande inflytande* som i punkt 4. Punkt 5 är direkt kopplad till takeover-direktivet artikel 2.1 d) och med en direktivkonform tolkning ska kontroll avse ett aktieinnehav motsvarande 30 % av det totala röstetalet i bolaget.⁷⁵

3.1.4 Undantag från budplikt

LUA 3 kap. anger tre situationer där undantag görs från budpliktsreglernas tillämpningsområde. Det första undantaget görs enligt LUA 3:3 då budpliktsgränsen uppnås till följd av ett frivilligt offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i bolaget. I en sådan situation anses budplikt inte vara nödvändig då samtliga aktieägare redan fått möjlighet att lämna bolaget till ett marknadsmässigt pris.⁷⁶ Det andra undantaget görs i LUA 3:6 st. 1 som anger att budplikt inte gäller vid tillfälliga innehav av kontrollposter i bolaget. Budplikten bortfaller alltså om den budpliktige, en närstående till denne, bolaget eller annan inom fyra veckor från budpliktens uppkomst vidtar åtgärder som medför att innehavet åter understiger 30 % av röstetalet. Slutligen bortfaller budplikt enligt LUA 3:6 st. 2

⁷² Prop. 2005/06:140 s. 105.

⁷³ Prop. 2005/06:140 s. 105 f.

⁷⁴ Nyström et al. s. 43.

⁷⁵ Prop. 2005/06:140 s. 105 f.

⁷⁶ Prop. 2005/06:140 s. 104.

om den budpliktige inom fyra veckor från budpliktens uppkomst påkallar tvångsinlösen av resterande aktier i bolaget enligt ABL 22 kap. Om inlösenförfarandet på något sätt avbryts uppkommer åter budplikt.⁷⁷

Utöver dessa tre lagstadgade undantag finns det två situationer där det är mer oklart huruvida undantag kan göras från budplikt. Den första situationen är då budpliktsgränsen visserligen överskrids men förvärvaren saknar bestämmande inflytande i bolaget till följd av att större aktieposter innehas av andra aktieägare. Ett sådant undantag har inte direkt stöd i lag men kan möjligtvis grundas i ett reduktionsslut från LUA 3 kap. En ytterligare situation där budplikt bör bortfalla är då förvärvaren, till följd av att budpliktsgränsen uppnås, lämnar ett frivilligt uppköpserbudande avseende resterande aktier i bolaget. Om detta frivilliga erbjudande lämnas på samma villkor som ett budpliktserbudande vad gäller vederlag bör budplikt bortfalla, då ändamålen bakom budplikt ändå uppnås.⁷⁸ För detta talar AMN 2005:34, där en förvärvare ursprungligen beviljats undantag från budplikt under förutsättning att denne inom viss tid avyttrade aktier så att budpliktsgränsen understegs. AMN konstaterade i fallet att budplikt inte heller skulle uppkomma om förvärvaren, istället för att avyttra aktier, lämnade ett frivilligt uppköpserbudande som uppfyller samma villkor som gäller för ett budpliktserbudande.

3.2 Budpliktserbudandets utformning och vederlag

Enligt LUA 3:1 ska budpliktserbudandet avse samtliga resterande aktier i bolaget⁷⁹ och lämnas inom fyra veckor från budpliktens utlösande. Vidare uppställer takeover-reglerna punkt II.21 vissa villkor som budpliktserbudandet ska uppfylla. Budpliktsbudets fullföljande får inte vara villkorat av annat än att nödvändiga myndighetstillstånd erhålls. En annan ordning skulle medföra en ökad risk för att den budpliktige skulle kunna kontrollera budpliktens fullgörande.⁸⁰ Därtill förutsätter en förlängning av acceptfristen för kontanterbudanden att utbetalning av vederlaget till de aktieägare som redan accepterat budet

⁷⁷ Stattin (2020) s. 521.

⁷⁸ Stattin (2020) s. 521 f.

⁷⁹ Från detta villkor har AMN dock medgett dispens i AMN 2008:31 och tillåtit att ett budpliktserbudande inte riktats till aktieägare i bland annat USA. AMN konstaterade att det visserligen var en inte obetydlig del (5 %) av det totala antalet aktier som innehades av aktieägare med hemvist i USA. Trots detta fann AMN skäl för dispens med hänsyn till att aktierna inte var noterade på någon marknadsplats i USA och att budpliktsbudet annars skulle innebära ökade kostnader för den budpliktige. AMN framhävde även att institutionella ägare i USA vanligen har en rutin för att kunna acceptera ett erbjudande fastän det inte är riktat mot dem.

⁸⁰ Stattin (2020) s. 508.

inte fördröjs. I övrigt ska de regler som gäller för frivilliga erbjudanden tillämpas även för budpliktserbjudanden, i den mån en sådan tillämpning är ändamålsenlig.⁸¹

Enligt takeover-reglerna punkt II.21 ska budpliktserbjudandet innehålla ett kontant vederlagsalternativ till samtliga aktieägare i målbolaget. Vidare anger punkt II.21 att det kontanta vederlaget ska justeras till för-, sido- och efteraffärer i enlighet med takeover-reglerna punkt II.13–II.15. Takeover-reglerna punkt II.13 och II.14 utgör ett införlivande av takeover-direktivet artikel 5.4. Prisutjämningsreglerna utgör tidsmässiga likabehandlingsregler som är uppställda i minoritetsaktieägarnas intresse, då dessa garanteras få ta del av en kontrollpremie vid utträde ur målbolaget. Samtidigt medför reglerna en nackdel för den budpliktige, som riskerar att behöva erlagga ett högre vederlag än om prisutjämningsregler inte förekom.⁸²

Vanligtvis vid bestämning av budpliktserbjudandets vederlag är det regeln om föraffärer i punkt II.13 som blir tillämplig.⁸³ Punkten anger att priset inte får vara mindre förmånligt än det som utgetts av budgivaren eller till denne närstående för aktier i målbolaget inom sex månader innan budpliktserbjudandets offentliggörande. Enligt punkt II.14 ska vederlaget även justeras till de mer förmånliga villkor som erbjuds aktieägare vid förvärv av aktier i målbolaget sedan budpliktsbudet offentliggjorts men innan betalning av vederlaget påbörjats. Slutligen anger punkt II.15 att ett kompenserande vederlag ska utges om budgivaren eller till denne närstående vid en efteraffär förvärvar aktier i målbolaget på villkor som är mer förmånliga för aktieägarna. Denna prisjusteringsregel gäller för förvärv som sker inom sex månader från dess att utbetalning av budpliktsbudets vederlag påbörjats.

3.3 Dispens från budplikt

Enligt LUA 7:5 får FI meddela dispens från budplikt om särskilda skäl föreligger. Denna rätt att meddela dispens har överlåtit av FI till AMN med stöd i LUA 7:10, förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument 5 § samt FFFS 2007:17 14 kap. 1 §. I praktiken meddelar AMN i stor utsträckning dispens från budplikt.⁸⁴ Enligt förarbeten till LUA ska bedömningen av dispens göras med utgångspunkt i budpliktsreglernas syfte att

⁸¹ Se kommentaren till takeover-reglerna punkt II.21.

⁸² Stattin (2020) s. 384.

⁸³ Stattin (2020) s. 528.

⁸⁴ Skog (2013) s. 245 f.

aktieägare ska få möjlighet att lämna bolaget vid ett kontrollskifte. I bedömningen ska en avvägning göras mellan aktieägarnas gemensamma intresse av att dispens beviljas och möjligheten för minoritetsaktieägare att göra en "exit". En faktor som talar för beviljande av dispens är om ett de facto skifte av kontroll inte skett fastän gränsen på 30 % uppnåtts. Detta kan vara fallet om den budpliktige inte kan utöva sin rösträtt motsvarande 30 % av det totala antalet röster på grund av rösträttsbegränsningar i bolagsordningen.⁸⁵

Ett av typfallen där dispens från budplikt beviljas är då budpliktsgränsen uppnåtts till följd av en emission som utgör ett led i ett målbolags företagsrekonstruktion. Syftet bakom den ökade röstandelen är då inte att få kontroll över bolaget utan snarare att undsätta bolaget från betydande ekonomiska svårigheter. I många av fallen som berör sådana emissioner har dispens från budplikt förenats med särskilda villkor, såsom att emissionsbeslutet måste godkännas av bolagsstämman med två tredjedelars majoritet.⁸⁶ Ett annat typfall för beviljande av dispens är då budplikt utlösts av en aktieöverlåtelse mellan närstående, då en sådan överlåtelse ofta inte medför något reellt kontrollskifte.⁸⁷ Med grund i samma skäl har dispens beviljats då budplikt uppkommit genom aktielån.⁸⁸ Vidare bör dispens normalt kunna beviljas då den budpliktige inte aktivt medverkat till budpliktens uppkomst, såsom om denne erhållit kontrollpositionen genom arv eller gåva. I fall att dispens från budplikt medges har förvärvaren inte rätt att ytterligare förvärva aktier i målbolaget utan att budplikt utlöses.⁸⁹

⁸⁵ Prop. 2005/06:140 s. 117.

⁸⁶ Se bl.a. AMN 2005:43, AMN 2005:44 & AMN 2006:08.

⁸⁷ Se bl.a. AMN 2004:13, AMN 2004:36 & AMN 2005:24.

⁸⁸ Se bl.a. AMN 2018:04 & AMN 2018:08.

⁸⁹ Prop. 2005/06:140 s. 117.

4 De brittiska budpliktsreglerna

4.1 Avsnittets syfte

I detta avsnitt avser jag att närmare behandla den brittiska budpliktsregleringen, vilket kommer att ligga till grund för jämförelsen mellan den svenska och brittiska regleringen i avsnitt fem. En beskrivning av den brittiska budpliktsregleringen är relevant i hänseendet att både LUA 3 kap. och takeover-reglernas budpliktsregler bygger på de brittiska budpliktsreglerna. Genom ökad kunskap om regelverket varifrån de svenska budpliktsreglerna härstammar kan en djupare förståelse för den svenska regleringens utformning och tillämpning erhållas. Vidare verkar den brittiska budpliktsregleringen på en större marknad och har större inflytande globalt än den svenska budpliktsregleringen. En förståelse för den brittiska budpliktsregleringen kan därför bidra med värdefulla insikter om hur den svenska regleringen kan ändras för att uppnå högre ekonomisk effektivitet. Innan en genomgång av de brittiska budpliktsreglerna görs är det av intresse att först redogöra för budpliktsreglernas uppkomst i Storbritannien, för att därigenom få en helhetsbild av den brittiska budpliktsregleringen.

4.2 Historisk tillbakablick

Den historiska bilden bakom Takeover Code och dess budpliktsregler sträcker sig till 1950-talets Storbritannien, då de familjeägda företagen som dominerade marknaden började få en mer utspridd ägarkrets.⁹⁰ Med denna förändring blev uppköpserbudanden allt vanligare i London och starka reaktioner följde av att vissa aktörer ansågs missbruka sitt förtroende på den då oreglerade aktiemarknaden.⁹¹ Dessa reaktioner ledde till att "the City Working Party", bestående av de främsta representanterna för finansmarknaden, sammanfördes år 1959 för att utarbeta ett regelverk kring offentliga uppköpserbudanden. Efter flera revideringar kom arbetet att år 1968 resultera i en Takeover Code, vars revidering och övervakning tillföll Takeover Panel.⁹²

⁹⁰ Johnston s. 246.

⁹¹ Se t.ex. fallet kring Savoy Hotel Ltd i Wedderburn s. 37 ff. I korthet vidtog Savoy Hotel:s styrelse en rad åtgärder (vad som efter fallet kallas "worchester scheme") för att förhindra budgivare från att efter förvärvet ändra verksamhetsinriktning för dotterbolaget Berkeley Hotel Ltd. Se även Johnston s. 248 ff.

⁹² Muston s. 2 f.

Regler kring budplikt inkluderades i Takeover Code redan vid dess införande år 1968 men var annorlunda utformade och inte kopplade till en statisk budpliktsgräns. Budplikt utlöstes istället när en person förvärvade aktier från någon i bolagets ledning och därigenom uppnådde effektiv kontroll över målbolaget. Överlåtaren av aktierna skulle då se till att förvärvaren lämnade ett motsvarande uppköpserbjudande till resterande aktieägare i bolaget.⁹³ Vad som utgjorde effektiv kontroll avgjordes av Takeover Panel in casu med hänsyn till aktieägarens förmåga att signifikant påverka bolagets affärer till förmån för aktieägarens egna intressen.⁹⁴

Detta utgjorde den enda budpliktsregeln fram till år 1972, då en ytterligare regel om budplikt infördes som reaktion på ett antal fall där minoritetsaktieägare ansågs ha förtryckts av kontrollägare.⁹⁵ Denna kompletterande budpliktsregel utlöstes vid varje förvärv som medförde att förvärvaren uppnådde ett innehav motsvarande minst 40 % av rösterna i bolaget.⁹⁶ En ordning med dubbla budpliktsregler orsakade dock osäkerhet bland marknadsaktörerna och svårigheter i tillämpningen.⁹⁷ Bidragande till osäkerheten var att Takeover Panel i sin praxis bedömt att effektiv kontroll vanligtvis förelåg vid ett innehav av 30 % av det totala röstetalet. Därmed valde Takeover Panel att år 1974 förena de båda reglerna till en budpliktsregel som utlöstes vid aktieförvärv varigenom ett innehav av 30 % av det totala röstetalet uppnåddes. Den nya budpliktsgränsen fastställdes utifrån en undersökning av vilket aktieinnehav som vanligtvis krävdes för att uppnå effektiv kontroll över brittiska aktiemarknadsbolag.⁹⁸

År 1974 infördes därtill en regel om flerstegsbudplikt i syfte att hindra aktieägare från att bygga upp ett kontrollinnehav över tid utan att behöva erlagga ett budpliktserbjudande ("creeper control"). Budplikt utlöstes således vid uppnående av 30 % av röstetalet, men även då aktieägaren innehade 30–50 % av röstetalet och ökade röstandelen med minst en procentenhet under en tolv månadersperiod.⁹⁹ År 1976 höjdes den successiva budpliktsgränsen från en till två procentenheter, men sänktes åter till en procentenhet år 1993.¹⁰⁰ Möjligheten för en aktieägare att öka sin röstandelen med en procentenhet utan att utlösa

⁹³ Takeover Code (1968) Rule 10; Skog (1993) s. 80.

⁹⁴ Rabinowitz, para. 4-8004 s. 4238.

⁹⁵ Se t.ex. Adeptons bud på Williams Hudson Ltd år 1970 i Takeover Panel Statement 1971/03.

⁹⁶ Takeover Code (1972) Rule 35; Takeover Panel Statement 1972/02.

⁹⁷ Rabinowitz, para. 4-8004 s. 4238.

⁹⁸ Skog (1993) s. 117.

⁹⁹ Johnston s. 445.

¹⁰⁰ Takeover Panel Statement 1993/02.

budplikt avskaffades år 1998 med motiveringen att avskaffandet ansågs vara i aktieägarnas intresse generellt. Sedan dess utlöses budplikt vid varje förvärv av aktier som medför en ökning av röstandelen då en aktieägare innehar mellan 30 % och 50 % av det totala röstetalet.¹⁰¹

Vad gäller takeover-direktivets implementering har ytterst få ändringar behövt vidtas i Storbritannien, vilket är naturligt sett till att direktivet till stor del är baserat på den brittiska Takeover Code.¹⁰² Budpliktsreglerna har bevarats i Takeover Code, vilken i och med direktivets implementeringskrav har fått stöd i den brittiska aktiebolagslagen Companies Act 2006 Part 28.

4.3 Budpliktsreglernas tillämpningsområde

4.3.1 Gränsen för budplikt

Budplikt i Storbritannien regleras i Takeover Code Rule 9. Enligt Rule 9.1 måste ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga resterande aktier i bolaget lämnas när:

1. "any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company" eller,
2. "any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested".

Sammanfattningsvis aktualiseras budplikt initialt när någon, ensam eller tillsammans med en som handlar i samförstånd med denne, genom förvärv uppnår ett aktieinnehav som representerar minst 30 % av rösterna i bolaget. Därefter aktualiseras budplikt även när någon, vars innehav representerar mellan 30 % och 50 % av det totala röstetalet, förvärvar aktier i bolaget så att dess andel av röstetalet ökar. Storbritannien tillämpar därmed en

¹⁰¹ Takeover Panel Statement 1998/10.

¹⁰² Muston s. 79.

flerstegsbudplikt som skyddar minoritetsaktieägare inte endast då någon uppnår kontroll över 30 % av rösterna, utan även vid varje ökning av kontrollen upp till 50 % röstinnehav.

4.3.2 Förvärvsbegreppet och budpliktssubjekt

Enligt Takeover Code Rule 9.1 utlöses budplikt oberoende av vilket sätt förvärvet sker på. Förvärvet kan alltså ske genom köp såväl som genom att andra värdepapper konverteras till aktier med rösträtt. Däremot utlöses inte budplikt vid förvärv av värdepapper som *kan* konverteras till aktier eller *ger rätt* att teckna aktier; en potentiell rösträtt räknas inte till budpliktsgränsen i fråga. Här bör även noteras att Rule 9.1 använder begreppet "acquires an interest in shares". Enligt definitionen av "interests in securities" avser begreppet inte enbart förvärv av äganderätt till aktierna, utan även andra förvärv som medför en långvarig exponering till förändringar i den aktuella aktiekursen. Det kan exempelvis handla om att aktieägaren får en rätt att styra hur rösträtten som tillkommer aktierna i fråga ska utövas. Vidare anger Takeover Code Rule 9.1 Note 13 att Takeover Panel ska konsulteras gällande skyldigheten att lämna ett budpliktserbjudande då budplikt utlöses till följd av en gåva. Enligt Note 14 bör Takeover Panel även konsulteras gällande budpliktsskyldigheten då aktier med rösträtt har blivit tilldelade en person men ännu inte har emitterats.

Som huvudregel är förvärvaren budpliktssubjekt enligt Takeover Code Rule 9.2. Om förvärvaren uppnår budpliktsgränsen genom att handla i samförstånd med andra, utan att vara huvudsaklig medlem i denna grupp av personer, kan Takeover Panel dock undantagsvis finna övriga gruppmedlemmar budpliktiga. Vidare reglerar Takeover Code Rule 9.6 den särskilda situation då en person blir budpliktig genom förvärv av aktier från målbolagets styrelseledamöter. I en sådan situation måste den överlåtande styrelseledamoten säkerställa att förvärvaren fullgör sin budplikt genom att ange fullgörandet som ett villkor för aktieöverlåtelsens fullbordande. Styrelseledamoten får inte heller, utan medgivande från Takeover Panel, lämna sitt styrelseuppdrag förrän budet blivit ovillkorat eller budprocessen avslutas, beroende på vilket alternativ som inträffar senast.

4.3.3 Acting in concert

Budpliktsgränserna i Takeover Code Rule 9.1 är kopplade till hur stor andel av det totala röstetalet som förvärvaren innehar tillsammans med personer som handlar i samförstånd med denne ("persons acting in concert"). Majoriteten av Takeover Panel:s ärenden kring

budplikt rör tolkningen av "persons acting in concert".¹⁰³ Enligt Takeover Code Definitions avses med begreppet:

"[...] persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control [...] of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company".

Takeover Code Definitions utpekar även i en lista personer som presumeras agera i samförstånd om inte annat visas. Listan inkluderar bland andra koncernbolag, bolag som kontrollerar minst 20 % av ett koncernbolags aktiekapital, ett bolag och dess ledningspersoner samt en person och dess nära anhöriga. Presumtionen kan dock brytas om personerna i fråga kan uppge tydliga bevis på att de inte agerar i samförstånd på det sätt som förutsätts i Takeover Code.

Takeover Panel har i kommentaren till Rule 9.1 lämnat förtydliganden kring hur begreppet "acting in concert" ska tolkas när det aktualiseras i budpliktssammanhang. Bland annat klargör Takeover Panel att aktieinnehavet hos personer som anges i definitionen inte utlöser budplikt om inte personerna *samarbetar* vid förvärvet. Det innebär att budplikt inte utlöses då en person förvärvar aktier utan den andra personens/de andra personernas vetskap och dessa personer *sedan* samarbetar för att uppnå kontroll över målbolaget. Däremot utlöses budplikt om personerna förvärvar aktier efter att de börjat samarbeta och därigenom uppnår någon av budpliktsgränserna. Vidare förtydligar Takeover Panel att aktieägare inte anses handla i samförstånd endast på grund av att de representeras av samma biträde inför styrelsen. Inte heller omfattas situationen då aktieägare kommer överens om att rösta på ett enat sätt gällande en särskild fråga vid en bolagsstämma.

4.3.4 Undantag från budplikt

I Takeover Code anges få uttryckliga undantag från budplikt, vilket beror på att Takeover Panel har lämnats ett stort utrymme för att besluta om dispens från budplikt.¹⁰⁴ Därmed är det främst Takeover Panel som har i uppgift att genom dispens reglera situationerna där budplikt bör bortfalla. Ett av undantagen som föreskrivs i Takeover Code är att budplikt inte utlöses om budpliktsgränsen uppnås till följd av ett frivilligt bud omfattande

¹⁰³ Takeover Code Notes on Rule 9.1 Persons Acting in Concert.

¹⁰⁴ Marccus Partners & CEPS s. 49 f.

samtliga resterande aktier med rösträtt i bolaget (Rule 9.1). Däremot inträder budplikt fortfarande vid varje aktieförvärv därefter som medför rösträtt, om den budpliktige innehar aktier som motsvarar mellan 30 % och 50 % av det totala röstetalet. För att undvika en eventuellt efterföljande budplikt bör det frivilliga budet därmed vara villkorat av att förvärvaren uppnår ett innehav som motsvarar minst 50 % av det totala röstetalet. Vidare klargörs i Takeover Code Notes on Dispensation from Rule 9 att budplikt inte uppkommer för en ägare av aktier utan rösträtt, som uppnår budpliktsgränsen genom tilldelning ("enfranchisement") av rösträtt. Detta förutsätter dock att aktieägaren inte hade anledning att anta att tilldelning av rösträtt skulle ske då aktierna förvärvades.

4.4 Budpliktserbudandets utformning och vederlag

Takeover Code Rule 2.2 b) och 24.1 föreskriver att en erbjudandehandling i regel ska överlämnas till aktieägarna i målbolaget inom 28 dagar från dess att budplikt utlöses. Enligt Rule 9.3 a) får ett budpliktserbudande endast villkoras av att den budpliktige samt personer som handlar i samförstånd med denne uppnår ett innehav motsvarande mer än 50 % av röstetalet. Om den budpliktige inte uppnår ett innehav motsvarande mer än 50 % av röstetalet kan denne välja mellan att förvärva de aktier som erbjudits eller inte förvärva några aktier alls. Rule 9.3 b) anger att aktieförvärv som medför budplikt inte får genomföras om budpliktserbudandet skulle behöva vara villkorat av annat än uppnående av mer än 50 % av rösterna.

Budpliktserbudandet måste enligt Takeover Code Rule 9.5 innehålla ett kontant vederlagsalternativ för varje aktieklass. Vederlaget måste uppgå till det högsta pris som erlagts för aktier i målbolaget av den budpliktige eller personer som handlar i samförstånd med denne inom tolv månader från budpliktserbudandets offentliggörande (föreffär). Vidare måste vederlaget justeras till minst det mer förmånliga pris som erbjudits för aktier vid en sidoaffär. En sidoaffär föreligger då den budpliktige eller personer som handlar i samförstånd med denne efter budpliktsbudets offentliggörande men innan acceptfristen löpt ut förvärvar aktier i målbolaget. Skulle aktier tidigare ha förvärvats mot annat än kontant vederlag ska det kontanta vederlagsalternativ som erbjuds istället bestämmas

utifrån en oberoende värdering.¹⁰⁵ Slutligen anger Rule 9.5 d) att det kontanta vederlagsalternativet måste vara öppet för accept minst 14 dagar efter det att budpliktserbjudandets acceptfrist annars skulle ha löpt ut.

4.5 Dispens från budplikt

Takeover Panel har enligt Rule 9.1 rätt att bevilja dispens från budpliktsreglerna. Denna rätt att meddela dispens är omfattande och gäller utan att Takeover Panel behöver motivera varför dispens beviljas. Dispens meddelas generellt sett då budplikt anses vara orimligt ingripande eller betungande för den budpliktige med hänsyn till principerna bakom budplikt, vägt mot övriga aktieägares intressen.¹⁰⁶

Enligt Takeover Code Notes on Dispensation from Rule 9 medger Takeover Panel generellt sett dispens i fem situationer. Den första situationen är då budplikt uppkommer på grund av en nyemission och berörda aktieägare i förväg genom stämmobeslut har avstått från sin rätt till ett budpliktserbjudande (så kallad "whitewash waiver"). Den andra situationen infaller då budplikt uppkommer på grund av ett infriande av säkerhet i form av aktier eller andra värdepapper. Om den budpliktige inom en begränsad tid avyttrar aktier så att innehavet åter understiger den aktuella budpliktsgränsen meddelas generellt dispens från budplikt. En tredje situation är då budplikt utlöses på grund av en nyemission, som sker i syfte att akut rädda ett företag, och en "whitewash waiver" inte erhållits. Förvärvaren kan då medges dispens från budplikt om detta godkänns av berörda aktieägare så fort som möjligt efter räddningsaktionen och aktieägarna erhåller tillräckligt skydd på annat sätt.

Den fjärde situationen som kan uppstå är om budplikt uppkommer på grund av ett oavsiktligt misstag. Om den budpliktige inom en begränsad tid avyttrar aktier så att innehavet åter understiger den aktuella budpliktsgränsen beviljas vanligen dispens. Slutligen beviljas dispens generellt då innehavare av minst 50 % av röstetalet anger att de inte kommer acceptera budpliktsbudet alternativt, vid nyemission, kommer avstå från sin rätt enligt en "whitewash waiver". Detsamma gäller då minst 50 % av det totala röstetalet redan innehas av en person annan än den budpliktige.

¹⁰⁵ Takeover Code Rule 9.5 Note 1.

¹⁰⁶ Marccus Partners & CEPS s. 49 f.

5 Jämförelse av de svenska och brittiska budpliktsreglerna

5.1 Avsnittets syfte

I detta avsnitt avser jag att jämföra de svenska och brittiska budpliktsreglernas huvuddrag samt försöka förklara orsaken bakom likheter och skillnader mellan reglerna, vilket besvarar uppsatsens andra frågeställning. Som anförts i avsnitt 1.3.2 finns det flera anledningar till varför en komparativ analys kan vara av intresse inom juridiken. Införandet såväl som revideringen av budpliktsreglerna i Sverige har till stor del påverkats av den brittiska budpliktsregleringen. Den svenska budpliktsregleringen utgör således ett exempel på en rättstransplantation som inte enbart har lyckats utan där de transplanterade reglerna även har påverkat den framtida regleringen i det nya rättssystemet.¹⁰⁷ Därmed är det inte endast intressant utan även nödvändigt att ta hänsyn till den brittiska budpliktsregleringen när de svenska reglerna studeras. Inom ramen för denna uppsats finns dock inte utrymme för att analysera budpliktsreglernas samtliga komponenter. Jämförelsen kommer därför att göras med fokus på de bestämmelser som särskilt präglar den svenska och brittiska budpliktsregleringen.

För att kunna förklara varför likheter och skillnader finns mellan budpliktsreglerna i Sverige och Storbritannien behövs först en bakgrund till ägarstrukturen och aktiemarknaden i respektive land. Jag kommer därför i det följande först undersöka ägarstrukturen och aktiemarknaden i Sverige respektive Storbritannien, innan uppsatsens andra frågeställning besvaras. Denna genomgång kommer också ligga till grund för den senare diskussionen kring vilka huvudsakliga begränsningar som följer av den svenska budpliktsregleringen och hur dessa kan överbryggas.

¹⁰⁷ Larsson-Olaison s. 26.

5.2 Ägarstrukturen och aktiemarknaden i Sverige respektive Storbritannien

Den svenska aktiemarknaden präglas av en relativt unik ägarstruktur globalt sett och är i flera avseenden en motsats till den anglo-saxiska modellen. Detta är fallet trots att regleringen av den svenska aktiemarknaden till stor del är inspirerad av den brittiska regleringen. Svenska aktiemarknadsbolag präglas generellt av ett högst koncentrerat ägande.¹⁰⁸ En undersökning från år 2005 visar att cirka en tredjedel av alla noterade bolag i Sverige ägdes av en krets där samtliga aktieägare kontrollerade mindre än 20 % av bolagets röster. I cirka hälften av de noterade bolagen fanns det en aktieägare som kontrollerade 20–50 % av röstetalet. Vidare fanns det i cirka en femtedel av börsbolagen en aktieägare som kontrollerade över 50 % av röstetalet och därmed hade en absolut kontrollposition i bolaget.

Denna bild av den svenska ägarkretsen har inte ändrats i någon större mån sedan år 2005. Enligt en uträkning från år 2020 kontrollerar den största aktieägaren i noterade bolag i Sverige i genomsnitt 36,8 % av rösterna i bolaget. Sett till de 425 största noterade bolagen i Sverige, vilka representerar över 99 % av marknadsvärdet, innehar de största aktieägarna samt till dessa närstående sammantaget 37,4 % av rösterna.¹⁰⁹

Till skillnad från Sverige präglas den brittiska aktiemarknaden av en utspridd ägarstruktur. Enligt en större studie genomförd år 1999 hade inga av Storbritanniens 20 största bolag en ägare vars innehav motsvarade 20 % eller mer av det totala röstetalet. Av dessa 20 bolag var det ytterst få som hade en ägare vars kontroll omfattade 10 % eller mer av bolagets röster.¹¹⁰ Att ägandet i brittiska börsbolag är utspritt bekräftas även av andra studier. Enligt en sammanställning från år 2001 innehade de största kontrollägarna i brittiska börsbolag i median 9,9 % av röstetalet i bolaget, vilket kan jämföras med 34,9 % i median i svenska börsbolag.¹¹¹ En studie från år 2002 visar att andelen börsbolag med

¹⁰⁸ Agnblad et al. s. 228.

¹⁰⁹ Lidman s. 351. Observera dock att dessa siffror avser bolag noterade på både reglerade marknader och handelsplattformar samt att siffrorna avser det totala innehavet av aktieägare samt till dessa närstående enligt LUA 3:5.

¹¹⁰ La Porta et al. s. 492 f.

¹¹¹ Becht & Mayer s. 18 f.

ägare som kontrollerar minst 20 % av rösterna är betydligt lägre i Storbritannien än i övriga Västeuropa, inklusive Sverige.¹¹²

Vidare ägs en stor del av aktierna i brittiska börsbolag av institutionella investerare. Enligt en undersökning från år 1992 uppgick institutionella investerares ägande till 60 % av det totala värdet på den brittiska aktiemarknaden.¹¹³ En undersökning från år 2012 visar att endast 11 % av det totala värdet på den brittiska aktiemarknaden innehas av privatpersoner.¹¹⁴ Till skillnad från i Storbritannien består kontrollägare i svenska börsbolag till stor del av familjer eller privatpersoner. Enligt en studie från år 2002 är andelen börsbolag där minst 20 % av rösterna kontrolleras av familjer 46,94 % i Sverige, medan andelen är 23,68 % i Storbritannien.¹¹⁵ Vidare visar en undersökning avseende 304 noterade bolag i Sverige från år 2002 att 61,8 % av bolagen hade en familj eller en privatperson som största aktieägare. En residualgrupp av "övriga investerare" utgjorde den näst största gruppen av ultimata kontrollägare och dominerade 10,2 % av bolagen. Slutligen bestod den tredje största gruppen av ultimata kontrollägare av utländska investerare, vilka var den största ägaren i 8,6 % av bolagen.¹¹⁶

Vad gäller transaktionsvolymen på aktiemarknaden är andelen takeovers på svenska börser låg. Detta beror till stor del på den koncentrerade ägarstrukturen i Sverige, då ett framgångsrikt uppköpserbjudande på den svenska marknaden i många fall kräver stöd av kontrollägaren. Då takeovers sker är de i nästan samtliga fall resultatet av ett förhandlat bud mellan budgivaren och de största kontrollägarna i målbolaget.¹¹⁷ Vidare förekommer partiella bud sällan, utan budet avser i de flesta fall samtliga aktier i bolaget och är villkorat av att budgivaren uppnår ett innehav av 90 % av aktierna. Syftet bakom detta villkor är troligtvis att uppnå full kontroll över målbolaget, då innehav av 90 % av aktierna medför rätt att påkalla tvångsinlösen av minoritetsaktier enligt ABL 22 kap. Syftet verkar även ofta vara att efter budets genomförande avnotera målbolaget från börsen.¹¹⁸

¹¹² Faccio & Lang s. 365.

¹¹³ Goergen & Renneboog s. 259.

¹¹⁴ Çelik & Isaksson s. 7.

¹¹⁵ Faccio & Lang s. 379.

¹¹⁶ Agnblad et al. s. 232 f. Vad gäller gruppen av utländska investerare kan andelen vara något i underkant då andelen inte inkluderar bland annat fusioner mellan svenska och utländska bolag.

¹¹⁷ Agnblad et al. s. 246 f.

¹¹⁸ Stattin (2020) s. 489.

Storbritannien har till skillnad från Sverige en aktiv marknad för erhållande av företagskontroll och transaktionsvolymen är också betydligt högre än på den svenska marknaden.¹¹⁹ Detta sammanhänger med att London anses utgöra ett av världens viktigaste finanscenter med en ledande aktiemarknad.¹²⁰ Slutligen är andelen fientliga uppköpserbjudanden i Storbritannien högre än i Sverige, där fientliga uppköpserbjudanden är ytterst ovanliga.¹²¹ Mot bakgrund av denna beskrivning avser jag att i det följande besvara uppsatsens andra frågeställning gällande huvudsakliga likheter och skillnader mellan de svenska och brittiska budpliktsreglerna.

5.3 Likheter och skillnader mellan budpliktsreglerna

5.3.1 Gränsen för budplikt

Till att börja med är den mest framträdande aspekten av budpliktsreglerna vilken kontrollposition som är kopplad till budpliktens utlösande. I både Sverige och Storbritannien är budpliktsgränsen kopplad till innehav av aktier som motsvarar 30 % av det totala röstetalet. Att denna gräns är gemensam för länderna är inte förvånande med tanke på att de svenska budpliktsreglerna har utformats med de brittiska som förebild. Den brittiska budpliktsgränsen fastställdes först till 40 % av röstetalet men sänktes år 1974 till den nuvarande gränsen på 30 % av röstetalet. Vid budpliktsreglernas införande i Sverige år 1999 sattes även den svenska budpliktsgränsen till 40 % av röstetalet, men sänktes år 2003 till 30 % av röstetalet. NBK motiverade sänkningen med att ett innehav av 30 % av röstetalet vanligtvis är en tillräcklig kontrollpost för att påverka bolagets agerande,¹²² vilket också var Takeover Panel:s motivering till sänkningen.¹²³

Riktigheten av NBK:s motivering har dock ifrågasatts, då ingen empirisk undersökning som visar på någon förändring i den svenska ägarstrukturen verkar ha föregått sänkningen. I doktrin har man snarare ansett att sänkningen föranleddes av att NBK ville anpassa den svenska budpliktsgränsen till internationell standard för att öka Sveriges

¹¹⁹ La Porta et al. s. 492 f.

¹²⁰ Dimson et al. s. 37.

¹²¹ Goergen & Renneboog s. 259.

¹²² SOU 2005:58 s. 153.

¹²³ Takeover Panel Report of the Year ended 31st March 1991 s. 7.

attraktivitet som marknad för utlandsinvesteringar.¹²⁴ Innehav av 30 % av röstetalet utgör nämligen standard som budpliktsgräns globalt sett, särskilt inom Europa.¹²⁵

En skillnad mellan den svenska och brittiska budpliktsgränsen är att ett innehav av 30 % av det totala röstetalet utgör den enda budpliktsgränsen i Sverige. Den brittiska regleringen består däremot av en flerstegsbudplikt, där 30 % av röstetalet utgör den initiala gränsen för utlösande av budplikt. Därutöver utlöses budplikt i Storbritannien vid varje aktieförvärv som medför en ökning av röstetalet och som sker då förvärvaren innehar aktier motsvarande 30–50 % av röstetalet. Denna kompletterande budpliktsgräns infördes för att förhindra aktieägare från att successivt ta kontroll över ett bolag ("creeping control") utan att behöva erbjuda resterande aktieägare möjligheten att lämna bolaget till ett skäligt pris.¹²⁶ Sett enbart till budpliktsgränsen medför den brittiska regleringen alltså ett starkare minoritetsskydd än den svenska regleringen.

Varför Sverige valt att inte införa en flerstegsbudplikt är oklart. Den svenska ägarstrukturen är mer koncentrerad än den brittiska och kontrollskiften sker vid en högre röstandel, varför budplikt vid en högre andel än 30 % av röstetalet skulle vara motiverad. Från NBK:s håll saknas det motivering till varför en ytterligare gräns inte införts trots en omfattande diskussion kring flerstegsbudplikt. Enligt Stattin är en möjlig förklaring att NBK inte såg några direkta fördelar med flerstegsbudplikt samt att risken för en sämre marknad för företagskontroll ökar med en ytterligare budpliktsgräns.¹²⁷

Därtill kan den nuvarande ordningen utan flerstegsbudplikt i min mening möjligtvis förklaras av en allmän motvillighet mot budpliktsreglering bland marknadsaktörer.¹²⁸ Att budplikt infördes i NBK:s takeover-regler berodde troligtvis på att budpliktsregler blivit vanliga på den europeiska marknaden,¹²⁹ snarare än att det fanns en stor efterfrågan på budplikt bland marknadsaktörer. En annan plausibel anledning bakom införandet, trots motvilligheten bland marknadsaktörer, är att regler om budplikt inkluderats i samtliga av EU-kommissionens förslag till takeover-direktiv.¹³⁰ Inte heller direktivförslagen har dock

¹²⁴ Lidman s. 351 ff.

¹²⁵ SOU 2005:58 s. 9.

¹²⁶ Johnston s. 451.

¹²⁷ Stattin (2020) s. 488. En ytterligare budpliktsgräns kan försvåra för marknaden för företagskontroll genom ökade kostnader för takeovers, vilket medför en mindre effektiv resursallokering på aktiemarknaden. Se mer om budpliktsreglernas begränsande effekter i avsnitt 6.2.

¹²⁸ Se avsnitt 2.1 & Skog (1993) s. 122.

¹²⁹ NBK:s rekommendation (1999) kommentar till införandet av budplikt; Lidman s. 203.

¹³⁰ Stattin (2009) s. 430.

följt den brittiska ordningen med flerstegsbudplikt,¹³¹ vilket Skog menar är anmärkningsvärt.¹³²

5.3.2 *Införlivande av begreppet personer som handlar i samförstånd*

Något som är nära sammankopplat med gränsen för utlösande av budplikt är hur kretsen av personer, vars innehav tas i beaktan vid beräkning av budpliktsgränsen, bestäms. Takeover Code Rule 9.1 räknar innehav av *personer som handlar i samförstånd* ("persons acting in concert") med förvärvaren till budpliktsgränsen. Enligt LUA 3:1–3:2 är det istället innehav av *närstående*, definierat i LUA 3:5, som räknas till budpliktsgränsen.¹³³ Lagstiftaren poängterar i förarbeten till LUA att begreppet närstående inte innebär någon skillnad i sak i förhållande till takeover-direktivets begrepp personer som handlar i samförstånd. I förarbetena framhålls vidare att både det svenska begreppet närstående och takeover-direktivets begrepp personer som handlar i samförstånd har sin grund i Takeover Code:s definition av "acting in concert".¹³⁴ Enligt detta resonemang bör det inte föreligga någon skillnad i sak mellan kretsen av personer vars innehav räknas till budpliktsgränsen på den svenska och brittiska aktiemarknaden.

Däremot föreligger det en skillnad i sättet på vilket innehavet hos personkretsen i fråga räknas till budpliktsgränsen i Sverige respektive Storbritannien. Enligt Takeover Code Rule 9.1 utlöses de brittiska budpliktsreglerna vid *förvärv*, varigenom budpliktsgränsen överträds. De svenska budpliktsreglerna utlöses dock både vid *förvärv*¹³⁵ och då personer kommer överens om att samordna rösträtten för att uppnå *bestämmande inflytande över bolagets förvaltning*.¹³⁶ Denna skillnad i när budplikt utlöses beror på att begreppet personer som handlar i samförstånd, som förekommer i både takeover-direktivet och öppenhetsdirektivet, har implementerats på olika sätt i olika medlemsstater. I takeover-direktivet artikel 2.1 d) definieras personer som handlar i samförstånd som:

"fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren eller målbolaget på grundval av ett uttryckligt, eller underförstått, muntligt eller skriftligt avtal som

¹³¹ Se t.ex. COM (88) artikel 4.

¹³² Skog (1993) s. 86.

¹³³ Observera dock att endast närståendeförhållanden enligt LUA 3:5 p. 1 & 4 räknas till budpliktsgränsen enligt LUA 3:2 st. 1 p. 2.

¹³⁴ SOU 2005:58 s. 98.

¹³⁵ LUA 3:1 & LUA 3:2 st. 1 p. 1.

¹³⁶ LUA 3:2 st. 1 p. 2; LUA 3:5 p. 1 & 4.

syftar antingen till att uppnå kontroll över målbolaget, eller till att försvåra ett framgångsrikt genomförande av erbjudandet".

I öppenhetsdirektivet används inte personer som handlar i samförstånd som ett uttryckligt och definierat begrepp på samma sätt som i takeover-direktivet. Däremot förekommer begreppet personer som handlar i samförstånd indirekt som koncept i öppenhetsdirektivet artikel 10 a),¹³⁷ där det inkluderar:

"[...] en tredje part med vilken den fysiska eller juridiska personen har ingått ett avtal som förpliktar dem att anta en bestående gemensam hållning gällande förvaltningen av emittenten i fråga på grundval av ett samordnat utnyttjande av de berörda rösträtterna".

Takeover-direktivets definition av personer som handlar i samförstånd fokuserar på uppnående av kontroll över målbolaget eller försvårande av ett framgångsrikt genomförande av ett uppköpserbjudande. Takeover-direktivet artikel 2.1 d) tar därmed sikte på *förvärvssituationer*, vilket skiljer sig från öppenhetsdirektivets användning av konceptet personer som handlar i samförstånd. Öppenhetsdirektivet artikel 10 a) tar istället sikte på en mer långvarig strategi för att uppnå en *bestående gemensam hållning gällande förvaltningen* av målbolaget.¹³⁸

Vid införlivandet av takeover-direktivets budpliktsregler har Storbritannien valt att stå fast vid takeover-direktivets definition av personer som handlar i samförstånd, varför budplikt endast utlöses vid förvärv. Sverige har dock valt att vid införlivandet av budpliktsreglerna inkorporera uttryck från såväl takeover-direktivet artikel 2.1 d) som från öppenhetsdirektivet artikel 10 a).¹³⁹ Detta har resulterat i att budplikt i Sverige kan utlösas utan att ett aktieförvärv behöver ske (LUA 3:2 st. 1. p. 2). Därmed medför den svenska implementeringen av takeover-direktivets budpliktsregler och begreppet personer som handlar i samförstånd ett starkare minoritetsskydd än den brittiska implementeringen, vilket bekräftas i studien av Marccus Partners och CEPS.¹⁴⁰

¹³⁷ Marccus Partners & CEPS s. 59 f.

¹³⁸ Marccus Partners & CEPS s. 59 f.

¹³⁹ COM (2012) s. 6; se även ovan avsnitt 3.1.3.

¹⁴⁰ Marccus Partners & CEPS s. 268.

5.3.3 Bestämning av vederlaget för budpliktserbjudanden

En annan viktig aspekt av budpliktsreglerna är vilket vederlag som ska utges för aktierna som förvärvas genom ett budpliktserbjudande. Både den svenska och brittiska budpliktsregleringen anger dels att ett kontant vederlagsalternativ ska erbjudas aktieägarna i målbolaget och dels att budpliktserbjudandets vederlag ska justeras till för- och sidoaffärer. Att dessa regler är samstämmiga för Sverige och Storbritannien är naturligt med tanke på kraven kring kontant vederlagsalternativ och justering till för- och sidoaffärer i takeoverdirektivet artikel 5. Dessutom infördes de svenska reglerna om justering av vederlaget med grund i motsvarande brittiska regler.¹⁴¹

En skillnad är dock att takeover-reglerna kräver att aktieägare ska kompenseras för skillnaden mellan budpliktserbjudandets vederlag och det högre vederlag som erlaggs vid efteraffärer, vilket inte krävs enligt Takeover Code. NBK gav ingen särskild motivering till införandet av regeln om justering till efteraffärer i Sverige. Den enda motivering som NBK gav var att prisjusteringsregler generellt, inklusive regeln om justering till efteraffärer, utgör en viktig del av likabehandlingsprincipen och upprätthåller förtroendet för aktiemarknaden.¹⁴² Att justering av vederlaget inte görs till efteraffärer i Storbritannien kan ifrågasättas, då Storbritannien likt Sverige präglas av ett starkt skydd för minoritetsaktieägare.¹⁴³

En möjlig faktor bakom den brittiska ordningen kan i min mening vara att en sådan regel inte anses motiverad med hänsyn till dess negativa inverkan på den brittiska aktiemarknaden. Reglerna kring justering av vederlaget gäller nämligen inte enbart för budpliktserbjudanden, utan även för frivilliga erbjudanden och har därmed stor påverkan på publika företagsförvärv. Som ovan konstaterat utgörs ägarstrukturen på den brittiska aktiemarknaden av en högre andel institutionella investerare än på den svenska aktiemarknaden. Vidare är de institutionella investerarnas innehav i hedgefonder betydligt högre på den brittiska aktiemarknaden än på den svenska.¹⁴⁴ Enligt Marccus Partners och CEPS är det inte ovanligt att vissa aktieägare i målbolag, såsom just hedgefonder, använder särskilda strategier för att maximera det erhållna vederlaget vid ett offentligt uppköps-erbjudande. En sådan strategi kan vara att bevara en så stor andel aktier att budgivaren

¹⁴¹ NBK:s rekommendation år 1971 s. 16; Lidman s. 190 f.

¹⁴² NBK:s rekommendation år 1971 s. 16; Lidman s. 190 f.

¹⁴³ Goergen & Renneboog s. 265.

¹⁴⁴ Çelik & Isaksson s. 12.

precis hindras från att nå det innehav som krävs för att påkalla tvångsinlösen av minoritetsaktier. På detta sätt kan aktieägaren efter uppköpserbjudandet förhandla sig till mer förmånliga villkor, då förvärv av dennes aktier medför att förvärvaren kan få full kontroll över målbolaget.¹⁴⁵ Att i en efteraffär erbjuda ett högre vederlag för vissa aktier kan dock bli alltför kostsamt för förvärvaren om denne måste kompensera de aktieägare som tidigare överlätit sina aktier. På grund av ägarstrukturen i brittiska börsbolag kan ett krav på prisjustering till efteraffärer därmed möjligtvis försvåra för takeovers så pass att regeln inte anses ekonomiskt motiverad.

En ytterligare skillnad mellan regelsystemen är att Sverige tillämpar en referensperiod på sex månader gällande för- och efteraffärer, medan referensperioden för föraffärer är tolv månader i Storbritannien. Varför Sverige inte tillämpar samma referensperiod som i Storbritannien framgår inte av NBK:s motivering till införandet av dessa referensperioder. En plausibel förklaring är att en lika lång referensperiod inte anses motiverad i Sverige då ett starkt minoritetsskydd redan erhålls genom kravet på justering av vederlaget till efteraffärer. Att även tillämpa en referensperiod avseende för- och/eller efteraffärer på tolv månader kan tänkas medföra en alltför begränsande effekt på takeovers, då en längre referensperiod medför högre transaktionskostnader.¹⁴⁶ Med en referensperiod på sex månader avseende för- och efteraffärer uppgår den totala tidsperioden att ta i beaktan till lika lång som referensperioden i Storbritannien.

¹⁴⁵ Marccus Partners & CEPS s. 67 f.

¹⁴⁶ Stattin (2020) s. 384.

6 Framåtblickande diskussion

6.1 Avsnittets syfte

Budpliktsreglerna syftar som konstaterat till att säkra likabehandling av aktieägare, för att därigenom upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Att allmänheten har förtroende för aktiemarknaden är grundläggande för att säkerställa aktiemarknadens resursallokerande och riskdiversifierande funktioner, vilka i sin tur bidrar till ökad välfärd i samhället. Samtidigt har budpliktsreglerna varit omdebatterade då de anses föra med sig vissa negativa konsekvenser för aktiemarknaden och samhällsekonomin. I detta avsnitt avser jag att undersöka vilka ekonomiska begränsningar som de svenska budpliktsreglerna i huvudsak medför och ge förslag på hur begränsningarna kan överbryggas för en mer effektiv aktiemarknad. Därmed kommer jag att i avsnittet besvara uppsatsens tredje och fjärde frågeställning.

6.2 Budpliktsreglernas begränsande effekter på marknaden

6.2.1 Försvårande av takeovers

Konsensus råder inom doktrin om att budpliktsreglerna generellt medför ökade transaktionskostnader vid ett uppköp, oavsett om uppköpserbjudandet är fientligt eller inte.¹⁴⁷ Att budpliktsreglerna riskerar att föra med sig ökade transaktionskostnader beror på att reglerna försvårar processen för publika företagsförvärv. Exempelvis kan en budgivare som lämnar ett frivilligt uppköpserbjudande ha för avsikt att uppnå en viss nivå av kontroll över målbolaget. Därmed kan budgivaren vilja förvärva ett bestämt antal aktier i bolaget. Budpliktsreglerna kan dock hindra budgivaren från att lämna ett bud avseende färre än samtliga aktier i bolaget (partiellt bud) för att uppnå det önskade innehavet. Enligt takeover-reglerna punkt II.16 får ett partiellt bud endast lämnas om det är uteslutet att budplikt kan uppkomma till följd av erbjudandet. Budgivaren kan istället välja att lämna ett frivilligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i målbolaget, men till ett lågt pris för att endast en viss andel accept ska erhållas. Även i detta fall kan budgivaren ändå

¹⁴⁷ Marccus Partners & CEPS s. 53. Se även bl.a. Stattin (2020) s. 486, Lidman s. 307 ff. & Skog (1993) s. 119.

behöva lämna ett erbjudande avseende samtliga resterande aktier i bolaget, om andelen accept medför att budgivarens innehav uppnår budpliktsgränsen.

Kostnaden för en takeover kan därmed bli avsevärt högre än vad förvärvaren är villig att erlagga. Därtill kan budpliktsreglerna medföra att ett potentiellt uppköp blir dyrare för budgivaren genom att denne måste erbjuda betalning i kontanter som vederlagsalternativ, vilket inte krävs för frivilliga uppköpserbjudanden. Slutligen kan budpliktsreglernas krav på justering av vederlaget ha en dämpande effekt (så kallad "chilling effect") på viljan att genomföra transaktioner före, vid sidan av eller efter ett budpliktserbjudande. Sådana transaktioner kan leda till högre kostnader för budpliktserbjudandet än vad förvärvaren beräknat.

För potentiella investerare kan budpliktsreglerna alltså medföra en mer invecklad uppköpsprocess såväl som ökade kostnader för att förvärva aktier i ett börsbolag.¹⁴⁸ Dessa faktorer kan hindra budgivare från att vilja lämna ett offentligt uppköpserbjudande överhuvudtaget.¹⁴⁹ Att höga transaktionskostnader har en "chilling effect" på transaktionsvolymen på en aktiemarknad stöds av statistiska undersökningar.¹⁵⁰ En minskad transaktionsvolym medför i sin tur en minskad omsättning på aktiemarknaden, vilket påverkar välfärden i samhället.¹⁵¹ Investerares motvilja mot att genomföra transaktioner påverkar även aktieägare i målbolag negativt, då chansen att göra en "exit" från bolaget minskar.¹⁵² Färre uppköp innebär dessutom färre kontrollskiften och förändringar i bolagsstyrningen, vilket medför att hotet om fientliga uppköpserbjudanden inte blir ett lika stort incitament för bolagsledningen att maximera aktieägarnas intressen.¹⁵³ Vidare har höga transaktionskostnader en negativ inverkan på aktiemarknadens effektivitet, i bemärkelsen att aktiekursen inte i lika hög grad reflekterar aktiernas verkliga värde.¹⁵⁴

Den dämpande effekt som ökade transaktionskostnader har på transaktionsvolymen är särskilt framträdande på en marknad med en koncentrerad ägarstruktur.¹⁵⁵ Utifrån enbart

¹⁴⁸ Stattin (2020) s. 486 f.

¹⁴⁹ Marccus Partners & CEPS s. 53

¹⁵⁰ Marccus Partners & CEPS s. 125. Se även bl.a. Stattin (2020) s. 486, Lidman s. 307 ff. & Skog (1993) s. 119.

¹⁵¹ Lidman s. 119; Stattin (2020) s. 486 f.

¹⁵² Stattin (2020) s. 487.

¹⁵³ Johnston s. 451.

¹⁵⁴ Lidman s. 119.

¹⁵⁵ Davies et al. s. 229; Marccus Partners & CEPS s. 127.

denna aspekt är budpliktsreglernas begränsande effekt på takeovers åtminstone i teorin mer framträdande i Sverige än i Storbritannien som präglas av en utspridd ägarstruktur.

6.2.2 *Minskat kontrollägande*

Att budpliktsreglerna försvårar för takeovers påverkar inte endast transaktionsvolymen och omsättningen på aktiemarknaden, utan även kontrollägandet i aktiemarknadsbolag. Medlemsstaterna inom EU har efter implementeringen av takeover-direktivet och dess budpliktsregler erfårit en sänkning av de största kontrollposterna i börsbolagen till strax under gränsen, alternativt den initiala gränsen, för budplikt.¹⁵⁶ Även i Sverige och i Storbritannien har budpliktsreglerna haft en begränsande effekt på storleken på kontrollblocken i börsbolag.¹⁵⁷ I Storbritannien har mindre än 15 % av börsbolagen en aktieägare som kontrollerar minst 30 % av det totala röstetalet, vilket är den initiala budpliktsgränsen enligt Takeover Code.¹⁵⁸ Vidare har cirka 4 % av de brittiska börsbolagen en aktieägare vars innehav strax understiger 30 % av rösterna i bolaget. Med beaktande av att den brittiska marknaden präglas av ett utspritt ägande kan dessa siffror ses som en indikation på att budpliktsreglerna begränsat storleken på kontrollblocken i brittiska börsbolag.¹⁵⁹

Sett till den svenska aktiemarknaden, som präglas av ett koncentrerat ägande, uppgår innehavet hos de största aktieägarna i börsbolag till mellan 36,8 % och 37,4 % av rösterna i bolaget. I 13,5 % av de 200 största börsbolagen på den svenska marknaden omfattar det största kontrollblocket mellan 25 % och 29,9 % av rösterna. Vidare har den ultimata kontrollägaren i 5,5 % av de 200 största börsbolagen ett innehav omfattande 29,1–29,99 % av rösterna. Utifrån dessa siffror har Lidman sammanställt att cirka 12,5 % av alla börsbolag i Sverige har ett kontrollblock som ligger mindre än två procentenheter från budpliktsgränsen. Dessa siffror visar tydligare än motsvarande för Storbritannien att budpliktsreglerna har begränsat storleken på kontrollblocken i svenska börsbolag,¹⁶⁰ vilket bekräftas av Henrekson och Jakobsson.¹⁶¹

Inom doktrin råder delad uppfattning om huruvida kontrollägande är positivt eller negativt för aktiemarknaden och näringslivet i stort. Den dominerande uppfattningen är

¹⁵⁶ Marccus Partners & CEPS s. 125.

¹⁵⁷ Armour & Gordon s. 23; Armour & Skeel s. 1763 f.

¹⁵⁸ Goergen & Renneboog s. 268.

¹⁵⁹ Becht & Mayer s. 26; Goergen & Renneboog s. 280.

¹⁶⁰ Lidman s. 351 f.

¹⁶¹ Henrekson & Jakobsson s. 4.

dock att kontrollägande i börsbolag bidrar till en väl fungerande aktiemarknad genom ett mer aktivt ägarengagemang i bolagsstyrningen.¹⁶² Innehav av större kontrollblock utgör incitament för aktieägare att engagera sig i bolagets verksamhet och övervaka styrningen av bolaget.¹⁶³ Detta förhindrar en maktförskjutning från aktieägarkollektivet till bolagsledningen och leder till minskade agentkostnader och ett mer effektivt utnyttjande av resurserna i näringslivet.¹⁶⁴ Andra fördelar med kontrollägande är bland annat ökad lönsamhet, ökad tillförsel av riskkapital till mindre bolag samt en mer stabil utveckling i näringslivet.¹⁶⁵

Bland både marknadsaktörer och auktoritativa organ på aktiemarknaden finns det därför en efterfrågan på regler som främjar kontrollägande eller åtminstone eliminerar juridiska hinder för kontrollägande.¹⁶⁶ Ett sådant hinder för kontrollägande som här identifierats är budpliktsreglerna. Slutligen kan de svenska budpliktsreglerna anses i högre grad hindra ett aktivt ägarengagemang än de brittiska reglerna. Detta beror på att implementeringen av takeover-direktivets begrepp personer som handlar i samförstånd har medfört att de svenska budpliktsreglerna utlöses i fler situationer än de brittiska.¹⁶⁷ Till skillnad från i Storbritannien kan budplikt i Sverige nämligen utlösas utan att aktieförvärv behöver ske. Då uppsatsens tredje frågeställning härmed besvarats avser jag att i det följande ge förslag på hur begränsningarna som följer av budpliktsreglerna kan överbryggas för att nå högre ekonomisk effektivitet på aktiemarknaden.

6.3 Ändringsförslag

6.3.1 Avskaffande av budplikt

Som ovan konstaterat har de svenska budpliktsreglerna en negativ inverkan på transaktionsvolymen och kontrollägandet på aktiemarknaden, vilket hämmar aktiemarknadens effektivitet. Frågan är då hur den svenska budpliktsregleringen kan ändras för att nå högre ekonomisk effektivitet på aktiemarknaden. I doktrin är det flera som ifrågasatt om budplikt bör åläggas i Sverige överhuvudtaget. Skog menar att budpliktsregler leder till

¹⁶² Henrekson & Jakobsson s. 11; Lidman s. 39 f.

¹⁶³ Lidman s. 23.

¹⁶⁴ Skog (1993) s. 120 ff.

¹⁶⁵ Lidman s. 39 f.

¹⁶⁶ Lidman s. 24 f.

¹⁶⁷ Se ovan avsnitt 5.3.2. Stöd för detta resonemang finns i Marccus Partners & CEPS s. 60.

färre kontrollägare och en svagare ägarfunktion, varför budplikt inte bör åläggas kontrollägare.¹⁶⁸ Skog framhäver även att det inte finns något empiriskt stöd för att minoritetsaktieägare missgynnas av ett kontrollskifte sett till aktiekursens utveckling. Detta baserar Skog på en undersökning av 104 stycken kontrollskiften omfattande minst 10 % av röstetalet och vilken påverkan som dessa kontrollskiften har haft på aktiekursen. Undersökningen utfördes av Sandström mellan åren 1984 och 1988 då budpliktsregler ännu inte införts i Sverige. Sandström konstaterar utifrån undersökningen att aktieägare i genomsnitt gynnas av kontrollskiften sett till aktiekursens utveckling efter skiftet.¹⁶⁹

Stattin ställer sig reserverande till hur stor samhällsekonomisk effektivitet de nuvarande budpliktsreglerna har. Likt Skog påpekar Stattin att Sandströms undersökning inte visar att kontrollskiften medför betydande negativa konsekvenser för övriga aktieägare sett till aktiekursen, vilket skulle tyda på maktmissbruk av den nya kontrollägaren. Då maktmissbruk till följd av kontrollskiften inte verkar förekomma i större mån menar Stattin att ett sådant missbruk, då det väl förekommer, behöver vara av allvarligare art för att motivera budplikt. Stattin anser därmed att kontrollskiften inte enbart i sig kan motivera förekomsten av budpliktsregler.¹⁷⁰

Även Marccus Partners och CEPS menar att budpliktsreglerna potentiellt skulle kunna avskaffas för att underlätta för takeovers. Ett argument för avskaffandet, fränsett vad Skog och Stattin framhållit, är att aktieägarna i och med ägandet av själva aktierna också äger den kontroll som följer med aktierna. Därmed är det inte befogat att minoritetsaktieägare ska få dela på den premie som erhålls vid försäljning av ett aktieinnehav som medför kontroll över bolaget. Minoritetsaktieägare kan istället erhålla samma kontrollpremie genom att öka sin kontrollposition i bolaget. Marccus Partners och CEPS framhåller även att budpliktsregler är ett sent fenomen inom Europa samt att budplikt är ett främmande koncept för till exempel den amerikanska marknaden.¹⁷¹ Trots den omfattande debatten¹⁷² kring budpliktsreglernas effektivitet är avskaffande av reglerna i dagsläget inte ett realistiskt alternativ sett till Sveriges medlemskap inom EU. Diskussionen kring avskaffande av budplikt kommer därför lämnas därhän.

¹⁶⁸ Skog (1993) s. 120 ff.

¹⁶⁹ Skog (1993) s. 116 f.

¹⁷⁰ Stattin (2020) s. 497 f.

¹⁷¹ Marccus Partners & CEPS s. 107.

¹⁷² Se även bl.a. Advokatsamfundet s. 2.

6.3.2 Höjning av budpliktsgränsen

Ett i dagsläget mer realistiskt förslag för att minska de svenska budpliktsreglernas negativa inverkan på takeovers och kontrollägandet är att höja den nuvarande gränsen för budplikt. Enbart sett till intresset av att öka uppköpsaktiviteten på aktiemarknaden samt att öka kontrollägandet i börsbolagen är ju högre budpliktsgräns desto bättre. För att en höjning av budpliktsgränsen ska vara rättsekonomiskt motiverad krävs det dock utifrån Kaldor-Hicks-effektivitetsstandard att höjningen ska leda till en total ökning av den ekonomiska välfärden i samhället. De positiva effekterna av höjningen för vissa individer ska alltså överväga de negativa effekter som drabbar andra.¹⁷³ Budpliktsreglerna utgör ytterst en avvägning mellan intresset av att skydda aktieägarminoriteten från förtryck och intresset av att minska transaktionskostnaderna som budplikt medför. Utifrån detta resonemang kan en höjning av budpliktsgränsen endast anses motiverad om fördelen av de minskade transaktionskostnaderna överväger den nackdel en höjning av gränsen medför för minoritetsskyddet.¹⁷⁴

För att minska reglernas begränsande effekter på takeovers samtidigt som minoritetsaktieägare skyddas från maktmissbruk bör gränsen för budplikt dras vid vad som vanligtvis utgör ett kontrollskifte på den svenska aktiemarknaden. Vid vilket innehav ett kontrollskifte anses komma till stånd har sin grund i hur stort röstinnehav de största kontrollblocken i svenska börsbolag generellt sett omfattar. Då budpliktsreglerna infördes år 1999 fastställdes gränsen för budplikt till 40 % av röstetalet; en siffra som baserades på empiriska undersökningar om vilket innehav som utgjorde en kontrollpost i börsbolag. Att gränsen år 2003 sänktes till dagens 30 % av röstetalet verkar inte ha grundats i någon ny empirisk undersökning kring storleken på kontrollposter.¹⁷⁵ Därmed bör inte sänkningen av budpliktsgränsen i sig kunna läggas till grund för någon slutsats om att kontrollblocken minskat i storlek mellan år 1999 och år 2003.

Vad gäller utvecklingen av kontrollägandet sedan år 2003 kan stöd hämtas i de siffror från 2019 som presenteras i Lidmans avhandling.¹⁷⁶ Enligt Lidman kontrollerar de största aktieägarna i svenska aktiemarknadsbolag generellt sett 36,8 % av rösterna. Sett till de

¹⁷³ Se mer ovan avsnitt 1.3.3.

¹⁷⁴ Även om vissa enligt ovan betvivlar att minoritetsaktieägare missgynnas av kontrollskiften menar de flesta att risken för majoritetsmissbruk är påtaglig, varför budplikt ändå anses vara viktig för att skydda minoritetsaktieägare. Se bl.a. Davies et al. s. 227 f.

¹⁷⁵ Se ovan avsnitt 2.1.

¹⁷⁶ Se ovan avsnitt 5.2 & 6.2.2.

425 största bolagen på aktiemarknaden, vilka motsvarar över 99 % av det totala marknadsvärdet, omfattar de största kontrollblocken 37,4 % av rösterna. I endast 13,5 % av de 200 största börsbolagen omfattar det största kontrollblocket 25–29,9 % av rösterna. Både undersökningen från år 1999 och siffrorna från år 2019 talar alltså för att kontrollskiften i bolag på den svenska aktiemarknaden sker vid närmare 40 % än 30 % av röstetalet. Därmed menar Lidman att en höjning av budpliktsgränsen till 40 % av röstetalet inte bör medföra ett svagare skydd för förtroendet för aktiemarknaden.¹⁷⁷

Ytterligare stöd för att budpliktsgränsen bör kunna höjas utan att förtroendet för aktiemarknaden skadas finnes i en jämförelse av den svenska och brittiska budpliktsgränsen. Gränsen på 30 % som tillämpas i Storbritannien infördes baserat på en undersökning av vilket innehav som vanligtvis utgör effektiv kontroll i brittiska börsbolag.¹⁷⁸ Storbritannien har dock som konstaterat i avsnitt 5.2 en mer utspridd ägarstruktur än Sverige. Det innebär att kontrollägarskiften i brittiska börsbolag generellt sett sker vid ett lägre röstetal än i svenska börsbolag, vilket motiverar att den svenska budpliktsgränsen bör kunna vara högre än den brittiska.

Budpliktsgränsen på 30 % har enligt Takeover Panel ansetts fungera väl på den brittiska aktiemarknaden sedan dess införande år 1974.¹⁷⁹ Att budpliktsreglerna verkar fungera väl på den brittiska aktiemarknaden har även visst stöd i Hedberg och Karlssons granskning av aktiemarknaders effektivitet i sju europeiska länder¹⁸⁰ samt i USA och Japan. Enligt granskningen har den brittiska aktiemarknadens effektivitet, återspeglad i låga transaktionskostnader och snabba informationsflöden, ständigt ökat under åren 1963–2013 trots införandet av budpliktsgränsen på 30 % år 1974.¹⁸¹ Självfallet beror en aktiemarknads effektivitet på ett stort antal faktorer, där budpliktsgränsen endast utgör en mindre faktor att ta i beaktan. Att gränsen på 30 % fungerat väl i Storbritannien bör dock, sett till skillnaden i ägarstruktur, ge visst stöd åt att den svenska budpliktsgränsen kan höjas från 30 %.

¹⁷⁷ Lidman s. 353.

¹⁷⁸ Se ovan avsnitt 4.2.

¹⁷⁹ Den initiala budpliktsgränsen i Storbritannien har under åren varit föremål för diskussion kring sänkning från 30 % till 25 % av röstetalet, något som dock avvisats av Takeover Panel. Istället har Takeover Panel valt att behålla gränsen på 30 % med grund i att gränsen har stått sig genom tiderna, se Takeover Panel Statement 1989/10 s. 5.

¹⁸⁰ Dessa länder består av Danmark, Finland, Frankrike, Norge, Storbritannien, Sverige & Tyskland.

¹⁸¹ Hedberg & Karlsson s. 240 f.

Det kan emellertid anses finnas ett egenvärde i att ha en budpliktsgräns på 30 % av röstetalet. Denna gräns tillämpas i större delar av Europa och särskilt på större marknader som i Storbritannien, Frankrike, Tyskland, Spanien och Italien.¹⁸² En gräns på 30 % av röstetalet kan därmed anses utgöra internationell standard för budplikt. Att anpassa den svenska regleringen till internationell standard verkar ha varit den huvudsakliga anledningen till varför budpliktsgränsen sänktes från 40 % till 30 % av röstetalet år 2003. En budpliktsgräns som motsvarar internationell standard kan vara fördelaktig för att öka Sveriges attraktivitet som marknad för utlandsinvesteringar. Utländska investerare utgör den tredje största gruppen av kontrollaktieägare i svenska börsbolag och spelar därmed en viktig roll på den svenska aktiemarknaden.¹⁸³

Tyngden av detta argument för att bevara den befintliga budpliktsgränsen minskar dock sett till att ägandet i svenska börsbolag i allt större utsträckning utgörs av amerikanska fonder. För dessa investerare är frågan om budpliktsgränsen motsvarar internationell standard troligtvis av mindre vikt vid ett beslut om investering, då budplikt är ett främmande koncept på den amerikanska marknaden.¹⁸⁴ Därmed instämmer jag med Lidman om att en höjning av budpliktsgränsen i Sverige till närmare 40 % av röstetalet bör vara rätts-ekonomiskt motiverad och leda till högre effektivitet på aktiemarknaden.

¹⁸² Marccus Partners & CEPS s. 58.

¹⁸³ Se ovan avsnitt 5.2.

¹⁸⁴ Lidman s. 353.

7 Avslutande kommentar

Sammanfattningsvis syftar reglerna kring budplikt till att upprätthålla aktiemarknadens resursallokerande och riskdiversifierande funktioner för att nå ökat ekonomiskt välstånd i samhället. För att budpliktsreglerna ska vara ekonomiskt effektiva behöver en avvägning göras mellan intresset av att skydda minoritetsaktieägare vid kontrollskiften och intresset av lägre transaktionskostnader för att underlätta för takeovers. I denna uppsats har jag utfört en komparativ studie av de svenska och brittiska budpliktsreglernas huvuddrag samt identifierat vilka huvudsakliga ekonomiska begränsningar som följer av de svenska budpliktsreglerna. Vidare har jag med grund i intresseavvägningen och de brittiska budpliktsreglerna gett förslag på hur dessa ekonomiska begränsningar kan överbryggas för en mer ekonomiskt effektiv aktiemarknad. Läsaren bör dock ha i åtanke att uppsatsen är skriven ur ett teoretiskt perspektiv, vilket i vissa aspekter kan skilja sig från hur aktiemarknaden fungerar i praktiken.

Slutligen vill jag åter framhålla vad som konstaterats i avsnitt 5.2; att andelen takeovers på den svenska aktiemarknaden generellt sett är låg. Den låga transaktionsvolymen beror på att kontrollblocken i Sverige är stora och att ett uppköpserbudande i många fall kräver stöd av kontrollägaren för att lyckas. Vidare avser uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden i de flesta fall samtliga aktier i bolaget och är villkorat av att budgivaren uppnår ett innehav av 90 % av aktierna. Därmed aktualiseras budplikt i Sverige i en ytterst låg grad, särskilt i jämförelse med Storbritannien. Mot bakgrund av detta bör den praktiska relevansen av de svenska budpliktsreglerna inte överskattas, även om den teoretiska diskussionen kring budplikt är högst relevant och intressant.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Svenskt offentligt tryck

Prop. 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*

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

Prop. 2016/17:22 *Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk*

SOU 1977:51 *Fusioner och förvärv i svenskt näringsliv 1969–73: en fallstudie: delbetänkande*

SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden*

SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*

SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*

Lagutskottets betänkande 1986/87:5 *om aktiebolagsrättsliga frågor* [Cit. LU 1986/87:5]

Lagutskottets betänkande 1986/87:27 *om riktade emissioner m. m.* [Cit. LU 1986/87:27]

Motion 1985/86:L240 *Ändringar i aktiebolagslagen för att motverka osund aktiespekulation*

Motion 1986/87:L205 *Ändringar i aktiebolagslagen*

Motion 1986/87:N169 *Ändringar i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden*

Motion 1990/91:L311 *Differentierad rösträtt, m. m.*

Unionsrättsligt offentligt tryck

COM (88) 823 final - SYN 186, *Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law concerning takeover and other general bids*

COM (2012) 347 final, *Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the regions: Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*

Litteratur

Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. & Svancar, H., *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*. I: Barca, F. & Becht, M. (red.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2002

- Armour, J. & Skeel, D., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation*, *The Georgetown Law Journal*, vol. 95, s. 1727–1794, 2007
- Bastidas Venegas, V., *Rättsekonomi*. I: Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2018
- Becht, M. & Mayer, C., *Introduction*. I: Barca, F. & Becht, M. (red.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2002
- Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, 5 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2015
- Broneus, S. & Stattin, D., *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Thomson Reuters, Stockholm, 2010
- Çelik, S. & Isaksson, M., *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, OECD Corporate Governance Working Papers, nr. 11, OECD Publishing, Paris, 2013
- Davies, P., Hopt, K. & Ringe, W., *Control transactions*. I: Kraakman, R. (red.), *The Anatomy of corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3 uppl., Oxford University Press, Oxford, 2017
- Faccio, M. & Lang, L., *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, nr. 3, s. 365–395, 2002
- Goergen, M. & Renneboog, L., *Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK*. I: Barca, F. & Becht, M. (red.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2002
- Hedberg, P. & Karlsson, L., *Börshandelns omvandling och tillväxt*. I: Larsson, M. (red.), *Stockholmsbörsen på en förändrad finansmarknad*, Dialogos, Stockholm, 2016
- Henrekson, M. & Jakobsson, U., *Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning*, *Ekonomisk Debatt*, årg. 39, nr 3, s. 5–20, 2011
- Johnston, A., *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, *The Cambridge Law Journal*, vol. 66, nr. 2, s. 422–460, 2007
- Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*. I: Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2018
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A., *Corporate Ownership Around the World*, *The Journal of Finance*, vol. 54, nr. 2, s. 471–517, 1999
- Larsson-Olaison, U., *Convergence of National Corporate Governance Systems: Localizing and Fitting the Transplants*, Linnaeus University Press, Växjö, 2014

- Lidman, E., *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, Malmö, 2020
- Marccus Partners & Centre for European Policy Studies (CEPS), *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, 2012
- Melin Jakobsson, A. & Sevenius, R., *Publika företagsförvärv*. I: Sevenius, R. & Örtengren, T. (red.), *Börsrätt*, 4 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2017
- Munck, J., *Aktiemarknadsnämnden 25 år*. I: Munck, J. & Skog, R. (red.), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm, 2011
- Muston, B., *Coping with change: a view from the UK Takeover Panel*. I: Munck, J. & Skog, R. (red.), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm, 2011
- Nyström, G., Ohlsson, R., Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna. En kommentar*, 5 uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2018 [Cit. Nyström et al.]
- Nyström, G. & Sjöman, E., *Den svenska takeover-regleringen – ett sampel mellan regelmakaren och Aktiemarknadsnämnden*. I: Munck, J. & Skog, R. (red.), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm, 2011 [Cit. Nyström & Sjöman]
- Posner, R., *Overcoming Law*, Harvard University Press, Cambridge, 1995 [Cit. Posner (1995)]
- Posner, R., *Utilitarianism, Economics and Legal Theory*, *The Journal of Legal Studies*, vol. 8, nr. 1, s. 103–140, 1979 [Cit. Posner (1979)]
- Rabinowitz, L., *Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers*, 5 uppl., Sweet and Maxwell, London, 2001
- Sevenius, R., *Företagsförvärv: en introduktion*, 2 uppl., Studentlitteratur, Lund, 2011
- Skog, R., *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis*, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF), Amsterdam, 1997 [Cit. Skog (1997)]
- Skog, R., *Erbjudandeplikt?*, *Juridisk Tidskrift*, vol. 93/94, nr 1, s. 77–130, 1993 [Cit. Skog (1993)]
- Skog, R., *Ingen regel, bara undantag? Något om budplikt i Sverige och övriga EU*. I: Lundius, M., Boman, R. & Skog, R. (red.), *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad: en vänbok till Johan Munck*, Corporate Governance Forum, Stockholm, 2013 [Cit. Skog (2013)]
- Skog, R., *Takeover-direktivet – en historia utan slut?*, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*

- 2001:4, s. 407–416, 2001 [Cit. Skog (2001)]
- Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2 uppl., Thomson Reuters, Stockholm, 2009 [Cit. Stattin (2009)]
- Stattin, D., *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 3 uppl., Thomson Reuters, Stockholm, 2020 [Cit. Stattin (2020)]
- Valguarnera, F., *Komparativ juridisk metod*. I: Nääv, M. & Zamboni, M. (red.), *Juridisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund, 2018
- Watson, A., *Comparative Law and Legal Change*, *The Cambridge Law Journal*, vol. 37, nr. 2, s. 313–336, 1978
- Wedderburn, K. W., *Company Law. Powers of Directors. Scheme to Defeat Take-Over Bid*, *The Cambridge Law Journal* vol. 13, nr. 1, s. 37–41, 1955

Elektroniska källor

- Armour, J. & Gordon, J., *The Berle-Means Corporation in the 21st Century* [opublicerat Manuskript], Yale Law School Center for the Study of Corporate Law, 2008, https://law.yale.edu/sites/default/files/documents/pdf/Intellectual_Life/Armour_Berle_MeansCorp091021.pdf (2020-10-13)
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Historik*, http://www.bolagsstyrning.se/takeoverregler/gallande-takeoverregler__3656 (2021-01-10)

Aktiemarknadsnämnden

- AMN 2004:13
- AMN 2004:36
- AMN 2005:24
- AMN 2005:34
- AMN 2005:43
- AMN 2005:44
- AMN 2006:08
- AMN 2008:31
- AMN 2018:04
- AMN 2018:08

Takeover Panel

Takeover Panel, *Report of the Year ended 31st March 1991*

Takeover Panel, Statement 1971/03, *Adepton and Williams Hudson*

Takeover Panel, Statement 1972/02, *Announcement by the City Working Party*

Takeover Panel, Statement 1989/10, *Panel Statement on the Report of a Panel Working Party on Takeover Rules and Practices*

Takeover Panel, Statement 1993/02, *Rule 9.1(b)*

Takeover Panel, Statement 1998/10, *Rule Changes*

Övrigt

Advokatsamfundet, R-2009/2477, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, 2010-03-11

Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M., *Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020*, Credit Suisse Research Institute, Zürich, 2020