

Juridiska institutionen  
Examensarbete, juristprogrammet  
HRO800, 30 högskolepoäng, VT 2021  
Handledare: Rolf Skog

## **En genväg till kontroll?**

*Hur finansiella arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieägande förhåller sig till de aktiemarknadsrättsliga reglerna om budplikt*

Emma Löfdahl



**GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN**

## Sammanfattning

De aktiemarknadsrättsliga reglerna om budplikt syftar till att skydda övriga aktieägare då det sker ett så kallat kontrollägarskifte i ett noterat bolag. Reglerna innebär att den som förvärvar aktier i ett noterat bolag så att dennes totala innehav av aktier motsvarar mer än 30 procent av rösterna i bolaget, och därmed som regel har stora möjligheter att kontrollera bolaget, blir skyldig att erbjuda sig att förvärva även resterande aktier. Genom budpliktsskyldigheten ges övriga aktieägare i bolaget möjlighet att, om de så önskar, lämna bolaget på samma villkor som den eller de aktieägare som sålde sina aktier till den nya kontrollägaren och möjliggjorde kontrollägarskiftet. I förlängningen anses budpliktsskyldigheten bidra till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden genom att säkerställa att värdet på minoritetsaktieägarnas aktier inte systematiskt förskjuts till aktieägare med kontrollposter och bättre förhandlingspositioner.

Den svenska budpliktsregeln omfattar som utgångspunkt endast direkta innehav av aktier, och röster, i bolaget och är därmed relativt enkel att kringgå för den som vill ta kontroll över ett bolag utan att budpliktsskyldighet uppkommer. Kontantavräknade finansiella arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande kan nämligen, som vi kommer se, konstrueras på ett sätt som i praktiken innebär samma möjligheter för den innehavare som redan äger en större andel aktier i bolaget att kontrollera bolaget som ett ytterligare förvärv av aktier skulle.

Arrangemang som konstrueras på ett sådant sätt kan visserligen anses strida mot god sed på aktiemarknaden och av denna anledning kräva att ett budpliktsbud lämnas. Genom att Aktiemarknadsnämnden konstaterar att god sed kräver att ett bud lämnas nås i praktiken samma resultat som vid en direkt tillämpning av den lagstadgade budplikten – aktieägaren i fråga blir skyldig att erbjuda sig att förvärva även resterande aktier i bolaget. När en sådan skyldighet inte är ett resultat av en direkt tillämpning av den lagstadgade budplikten saknas dock i många fall sanktionsmöjligheter och Aktiemarknadsnämnden kan inte tvinga fram ett sådant bud.

För att säkerställa att budplikten gäller lika för alla och att budpliktsreglernas minoritetsskydd tillgodoses på ett tillfredställande sätt finns det därmed anledning att revidera budpliktsreglerna så att inte enbart direkta förvärv av aktier omfattas utan även sådana arrangemang som i praktiken har samma effekter för tecknaren som ett direkt förvärv. Inför en sådan revidering kan inspiration hämtas från de brittiska budpliktsreglerna som stadgar att den som har ett ”intresse i aktier” som representerar mer än 30 procent av rösterna i bolaget blir budpliktsskyldig. En sådan lösning erbjuder också den flexibilitet som krävs för att tillgodose behovet på en marknad där nya finansiella instrument och arrangemang ständigt utvecklas.

# Innehållsförteckning

<b>SAMMANFATTNING .....</b>	<b>2</b>
<b>INNEHÅLLSFÖRTECKNING .....</b>	<b>3</b>
<b>DEFINITIONER OCH FÖRKORTNINGAR.....</b>	<b>5</b>
<b>1. INLEDANDE AVSNITT .....</b>	<b>6</b>
1.1 FINANSIELLA ARRANGEMANG SOM VERKTYG I SYFTE ATT UNDVIKA BUDPLIKT – EN INLEDANDE PROBLEMBESKRIVNING .....	6
1.2 SYFTE.....	7
1.3 METOD .....	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR .....	9
1.5 DISPOSITION .....	9
1.6 KORT OM BEGREPPSANVÄNDNING .....	10
<b>2. FINANSIELLA ARRANGEMANG SOM GER EN LIKANDE FINANSIELL EXPONERING SOM AKTIEÄGANDE.....</b>	<b>12</b>
2.1 KORT OM KONTANTAVRÄKNADE AKTIEDERIVAT .....	12
2.1.1 Aktiederivat – instrument för riskspridning och spekulation .....	12
2.1.2 Arrangemangens karaktär.....	13
2.2 KORT OM OLIKA FÖRSÄKRINGSLÖSNINGAR.....	15
2.3 VARFÖR KAN SÅDANA ARRANGEMANG VARA PROBLEMATISKA? .....	16
2.3.1 Rösterna passiviseras.....	16
2.3.2 Risk för de facto kontroll trots ej formell rösträtt.....	17
2.3.3 Fin skiljelinje mellan kontantavräknade och fysiskt avräknade instrument .....	17
<b>3. FLAGGNING .....</b>	<b>19</b>
3.2 EN UTBLICK I EUROPA.....	20
3.2.1 Öppenhetsdirektivet.....	20
3.3 DEN SVENSKA REGLERINGEN .....	22
3.3.1 Lagen om handel med finansiella instrument.....	22
3.3.2 Reglernas materiella innehåll .....	22
<b>4. BUDPLIKT .....</b>	<b>24</b>
4.1 REGLERNAS SYFTE OCH ÄNDAMÅL .....	24
4.1.1 Likabehandling av aktieägare .....	24
4.1.2 Del av eventuell kontrollpremie .....	25
4.1.3 Möjlighet att göra "exit" .....	25
4.1.4 Bidrar till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden .....	26
4.2 REGLERINGENS EFFEKTER PÅ MARKNADEN .....	27
4.3 EN UTBLICK I EUROPA.....	28
4.3.1 Takeover-direktivet och den EU-rättsliga regleringen .....	28
4.3.2 Den brittiska budpliktsregleringen.....	29
4.4 DEN SVENSKA REGLERINGEN .....	31
4.4.1 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden & Takeover-reglerna .....	31
4.4.2 Reglernas materiella innehåll .....	32
4.5 RELEVANTA AKTIEMARKNADSNÄMNDSTALANDEN .....	37
4.5.1 AMN 2008:33 & AMN 2008:47 .....	37
4.5.2 AMN 2016:10 .....	38
4.5.3 AMN 2020:01 & AMN 2020:13 .....	39

4.5.4 Sammanfattande reflektioner utifrån Aktiemarknadsnämndens uttalanden .....	39
<b>5. DE LEGE LATA – FÖRANLEDER SÅDANA ARRANGEMANG BUDPLIKT? .....</b>	<b>41</b>
5.1 OMFATTAS ARRANGEMANGEN AV BUDPLIKTSBESTÄMMELEN I FORMELL MENING? .....	41
5.2 BUDPLIKT TILL FÖLJD AV ATT PARTERNA ANSES VARA NÄRSTÅENDE? .....	42
5.3 ANALOGIER OCH GOD SED PÅ AKTIEMARKNADEN.....	44
5.4 SAMMANFATTANDE REFLEKTIONER.....	45
<b>6. DE LEGE FERENDA – BÖR BUDPLIKTSREGLERINGEN FÖRÄNDRAS FÖR ATT PÅ ETT MER ÄNDAMÅLSENLIGT SÄTT HANTERA ARRANGEMANG AV DET AKTUELLA SLAGET? .....</b>	<b>46</b>
6.1 BÖR ARRANGEMANG AV DET HÄR SLAGET FÖRANLEDA BUDPLIKT? .....	46
6.2 HUR SKA REGLERING GÖRAS?.....	48
6.2.1 <i>Alternativ 1 – genom god sed på aktiemarknaden</i> .....	48
6.2.2 <i>Alternativ 2 – en revidering av budpliktsbestämmelsens ordalydelse</i> .....	50
<b>7. SLUTSATS .....</b>	<b>53</b>
<b>KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>54</b>
ARTIKLAR.....	54
INTERNETKÄLLOR .....	54
LITTERATUR.....	54
OFFENTLIGT TRYCK .....	55
RÄTTSFALL, BESLUT OCH UTTALANDEN .....	56
ÖVRIGA KÄLLOR .....	57

## Definitioner och förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
FI	Finansinspektionen
Flaggningsreglerna	Reglerna om offentliggörande av aktieinnehav i LHF 4 kap.
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVPM	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivets börskommitté
Noterat bolag	Bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad
Takeover-direktivet	Europaparlamentet och Rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden
Takeover-reglerna alt. Börsernas Takeover-regler	Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Markets Takeover-regler
Ändringsdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad [...]
Öppenhetsdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad

# 1. Inledande avsnitt

## 1.1 Finansiella arrangemang som verktyg i syfte att undvika budplikt – en inledande problembeskrivning

Den aktiemarknadsrättsliga utgångspunkten är att den aktieägare som förvärvar aktier så att dennes totala innehav i ett noterat bolag representerar mer än 30 procent av rösterna i bolaget är skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget.<sup>1</sup> Till följd av att aktieägare med en så stor röstandel anses ha stora möjligheter att kontrollera bolaget uppstår alltså en så kallad budpliktsskyldighet. Reglerna om budplikt syftar till att skydda övriga aktieägare när det sker ett kontrollägarskifte i ett noterat bolag. Genom att den nya kontrollägaren åläggs att erbjuda sig att förvärva även resterande aktier i bolaget till ett pris som motsvarar det högsta pris kontrollägaren betalat för aktier i kontrollblocket ges övriga aktieägare möjlighet att lämna bolaget på samma villkor som de aktieägare som sålde sina aktier till den nya kontrollägaren.

Ponera då att det, i ett noterat bolag, finns en aktieägare (A) som genom direkt innehav äger aktier som motsvarar 28 procent av rösterna i bolaget. Genom en kapitalförsäkring, eller någon annan typ av finansiellt arrangemang, har A den ekonomiska exponeringen i förhållande till aktier som motsvarar ytterligare tio procent av rösterna i det aktuella bolaget. Som ägare till dessa aktier står visserligen inte A utan motparten i det finansiella arrangemanget (B) och det är således också B som i teorin har rätt att företräda aktierna på bolagsstämman. I praktiken är det dock vanligt att rösträtten inte alls utnyttjas, varken av A eller B, utan aktierna i fråga passiviseras. Det faktum att tio procent av aktierna aldrig röstas för påverkar av naturliga skäl maktbalansen i bolaget och ger aktieägare A större kontrollmöjligheter, även om A inte har rätt att rösta för de aktuella aktierna.

Trots att det i många fall kan finnas legitima skäl att använda sig av arrangemang av det här slaget finns det också en underliggande risk för att sådana arrangemang används för att undvika budpliktsskyldighet. Arrangemang av det här slaget leder därmed till intressanta frågeställningar och funderingar i förhållande till de aktiemarknadsrättsliga reglerna om budplikt. Om en aktieägare, i stället för att direkt köpa aktier i bolaget, kan använda sig av andra finansiella arrangemang för att indirekt, och eventuellt utan att riskera budpliktsskyldighet, bygga upp en maktposition och utöka sina möjligheter att kontrollera bolaget finns det en risk för att det skydd för övriga aktieägare som budpliktsregleringen avser att ge urvattnas.

Som vi kommer se ansågs arrangemang av det förevarande slaget, trots denna risk, länge vara oproblematiske i förhållande till reglerna om budplikt och det ansågs stå klart att sådana arrangemang inte omfattades av budpliktsreglernas tillämpningsområde. I Aktiemarknadsnämndens praxis kan vi dock se att synen på arrangemang av det här slaget har blivit allt striktare och under 2020 ålade nämnden för första gången en aktieägare budpliktsskyldighet med anledning av att denna hade ingått ett sådant finansiellt arrangemang,

---

<sup>1</sup> Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) 3 kap. 1 §.

i det fallet en kapitalförsäkring. Sedan 2021 stadgas det dessutom i kommentaren till bestämmelsen om budpliktsbudets utformning i Takeover-reglerna att arrangemang av det förevarande slaget som regel ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden och därmed föranleda budplikt.

Eftersom budpliktsskyldigheten kan vara mycket betungande för den som åläggs att lämna ett budpliktsbud så är det av stort intresse att klargöra hur arrangemang av det förevarande slaget förhåller sig till den nu gällande budpliktsregleringen. Vidare finns det, med anledning av den risk för att sådana arrangemang används för att kringgå budpliktsreglerna och i förlängningen det urvattnade av reglernas minoritetsskyddande funktion som detta kan medföra, anledning att inte bara diskutera hur arrangemangen förhåller sig till de nu gällande reglerna utan också hur vi, framöver, bör hantera sådana arrangemang för att få ett så ändamålsenligt resultat som möjligt.

## 1.2 Syfte

Uppsatsens övergripande syfte är att undersöka hur sådana finansiella arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande förhåller sig till reglerna om budplikt då aktieägaren genom arrangemanget och direkta innehav sammantaget har ett intresse i aktier som representerar minst 30 procent av rösterna i bolaget. Målet med uppsatsen är att ge läsaren en grundläggande bild av hur arrangemang av det här slaget fungerar och en så heltäckande bild som möjligt av hur de passar in i den nu gällande budpliktsregleringen. Med detta som grund är tanken att sedan spinna vidare i en diskussion om huruvida regleringen bör anpassas för att på ett mer ändamålsenligt sätt hantera sådana arrangemang.

## 1.3 Metod

Uppsatsen kommer bestå av två huvudsakliga delar. Den första delen syftar till att fastställa hur arrangemang av det här slaget förhåller sig till den nu gällande budpliktsregleringen. Den andra delen syftar till att, utifrån budpliktsreglernas ändamål, diskutera huruvida reglerna bör revideras för att omfatta även sådana arrangemang.

För att försöka uttolka hur arrangemang av det här slaget förhåller sig till den nu gällande budpliktsregleringen kommer jag framförallt använda mig av de traditionella rättskällorna, det vill säga lagtext, förarbeten, praxis (i det här fallet främst från Aktiemarknadsnämnden) och doktrin. I uppsatsens första del kommer fokus således i huvudsak ligga på att studera den tillämpliga bestämmelsens ordalydelse, förarbeten, praxis och doktrin för att försöka fastställa bestämmelsens tillämpningsområde och eventuellt tolkningsutrymme.

För att uppnå syftet med uppsatsen är det också av stor vikt att förstå ändamålen bakom reglerna och hur det resoneras inför reglernas införande – för denna förståelse blir studier av förarbeten och doktrin av särskild betydelse. De ändamål som kan utläsas av dessa källor kommer sedan användas som grund för tre, olika, om än nära sammanhängande, diskussioner. Dels den övergripande diskussionen kring huruvida arrangemang av det här slaget leder till,

eller kan antas leda till, att de ändamål som motiverar budpliktsreglerna inte tillgodoses och dels huruvida de aktuella ändamålen motiverar en mer extensiv tolkning av den aktuella bestämmelsens tillämpningsområde alternativt en revidering av bestämmelsens ordalydelse så att sådana arrangemang uttryckligen omfattas.

En stor del av uppsatsen kommer således bygga på en argumentation kring budpliktsreglernas ändamål och syfte. För att få till stånd en balanserad diskussion är det nödvändigt att även beakta vilka potentiella konsekvenser en tolkning, alternativt en revidering, som innebär att ändamålen fullt ut tillgodoses kan medföra. I uppsatsen kommer därför ändamålen, och behovet av en extensiv tolkning eller revidering, vägas mot potentiella konsekvenser av en sådan tolkning alternativt revidering. Här kommer den kritik som lyftes fram i samband med budpliktsreglernas införande vara till stor hjälp men också generella resonemang kring de förevarande arrangemangens användningsområde och funktion.

Vidare så rör det sig om ett rättsområde där ett organ, Aktiemarknadsnämnden, har stor möjlighet att genom att uttala sig om vad som utgör "god sed på aktiemarknaden" ställa krav, som inte nödvändigtvis framkommer i lag, på noterade bolag, dess aktieägare och andra aktörer som verkar på aktiemarknaden.<sup>2</sup> För att fastställa budpliktsskyldighetens praktiska tillämpningsområde får därmed Aktiemarknadsnämndens praxis stor betydelse. Ett antal relevanta uttalanden som rör arrangemang av det aktuella slaget kommer därför behandlas.

Eftersom den svenska budpliktsbestämmelsen har sin grund i ett EU-rättsligt direktiv måste tolkning, och en eventuell revidering, av bestämmelsen göras i enlighet med direktivet. En sådan tolkning, alternativt revidering, får varken understiga direktivets minimikrav eller gå utöver vad direktivet medger. De direktivbestämmelser som ligger till grund för de svenska budpliktsreglerna kommer således studeras, liksom skälen bakom direktivet. Såväl Takeoverdirektivet som den svenska aktiemarknadsrättsliga regleringen i övrigt bygger i hög grad på den brittiska regleringen och även denna kommer därmed studeras i relevanta delar. Den brittiska regleringen kommer framförallt användas för att hitta inspiration till hur bestämmelserna skulle kunna utformas vid en potentiell revidering.

Trots att fokus för uppsatsen ligger på budpliktsregleringen kan det vara intressant att göra en jämförelse med reglerna om så kallad flaggning eftersom de reglerna, för inte allt för länge sedan, förändrades för att omfatta just kontantavräknade aktiederivat. Det kan därför vara av intresse att studera dels diskussionen som fördes inför denna ändring och dels mer generellt vilka syften och ändamål som ligger till grund för flaggningsreglerna för att se om det finns några intressanta paralleller som kan dras mellan dessa regler och, de för uppsatsen mer relevanta, reglerna om budplikt.

---

<sup>2</sup> 15 § stadgarna för Föreningen för god sed på aktiemarknaden.



## 1.4 Avgränsningar

Eftersom det rör sig om en relativt begränsad framställning måste vissa avgränsningar göras. Först och främst kommer uppsatsen som utgångspunkt endast behandla kontantavräknade finansiella arrangemang. Det beror framför allt på att fysiskt avräknade arrangemang inte vållar problem eller ger upphov till frågetecken i samma utsträckning som kontantavräknade arrangemang gör. Så är fallet eftersom fysiskt avräknade finansiella arrangemang är arrangemang som syftar till att aktierna vid arrangemangets utgång ska övergå till tecknaren. Vid arrangemangets utgång kommer budplikt därmed aktualiseras, om tecknaren då innehar aktier som motsvarar mer än 30 procent av rösterna i bolaget och det går således inte att, genom att använda sig av fysiskt avräknade arrangemang undvika budplikt.

Vidare kommer uppsatsen inte heller behandla de olika kontantavräknade arrangemangen på djupet utan endast på ett övergripande plan beskriva de gemensamma egenskaper som sådana arrangemang som regel har. Anledningen till att en sådan avgränsning görs är, som jag kommer återkomma till senare, att dessa arrangemang vanligtvis består av en överenskommelse mellan två parter och hur man benämner arrangemanget och vilka närmare villkor som gäller varierar beroende på vilka parterna är och deras respektive önskemål. Att det inte finns några tydliga ramar eller definitioner på hur sådana arrangemang ska se ut innebär vidare att det ständigt utvecklas nya varianter. För att möjliggöra en så bred och allmängiltig diskussion som möjligt har jag därför valt att beskriva och diskutera arrangemang av det här slaget utifrån dess gemensamma drag snarare än hur de benämns och dess exakta funktion.

Uppsatsen kommer som utgångspunkt inte heller behandla frågan om budpliktsreglernas vara eller inte vara. Viss kritik mot budpliktsreglerna och kort om vilka effekter en sådan reglering får på marknaden kommer visserligen lyftas fram i argumentativt syfte, men den allmänna utgångspunkten för uppsatsen är att den svenska lagstiftaren har bedömt att regler om budplikt är nödvändiga. Som ett utflöde av detta kommer således inte de aktiebolagsrättsliga minoritetsskyddsreglerna och huruvida dessa regler kan anses tillräckliga för att tillgodose budpliktsreglernas ändamål behandlas.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen består av sju avsnitt. Det närmast efterföljande avsnittet, avsnitt två, handlar om de för uppsatsen relevanta finansiella arrangemangen och beskriver hur arrangemang av det här slaget ser ut och fungerar, varför de används och varför de potentiellt medför frågetecken i förhållande till budpliktsreglerna.

Avsnitt tre handlar om de aktiemarknadsrättsliga reglerna om flaggning. Även om reglernas materiella innehåll också behandlas ligger fokus i detta avsnitt på att förstå ändamålen bakom flaggningsreglerna och vilken funktion dessa regler fyller på aktiemarknaden. Avsnittet syftar även till att ge läsaren en inblick i den diskussion som fördes inför att Öppenhetsdirektivet, och därmed också de svenska reglerna, reviderades för att omfatta även finansiella instrument som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande.

I avsnitt fyra behandlas budpliktsreglerna och det görs en genomgång av såväl de svenska reglerna som dess EU-rättsliga grund, Takeover-direktivet, och dess brittiska motsvarigheter. I detta avsnitt beskrivs vidare reglernas syfte och ändamål, vilka effekter regleringen har på marknaden samt den kritik som har riktats mot reglerna. Även relevanta uttalanden från Aktiemarknadsnämnden behandlas här.

Avsnitt fem behandlar, främst med utgångspunkt i avsnitt två och fyra, hur arrangemang av det förevarande slaget förhåller sig till de nu gällande reglerna om budplikt – här rör det sig således om ett de lege lata resonemang. I detta avsnitt berörs både huruvida arrangemang av det förevarande slaget omfattas av bestämmelsens formella tillämpningsområde och huruvida det finns något utrymme att tolka bestämmelsen så att sådana arrangemang omfattas.

I det efterföljande avsnittet, avsnitt sex, förs en diskussion kring huruvida arrangemang av det förevarande slaget bör föranleda budplikt för att budpliktsreglernas ändamål på ett så tillfredsställande sätt som möjligt ska tillgodoses. I detta avsnitt diskuteras vidare hur ett sådant resultat i sådana fall ska uppnås och huruvida budpliktsreglerna bör revideras för att uttryckligen omfatta även sådana arrangemang eller om det kan anses vara tillräckligt att budplikt under vissa förutsättningar kan uppkomma genom “god sed på aktiemarknaden”.

I uppsatsens sista avsnitt, avsnitt sju, presenteras och sammanfattas sedan de slutsatser som kan dras av diskussionerna i avsnitt fem och sex.

## 1.6 Kort om begreppsanvändning

Innan uppsatsens mer materiella delar tar vid behöver ett par förtydliganden i förhållande till ordval och begreppsanvändning göras. Eftersom även sådana finansiella arrangemang som inte utgör finansiella instrument enligt definitionen i LVPM<sup>3</sup>, exempelvis kapital- och pensionsförsäkringar, kan användas för att kringgå budpliktsreglerna så kommer jag i uppsatsen använda mig av begreppet “*finansiella arrangemang*” snarare än “finansiella instrument” när det inte enbart är finansiella instrument, i enlighet med definitionen i LVPM, som åsyftas. När “finansiella arrangemang” används åsyftas således som utgångspunkt såväl finansiella instrument som andra finansiella arrangemang.

Vidare kommer begreppen “*tecknare*” respektive “*utgivare*” användas för att beteckna de olika parterna i ett sådant finansiellt arrangemang, även för det fall inget finansiellt instrument faktiskt ges ut utan det enbart rör sig om ett avtal parterna emellan. Tecknare är den part som

---

<sup>3</sup> Finansiella instrument är enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LVPM) 1 kap. 4 § överlåtbara värdepapper (sådana värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden, exempelvis, aktier, obligationer och andra värdepapper), penningmarknadsinstrument (statsskuldväxlar, inlåningsbevis, företagscertifikat och andra instrument som normalt omsätts på penningmarknaden, dock inte betalningsmedel), andelar i företag för kollektiva investeringar (andelar i värdepappersfonder och/eller fondbolag), finansiella derivatinstrument (sådana derivatinstrument som kan hänföras till någon av följande kategorier; optioner, terminskontrakt (futures), swappar, räntesäkringsavtal och varje annat derivatkontrakt som avser värdepapper, valutor, räntor eller avkastningar, utsläppsrätter, eller andra derivatinstrument, finansiella index eller finansiella mått som kan avvecklas fysiskt eller kontant [...]) och utsläppsrätter.

genom arrangemang får en liknande finansiell exponering i de underliggande aktierna som om denne skulle ägt aktierna direkt. Utgivaren å andra sidan är motparten i arrangemanget och den som i regel står upptagen som ägare till de underliggande aktier och som därmed formellt sett också har rätt att rösta för aktierna.

Jag kommer vidare hämta inspiration från den brittiska budpliktsregleringen och använda begreppet ”*intresse i aktier*” för situationer där en person, fysisk eller juridisk, inte nödvändigtvis innehar aktierna i fråga men ändå har den finansiella exponeringen gentemot sådana aktier och därmed ett ekonomiskt intresse i bolaget. Även den som innehar aktier direkt har dock ett ”intresse i aktier” och det är således ett bredare begrepp än innehav. Den som har ett direkt innehav av aktier som representerar 20 procent av rösterna i bolaget och sedan den finansiella exponeringen gentemot aktier som representerar elva procent av aktierna i bolaget har således ett ”intresse i aktier” som representerar mer än 30 procent av aktierna i bolaget.

Ett annat förtydligande jag vill passa på att göra är att uppsatsen kommer utgå från och som regel endast behandla de regler som gäller för bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad, i Sverige antingen Nasdaq Stockholm eller Nordic Growth Market (NGM) (”*noterade bolag*”). Motsvarande regler gäller dock som utgångspunkt för bolag vars aktier är upptagna till handel på en handelsplattform (”*MTF*”).<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> För bolag vars aktier är upptagna till handel på någon av de svenska handelsplattformarna, First North, Nordic MTF eller Spotlight, gäller de regler om offentliga uppköpserbjudanden som Kollegiet för svensk bolagsstyrning har utfärdat. Dessa regler motsvarar i allt väsentligt de som gäller för noterade bolag enligt LUA och börsernas Takeover-regler och innehåller också bestämmelser om budplikt motsvarande den i LUA 3 kap. 1 §.

## 2. Finansiella arrangemang som ger en liknande finansiell exponering som aktieäggande

### 2.1 Kort om kontantavräknade aktiederivat

#### 2.1.1 Aktiederivat – instrument för riskspridning och spekulation

”Derivat” är ett samlingsbegrepp för olika typer av finansiella instrument vars värde är beroende av värdet på en underliggande tillgång och som, till skillnad från om man köper den underliggande tillgången direkt, inte ska realiseras förrän vid en förutbestämd framtida tidpunkt.<sup>5</sup> Det rör sig således om ett väldigt brett begrepp som egentligen inte säger något om hur dessa finansiella instrument ser ut utan instrumentets exakta villkor varierar beroende på såväl den underliggande tillgången som vilka parterna är.

Historiskt har derivat främst använts som ett sätt för företagare att hantera och fördela risk – det klassiska exemplet är bonden som är rädd för att det vete hen odlar ska hinna sjunka i värde innan det är dags för skörd och försäljning. Bonden kan då använda sig av en typ av derivat som innebär en möjlighet att ”låsa” priset innan den befarade värdeminskningen sker. För att göra detta ingår bonden ett avtal med en köpare som innebär att denna måste fullfölja avtalet, och förvärva den avtalade mängden vete till det avtalade priset, oavsett hur värdet på vete har förändrats, en så kallad forward/future.<sup>6</sup> Om priset på vete sjunker innan fullgörelsetidpunkten gör bonden en vinst men om priset på vete i stället ökar är det köparen som gör en vinst.<sup>7</sup> Oavsett vilka prisförändringar som sker innebär avtalet dock en garanti för att vete kommer säljas och inbringa viss inkomst, bondens totala affärsrisker har således minskat.

På samma sätt kan derivatinstrument användas för att hantera risken för framtida värdeminskningar i aktier. En aktieägare som är rädd för att de aktier hen innehar ska sjunka i värde kan använda sig av forward/futures (på svenska också terminer) för att hantera den befarade risken och säkerställa att aktierna kommer säljas till ett visst lägsta pris. Vid en användning av terminer måste dock aktieägaren i fråga vara säker på att hen faktiskt vill sälja aktierna – oavsett om den befarade värdeminskningen inträffar eller inte. Så är ju inte alltid fallet och därför är det också vanligt med så kallade optioner. Det finns både köp- och säljoptioner men för att hantera risken för en värdeminskning är det framförallt säljoptioner som är av intresse. En säljoption ger aktieägaren i fråga en möjlighet, men inte en skyldighet, att sälja aktien till ett på förhand bestämt pris. Om aktieägaren bestämmer sig för att hen vill utnyttja säljoptionen och sälja aktien har motparten en skyldighet att köpa aktien till det på förhand bestämda priset. Om den befarade värdeminskningen inte inträffar kan aktieägaren

---

<sup>5</sup> Broberg, Oskar. "Derivat Och Företagsfinansiering.", i *Företagsfinansiering: Från Sparbankslån Till Derivat*, Larsson Mats (red.), 2:a upplagan, Studentlitteratur, 2011, s. 164.

<sup>6</sup> Vilket begrepp som används beror på om det rör sig om ett standardiserat börshandlat instrument (future) eller ett instrument som är skräddarsytt för två parter (forward).

<sup>7</sup> Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, 9:e upplagan, McGraw-Hill Education, 2018. s. 696.

behålla aktierna. Aktieägaren i fråga har således, mot en mindre premie, garderat sig mot risken att aktierna sjunker i värde.<sup>8</sup>

Förutom som en form av riskhantering används derivat dock också för att spekulera i värdet på den underliggande tillgången. Eftersom derivat är konstruerade på ett sätt som möjliggör stora vinster med en liten insats är det väldigt tacksamma instrument att använda för just spekulation, även om detta kommer med en (lika) stor risk för stora förluster.<sup>9</sup> Den som är framgångsrik i sin spekulation har således möjlighet att få en hög avkastning på sitt satsade kapital – avkastning som sedan kan användas för att utveckla och expandera verksamheten och således i förlängningen även bidra till ett högre aktieägarvärde. Att det finns spekulationsmöjligheter är alltså som utgångspunkt något positivt – så länge riskerna för förlust inte förringas.

Användningen av just aktiederivat, det vill säga derivat vars värde är beroende av värdet på en viss underliggande aktie, utvecklades under den senare delen av 1900-talet och utgör nu den största delen av derivatmarknaden.<sup>10</sup> Under samma tid öppnades ett flertal börser, såväl i Europa som i USA, som specialiserade sig på handel med derivat. Trots att dessa etablissemang var viktiga för derivathandelns utveckling har det sedan dess varit den så kallade OTC-handeln som har dominerat derivatmarknaden.<sup>11</sup> OTC står för ”over the counter” och det rör sig således om handel som sker direkt mellan två parter och inte via en börs. Fördelen med OTC-handlade derivat är att dessa inte behöver vara standardiserade utan kan skräddarsys för att passa de inblandade parternas önskemål.<sup>12</sup>

Tack vare den utbredda OTC-handeln finns det ett antal olika derivatinstrument som alla kan se olika ut och ett derivatinstrument upprättat mellan två parter ser inte nödvändigtvis likadant ut som det mellan andra parter. Trots detta finns det vissa generella karaktäristika som de arrangemang som är relevanta för den förevarande frågeställningen har gemensamt. Uppsatsen kommer som utgångspunkt inte beröra specifika arrangemang och hur dessa ser ut i detalj utan fokus ligger på att förstå de mer övergripande, gemensamma, dragen.

## 2.1.2 Arrangemangens karaktär

### 2.1.2.1 Ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande

Uppsatsen behandlar endast arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande. Exakt vad som menas med ”liknande finansiell exponering som aktieäggande” är inte helt klart<sup>13</sup> men en rimlig utgångspunkt torde, enligt min mening, vara att det är tecknaren som står risken för en eventuell värdoförändring i de underliggande aktierna.

---

<sup>8</sup> Broberg, s. 174.

<sup>9</sup> Arnold, Glen, *Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions & Techniques*, 2:a upplagan, Pearson Financial Times, 2010, s. 630.

<sup>10</sup> Broberg, s. 165.

<sup>11</sup> Broberg, s. 168.

<sup>12</sup> Se bland annat Arnold, s. 631.

<sup>13</sup> Se bland annat Lagrådets uttalande i Prop. 2015/16:26, *Regelbunden finansiell information och offentliggörande av aktieinnehav*, Stockholm: Finansdepartementet, s. 347.

Precis som om det hade rört direkta innehav av aktier är det således tecknaren som gör en förlust om aktierna minskar i värde respektive en vinst om aktierna i stället ökar i värde.

Här kan det finnas anledning att gå händelserna lite i förväg och göra en jämförelse med de brittiska budpliktsreglernas ”intresse i aktier”. Intresse i aktier har enligt de brittiska budpliktsreglerna den som äger aktier direkt och, bland annat, den som har samma finansiella exponering som vid ett direkt innehav av aktier, till exempel då innehavaren innehar den långa ekonomiska positionen i förhållande till aktierna. Begreppet ”lång ekonomisk position” är ett finansiellt begrepp och den som har en lång ekonomisk position i förhållande till en underliggande tillgång är den som gynnas ekonomiskt om den underliggande tillgången skulle öka i värde och förlorar om tillgången minskar i värde.<sup>14</sup> Den som i stället har en kort position gör en vinst om tillgången sjunker i värde och en förlust om den ökar i värde. Den korta positionen kan således sägas innebära den motsatta finansiella exponeringen jämfört med ett direkt innehav.<sup>15</sup>

### **2.1.2.2 Kontantavräkning snarare än aktieavräkning**

En annan sak de aktuella arrangemangen har gemensamt är det faktum att de är kontantavräknade snarare än aktieavräknade. Det innebär, som ovan konstaterat, att de underliggande aktierna inte ska övergå till tecknaren vid löptidens utgång utan att avräkning i stället ska ske genom att ett kontant vederlag utbetalas, antingen till tecknaren eller till utgivaren beroende på hur aktiernas värde har förändrats sedan avtalet ingicks.<sup>16</sup>

Precis som fysiskt avräknade aktiederivat kan de kontantavräknade derivaten användas för såväl riskhantering som spekulation och, förutom att det aldrig finns någon skyldighet att faktiskt överlåta den underliggande aktien, fungerar de på i stort sett samma sätt. Vi kan jämföra med det ovan nämnda exemplet där en aktieägare använder sig av säljoptioner för att hantera risken för en framtida värdeminskning i aktierna – för det fall priset faktiskt skulle sjunka sker, vid användning av ett kontantavräknat arrangemang, avräkning i stället genom att aktieägaren erhåller ett kontant vederlag som motsvarar värdeminskningen.

### **2.1.2.3 Arrangemanget innebär att det görs en uppdelning mellan den finansiella exponeringen gentemot aktierna och rätten att förvalta aktierna**

I syfte att minimera risken för förlust förvärvar, för det fall aktierna inte redan innehas, utgivaren av aktiederivatet ofta de underliggande aktierna som säkerhet (”hedge”). Om aktierna ökar i värde och utgivaren vid löptidens utgång därför måste betala tecknaren så kan utgivaren

---

<sup>14</sup> Law Jonathan & Smullen John, *A Dictionary of Finance and Banking*, 4:e upplagan, Oxford University Press, 2008, ”long position”.

<sup>15</sup> Law & Smullen, ”short position”.

<sup>16</sup> Stankovic, Danijel. ”Challenges to the Takeover Early Warning System in the EU: The Case of Germany.” *Croatian Yearbook of European Law and Policy*, nr 10, 2014, s. 297.

sälja aktierna – den vinst som försäljningen av aktierna inbringar täcker då den förlust som utbetalningen till tecknaren annars skulle medföra.<sup>17</sup>

Detta tillvägagångssätt innebär dock också att utgivaren av derivaten kommer stå som ägare till aktierna i avstämningsregistret och därmed också vara den som har rätt att rösta för aktierna vid en bolagsstämma<sup>18</sup> medan det är tecknaren som står den ekonomiska risken för eventuella värdeförändringar i aktien. Här görs således ett avsteg från den aktiebolagsrättsliga utgångspunkten att ekonomiskt risktagande och förvaltningsrätt följs åt.<sup>19</sup>

## 2.2 Kort om olika försäkringslösningar

Ett exempel på en annan typ av arrangemang som formellt sett inte är derivat, och som tidigare konstaterat egentligen inte heller är finansiella instrument, är olika typer av försäkringslösningar såsom kapital- och pensionsförsäkringar. Även den här typen av finansiella arrangemang ser som regel olika ut och har olika villkor beroende på vad som passar parterna bäst, och inte heller dessa kommer beröras i detalj. Som utgångspunkt kan det dock konstateras att det rör sig om någon form av långsiktigt sparande som sker genom att försäkringstagaren sätter in kapital på ett konto som sedan genom försäkringsgivaren investeras på aktiemarknaden.<sup>20</sup>

Kapital- och pensionsförsäkringar används således som utgångspunkt som ett verktyg för kapitalförvaltning. Den som har ett kapital som inte ska användas på kort sikt investerar detta i en sådan försäkring med förhoppningen att kapitalet genom investeringar på aktiemarknaden ska öka i värde och personen i fråga ska ha mer kapital när det väl är dags att använda pengarna, exempelvis vid pension. Även ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är användningen av kapital- och pensionsförsäkringar för att långsiktigt förvalta kapital fördelaktig. I stället för att kapitalet sparas på ett vanligt bankkonto och ligger där i väldigt många år kan kapital som investeras på aktiemarknaden genom en sådan försäkring användas för att driva bolag, och i förlängningen, samhällsekonomin framåt.

Viktigt att notera är dock att enbart det faktum att arrangemang av det här slaget är tänkta att användas för långsiktigt sparande och värdeutveckling givetvis inte hindrar att dessa även kan användas för mer kortsiktiga ändamål, exempelvis för att kringgå budpliktsreglerna. Tvärtom så har arrangemang av det här slaget en hel del, med kontantavräknade aktiederivat, gemensamma drag och får, om de används på det sättet, i mångt och mycket samma effekter som dessa.

Precis som vad som är fallet i förhållande till aktiederivat så är värdet på försäkringen (egentligen det insatta kapitalet), i olika stor utsträckning, beroende av värdet på de

---

<sup>17</sup> Stankovic, s. 299.

<sup>18</sup> Se Aktiebolagslagen (SFS 2005:551) 7 kap. 2 § första stycket.

<sup>19</sup> Se bland annat Eklund, Karin, och Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt Och Aktiemarknadsrätt*, 1:a upplagan, Iustus, 2013, s. 136–139.

<sup>20</sup> Se exempelvis Finansportalen, *Kapitalförsäkring*, tillgänglig på <https://www.finansportalen.se/kapitalforsakring/> (hämtad den 10 februari 2021).

underliggande aktier som man genom försäkringen har investerat i – tecknaren får således den finansiella exponeringen gentemot de underliggande aktierna. Vidare så är det den part som tillhandahåller försäkringen som också står registrerad som aktieägare i avstämningsregistret och därmed har rätt att rösta för de genom försäkringen förvärvade aktierna. Det gäller som utgångspunkt oavsett om det rör sig om en typ av försäkring där tecknaren själv får välja hur försäkringspengarna ska investeras (depåförsäkring) eller om det är en mer traditionell försäkring där utgivaren väljer hur kapitalet ska investeras.

Som vi kan se så har arrangemang av det här slaget alltså en del relevanta likheter med kontantavräknade aktiederivat och det finns därmed anledning att beakta även dessa i förhållande till frågan om budplikt. För det fall dessa arrangemang inte beaktas inför en potentiell revidering av budpliktsreglernas tillämpningsområde så finns det en risk för att dessa fortsatt, och i stället för kontantavräknade aktiederivat, kan användas på ett sätt som strider mot budpliktsreglernas ändamål.

## 2.3 Varför kan sådana arrangemang vara problematiska?

De speciella egenskaper som kännetecknar finansiella arrangemang av det här slaget, särskilt det faktum att det görs en separation mellan den finansiella exponeringen och rösträtten, innebär att arrangemanget potentiellt kan ställa till problem i förhållande till flaggnings- och budpliktsreglerna. En närmare redogörelse för vad dessa regler innebär och vad de fyller för funktion kommer jag återkomma till längre fram, i detta avsnitt kommer jag bara kort reflektera kring vilken typ av problem det är som kan komma att aktualiseras.

### 2.3.1 Rösterna passiviseras

Som ovan konstaterat är det som regel utgivaren av det finansiella arrangemanget som står som ägare till de underliggande aktierna i avstämningsregistret och som därmed också har rätt att utöva rösträtt för aktierna på en bolagsstämma. I praktiken är det dock vanligt att det i avtalet mellan utgivaren och tecknaren, eller i utgivarens ägarpolicy, stadgas att utgivaren inte ska använda sig av denna rätt.<sup>21</sup> Avtal av det här slaget medför då att det finns aktier i bolaget som ingen kommer rösta för – aktierna passiviseras.

Att det i ett bolag finns aktier vars rösträtt aldrig utnyttjas kommer av naturliga skäl också påverka maktbalansen i bolaget, vilket kan illustreras genom följande exempel:

Ponera att tio procent (säg 10 000 av 100 000) av aktierna (och rösterna, varje aktie motsvarar en röst) i ett noterat bolag är passiviserade genom exempelvis en kapitalförsäkring och aldrig röstas för. Av de 90 procent av aktierna som i teorin fortfarande är aktiva (det vill säga 90 000

---

<sup>21</sup> Aktieägare som inte själva står risken för potentiella värdeminskningar i aktien saknar som regel incitament till att aktivt engagera sig i bolaget och har därmed vanligtvis som policy att inte rösta för sådana aktier. För vidare läsning se exempelvis Çelik, Serdar, and Isaksson, Mats. "Institutional Investors and Ownership Engagement." *OECD Journal: Financial Market Trends* 2013, nr 2, 2014: 93–114.



aktier) och som kan komma att påverka beslut på bolagsstämman kanske 50 procent av dessa faktiskt närvarar och utnyttjar sin rösträtt (alltså, 45 000 aktier). Under förutsättning att det rör sig om ett beslut som inte omfattas av någon särskild majoritetsregel räcker det således med ett innehav om 22 500 aktier, alltså 22,5 procent av det totala antalet aktier i bolaget, 100 000, för att en aktieägare ensam ska kunna fatta ett sådant beslut.

Genom att inneha ett aktiederivat, eller en försäkring, som passiviserar en viss andel av aktierna i bolaget kan en aktieägare, som genom direkt innehav redan står som ägare till 22,5 procent av aktierna i bolaget, sätta sig i en situation där den ensam kan kontrollera en stor del av de beslut som fattas av bolagsstämman, utan att riskera den budplikt som uppkommer vid ett direkt innehav om 30 procent. Att aktieägaren i fråga inte har rätt att rösta för de till det finansiella arrangemanget underliggande aktierna har ingen större betydelse utan denna aktieägare får trots det större möjligheter att utöva kontroll över bolaget.

### **2.3.2 Risk för de facto kontroll trots ej formell rösträtt**

Även om det vanliga är att varken utgivaren eller tecknaren utnyttjar rösträtten för de underliggande aktierna så leder arrangemang av det här slaget, för det fall rösträtten används, till frågetecken kring vem det är som faktiskt utnyttjar denna.

Det är tecknaren som står den ekonomiska risken för eventuella värdeminskningar i bolagets aktier, såväl i förhållande till de till det finansiella arrangemanget underliggande aktierna som i förhållande till de aktier som personen ifråga själv äger. Tecknaren har således ett stort ekonomiskt intresse av att utnyttja rösträtten i bolaget och påverka dess förvaltning. Utgivaren å andra sidan står ingen finansiell risk för eventuella värdefluktuationer och saknar därmed som utgångspunkt incitament att engagera sig i bolagets förvaltning. I praktiken är det dessutom avtalsrelationen, och framtida potentiella avtalsrelationer, med tecknaren som genererar intäkter för utgivaren och denna har därför desto större incitament till att vårda denna relation.<sup>22</sup>

Sammantaget talar dessa faktorer för att tecknaren har stora möjligheter att påverka hur utgivaren röstar för de underliggande aktierna, om rösträtten används.

### **2.3.3 Fin skiljelinje mellan kontantavräknade och fysiskt avräknade instrument**

En annan aspekt som kan innebära problem i förhållande till budpliktsreglerna är det faktum att även om arrangemangen i teorin är kontantavräknade och aktierna som utgångspunkt inte ska överlåtas till tecknaren, varken under löptiden eller efter dess utgång, så finns det inget som hindrar att en sådan överlåtelse ändå sker. Tvärtom kan detta snarare vara en förväntning från tecknarens sida. Utgivaren har i de allra flesta fall inte heller någon anledning att neka en sådan begäran från tecknaren, att göra det skulle snarare kunna innebära att man riskerar en långvarig

---

<sup>22</sup> Se bland annat European Commission consultation document COM (2010)243 of the modernisation of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, 27.05.2010 (härefter "Kommissionens konsultationsdokument"), avsnitt 9.12.

affärsrelation och framtida intäkter.<sup>23</sup> Även om utgivaren skulle säga nej till en sådan begäran från tecknaren finns det inget som hindrar att tecknaren i stället köper de förevarande aktierna direkt på marknaden – eftersom utgivaren som regel endast innehar dessa som säkerhet för det finansiella arrangemanget kommer aktierna med stor sannolikhet avyttras då arrangemanget har löpt ut.<sup>24</sup>

Det finns således flera faktorer som talar för att den som har tecknat ett finansiellt arrangemang av det här slaget och som vill omvandla detta till direkt ägande i aktierna också har möjlighet att göra det, även om det i teorin rör sig om ett kontantavräknat finansiellt arrangemang. Om sådana arrangemang inte omfattas av budpliktsreglerna innebär en sådan möjlighet i förlängningen att den som innehar såväl aktier som aktiederivat och/eller andra liknande arrangemang själv kan styra när man vill ”aktivera” budplikten. Först om och när innehavaren övertar det direkta ägandet av aktierna kommer innehavet, under förutsättning att ett sådant övertagande innebär ett totalt innehav som överstiger gränsen om 30 procent, föranleda budplikt.

---

<sup>23</sup> Nardis, Eugenio & Tonello, Matteo, “Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests”, *SSRN Electronic Journal*, 2010, s. 2.

<sup>24</sup> Conac, Pierre-Henri, “Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive” i *The European Financial Market in Transition*, Birkemose Hanne S., Neville Mette & Engsig Sørensen Karsten (red.), Kluwer Law International BV, 2012, s. 51.

## 3. Flagging

### 3.1 Reglernas syfte och ändamål

En av de mest grundläggande förutsättningarna för aktiemarknadens funktion är att potentiella investerare har tillräckligt bra förtroende för aktiemarknaden för att vara villiga att investera sitt kapital där. Den investerare som tror att hen kommer bli ”lurad” av marknaden kommer inte investera sitt kapital där vilket i sin tur leder till att de bolag som vänder sig till aktiemarknaden för att få tillgång till nytt riskvilligt kapital för att kunna utveckla och expandera sin verksamhet inte längre har denna möjlighet. Ett bristande förtroende för aktiemarknaden får således i förlängningen negativa effekter på samhällsekonomin i stort. Förtroendefrågan kompliceras ytterligare av det faktum att de noterade aktiebolagens organisation och karaktäristik leder till, för marknaden skadliga, informationsasymmetrier – framtida potentiella investerare har av naturliga skäl inte samma insyn i bolaget och dess förhållanden som bolagets styrelse och ledning. För att neutralisera dessa informationsasymmetrier finns det därför i aktiemarknadsrätten ett stort antal regler om information som framförallt noterade bolag, men också dess aktieägare, är skyldiga att lämna till marknaden.<sup>25</sup> Reglerna om flagging är ett sådant exempel.

Reglerna om flagging har som utgångspunkt två syften; dels att säkerställa ett fullgott investerarskydd och dels att främja effektiviteten på aktiemarknaden. I propositionen till de svenska reglerna betonas att en god genomlysning av ägarförhållandena i noterade bolag i förlängningen även främjar förtroendet för aktiemarknaden.<sup>26</sup> Vidare anges det i skälen till Öppenhetsdirektivet<sup>27</sup>, vilket ligger till grund för den nuvarande svenska regleringen, att regler om flagging och informationsgivning är en grundläggande förutsättning för att potentiella investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut. Det handlar således om att skapa transparens kring hur maktbalansen i noterade bolag ser ut för att en, fysisk eller juridisk, person som funderar på att investera i ett noterat bolag ska ”veta vad hen ger sig in i” – vilka andra intressenter som kan komma att styra bolagets framtid och även vilka eventuella intressekonflikter som kan komma att aktualiseras.

Att marknaden är transparent och tillhandahåller den information som krävs för att potentiella investerare ska kunna fatta välgrundade investeringsbeslut anses i förlängningen också bidra till att aktierna i fråga blir korrekt prissatta och att den resursallokering som sker genom handel på aktiemarknaden fungerar på ett så samhällsekonomiskt effektivt sätt som möjligt. Detta eftersom tillgången till sådan information medför att fördelningen av investeringskapital görs

---

<sup>25</sup> För en diskussion om förtroendets betydelse se Sevenius, Robert, and Torsten Örtengren. *Börsrätt*, 4:e upplagan, Studentlitteratur, 2017, s. 34–37.

<sup>26</sup> Prop. 2015/16:26, *Regelbunden finansiell information och offentliggörande av aktieinnehav*, Stockholm: Finansdepartementet, s. 66–67.

<sup>27</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (härefter ”Öppenhetsdirektivet”).

på ett mer korrekt sätt och till lägre kostnader för den enskilda investeraren som inte behöver lägga resurser på att ta fram information som redan är allmänt tillgänglig.<sup>28</sup>

Den översyn av Öppenhetsdirektivet, och sedermera den svenska regleringen, som gjordes under 2010-talet, syftade till att öka tydligheten och effektiviteten kring informationsgivning avseende större innehav i noterade bolag.<sup>29</sup> Detta till följd av en utveckling på de europeiska finansmarknaderna där kontantavräknade aktiederivat i större utsträckning användes på ett sätt som innebar att marknaden fick en missvisande bild av hur det ekonomiska intresset i en emittent såg ut. För att säkerställa att den transparens avseende ägar- och intresseförhållanden i noterade bolag som flaggningsreglerna syftar till upprätthålls ansågs en utvidgning av reglernas tillämpningsområde nödvändig,<sup>30</sup> men mer om detta i efterföljande avsnitt.

## 3.2 En utblick i Europa

### 3.2.1 Öppenhetsdirektivet

Den första EU-rättsliga regleringsåtgärden på området var det så kallade Flaggningsdirektivet<sup>31</sup> som antogs år 1988 som en reaktion på en italiensk finansmans försök att köpa upp ett belgiskt noterat bolag. Finansmannen i fråga hade i hemlighet lyckats förvärva 20 procent av aktierna i bolaget, vilket väckte frågor om marknads behov av information om betydande förändringar i inflytande och ägarintresse i noterade bolag.<sup>32</sup> Direktivet, och sedermera dess efterföljare, var dock även del av ett bredare harmoniseringsarbete från EU:s sida och hade som övergripande syfte att, tillsammans med ett antal andra regelverk, skapa en öppen, effektiv och integrerad värdepappersmarknad inom EU för att vidare säkerställa fri rörlighet och den inre marknads funktion.<sup>33</sup>

Grunden för de nu gällande svenska reglerna om flaggning hittar vi i det EU-rättsliga Öppenhetsdirektivet som antogs år 2004 och sedan reviderades genom det så kallade Ändringsdirektivet<sup>34</sup> år 2013. Ändringen var ett resultat av ett antal uppmärksammade rättsfall, såväl i Europa som utanför, där aktieägare hade använt sig av kontantavräknade aktiederivat i syfte att förändra maktbalansen i ett antal stora noterade bolag utan att behöva informera marknaden eller det berörda bolaget om att någon form av kontrollägarskifte var på gång.<sup>35</sup>

---

<sup>28</sup> Se Öppenhetsdirektivet, skäl 1.

<sup>29</sup> Prop. 2015/16:26 s. 122.

<sup>30</sup> Prop. 2015/16:26 s. 68–69.

<sup>31</sup> Rådets direktiv 88/627/EEG av den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag, härefter ("Flaggningsdirektivet").

<sup>32</sup> Sevenius och Örtengren, s. 286.

<sup>33</sup> Se bl.a. Rüdiger, Veil och Schweiger Rebecca, *European Capital Markets Law*, 2:a upplagan, Hart Publishing, 2017, s. 3–22.

<sup>34</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad [...]. (Härefter "Ändringsdirektivet").

<sup>35</sup> Se exempelvis de tyska fallen avseende bolagen Shaeffler och Continental samt Porsche och Volkswagen, de franska fallen avseende bolagen Wendel och Saint Gobain samt LVHM och Hermès samt det italienska fallet avseende familjen Agnellis försök att ta kontroll över Fiat. Samtliga refererade i Conac, s. 52–56.

Rättsfallen i fråga medförde att de berörda medlemsstaterna skärpte sina flaggningsregler så att dessa även omfattade sådana finansiella instrument, vilket i sin tur innebar att frågan lyftes upp för diskussion på EU-nivå.<sup>36</sup>

I ett konsultationsdokument från kommissionen inför revideringen av direktivet lyfts ett antal för- och nackdelar med ett eventuellt utvidgande av direktivet för att även omfatta andra finansiella instrument. Å ena sidan menar man att det rör sig om ett allvarligt kryphål i direktivet som har utnyttjats för att kringgå dess regler på ett sätt som strider mot de principer som ligger till grund för direktivet. Å andra sidan lyfts det faktum att en revidering och ett utvidgande av direktivets tillämpningsområde i praktiken skulle kunna leda till ett överflöd av information till marknaden som, i stället för att öka möjligheten till insyn i ägarförhållandena i noterade bolag, gör det svårare att utröna vilka transaktioner och ägarförändringar som faktiskt är av betydelse.<sup>37</sup>

Slutligen landade man dock i att skälen för att revidera direktivet och stänga kryphålet ansågs väga tyngre än eventuella nackdelar med en sådan revidering. Ytterligare en faktor som troligtvis bidrog till att en revidering ansågs lämplig var det faktum att flera medlemsstater redan hade infört strängare regler – i syfte att uppnå en harmoniserad och integrerad värdepappersmarknad på EU-nivå fanns det således starka skäl för EU att följa efter. I skälen till Ändringsdirektivet konstateras därmed att utvecklingen på de finansiella marknaderna har medfört att det nu finns nya finansiella instrument, som inte omfattas av det tidigare gällande direktivet, vilka kan användas för att i hemlighet bygga upp maktpositioner i bolag. De tidigare gällande reglerna anses därför inte tillräckliga för att ge en rättvisande bild av hur den ekonomiska exponeringen i ett bolag ser ut. Med anledning av detta anges vidare att direktivets definition av finansiella instrument bör utvidgas till att omfatta alla instrument med en ekonomisk effekt liknande den av direkt aktieinnehav och rätt att förvärva aktier.<sup>38</sup>

Direktivets tillämpningsområde ändrades således från att endast omfatta sådana finansiella instrument som ger innehavaren en rätt att förvärva de underliggande aktierna till att omfatta även sådana finansiella instrument som har sin grund i redan utgivna noterade aktier och som har en liknande ekonomisk effekt som de tidigare nämnda finansiella instrumenten, oavsett om dessa ger en rätt till fysisk avveckling eller inte.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> Se bland annat Kommissionens konsultationsdokument COM (2010) 243.

<sup>37</sup> Kommissionens konsultationsdokument, punkterna 9.22–9.24.

<sup>38</sup> Se Ändringsdirektivet skäl 9. Sker genom en ändring i art. 13.1 (b).

<sup>39</sup> Öppenhetsdirektivet art. 13.1 (b).

## 3.3 Den svenska regleringen

### 3.3.1 Lagen om handel med finansiella instrument

De svenska reglerna om flaggning återfinns i fjärde kapitlet i Lagen om handel med finansiella instrument (LHF). Här infördes de första svenska lagreglerna om flaggning redan i samband med Sveriges inträde i EU år 1993 i syfte att implementera det då gällande, och ovan nämnda, Flaggningsdirektivet. Sverige hade även tidigare haft bestämmelser om flaggning, men då i form av rekommendationer antagna av Näringslivets Börskommitté. Eftersom Näringslivets Börskommittés rekommendationer om flaggning var striktare än de minimikrav som Flaggningsdirektivet uppställde gällde dessa regler parallellt med de dåvarande lagreglerna fram till 2007 då det nya Öppenhetsdirektivet implementerades i svensk rätt.<sup>40</sup>

### 3.3.2 Reglernas materiella innehåll

Flaggning innebär att den som innehar aktier, eller ett annat finansiellt instrument som omfattas av reglerna, i ett noterat bolag under vissa förutsättningar är skyldig att anmäla eventuella förändringar i sitt innehav till bolaget i fråga och till Finansinspektionen.<sup>41</sup> Som utgångspunkt uppkommer en sådan anmälningsskyldighet då innehavet, genom förvärv, överlåtelse eller på något annat sätt, förändras på ett sätt som medför att det över- eller understiger vissa i lagen angivna gränsvärden.<sup>42</sup> Såväl förändringar avseende andelen av det totala antalet aktier i bolaget som andelen av röstetalet utlöser flaggningsplikt. Flaggningsreglerna omfattar inte endast rena aktieinnehav utan vid beräkning av huruvida ett gränsvärde är uppnått ska hänsyn även tas till innehav av andra finansiella instrument. Såväl finansiella instrument som ger innehavaren en rätt att förvärva aktier som redan getts ut av ett noterat bolag som andra finansiella instrument som har en liknande ekonomisk effekt som sådana instrument, oavsett om dessa är aktie- eller kontantavräknade, ska beaktas.<sup>43</sup>

Under vissa förutsättningar aktualiseras flaggningsplikt också av ett så kallat närstående förhållande mellan två parter. I LHF 4 kap. 4 § 2 st. stadgas när två parter ska anses vara närstående – sammanfattningsvis kan det konstateras att det rör sig om olika situationer där parterna antingen har kommit överens om hur rösträtten för aktierna ska användas eller där den ena parten formellt är registrerad som ägare till aktierna men den andra parten är den som i praktiken kontrollerar rösträtten. När bestämmelsen är tillämplig ska parternas totala innehav sammanläggas och om detta sammanlagda innehav överstiger något av de i lagen angivna gränsvärdena uppkommer också flaggningsplikt. Om det rör sig om ett arrangemang där en part får rätt att rösta för aktier som den andra parten står som ägare till ska aktierna inte längre räknas in i innehavet för den part som inte längre kontrollerar rösträtten.<sup>44</sup>

---

<sup>40</sup> Sevenius och Örtengren, s. 285–286.

<sup>41</sup> Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) 4 kap. 3 §.

<sup>42</sup> LHF 4 kap. 5 § LHF anger de aktuella gränsvärdena; 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 66 (2/3) och 90 procent.

<sup>43</sup> LHF 4 kap. 2 § 2 & 3 p.

<sup>44</sup> LHF 4 kap. 4 § 3 st.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det rör sig om en relativt öppen reglering och exakt vilka instrument som omfattas är därmed inte helt lätt att utläsa. Klart bör dock anses vara att den typen av kontantavräknade aktiederivat som uppsatsen berör som regel också omfattas av flaggningsreglerna. Mer oklart är det i förhållande till de försäkringsliknande lösningarna, vilka som tidigare konstaterat inte utgör finansiella instrument, där det enligt Finansinspektionen som utgångspunkt torde krävas att ett närståendeförhållande mellan de inblandade parterna kan anses föreligga, och att det sammanlagda innehavet överstiger något av de angivna gränsvärdena, för att flaggningskyldighet ska uppkomma.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> Finansinspektionen, Avdelningen Marknadstillsyn, *Frågor och svar om flaggning*, tillgänglig på: <https://fi.se/contentassets/291fbcaf3eed42c0baca15814463af69/fragor-svar-flaggning-2019-05-13.pdf> (hämtad den 3 februari 2021).

## 4. Budplikt

### 4.1 Reglernas syfte och ändamål

Av preambeln till Takeover-direktivet, vilket ligger till grund för de nu gällande svenska reglerna om budplikt, framkommer att reglernas övergripande syfte är att skydda minoriteten för det fall ett noterat bolag blir föremål för ett kontrollägarskifte.<sup>46</sup> Skyddet för den enskilde minoritetsaktieägaren består i att denna ges möjlighet att sälja sina aktier och lämna bolaget, till ett visst garanterat lägsta pris.<sup>47</sup>

Budpliktsreglernas minoritetsskydd delas i litteraturen oftast upp i tre delar; likabehandling av aktieägare, möjlighet för minoritetsaktieägare att få del av eventuell kontrollpremie och möjlighet att göra exit från bolaget vid ett kontrollägarskifte. Införandet av budpliktsregler, såväl i Sverige som i EU, föregicks av intensiva diskussioner och de ändamål som lyftes fram för ett sådant införande har också ifrågasatts på många håll. I detta avsnitt kommer jag därför inte bara redogöra för vilka ändamål som ligger till grund för regleringen utan även lyfta fram den kritik som riktats mot ett sådant införande.

#### 4.1.1 Likabehandling av aktieägare

Att samtliga aktieägare i ett bolag ska behandlas lika är en grundsats inom såväl aktiebolags- som aktiemarknadsrätten. Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen innebär att de olika bolagsorganen inte får behandla olika aktieägare olika.<sup>48</sup> Principen tar sikte på aktieägarnas rätt i förhållande till bolaget och saknar som utgångspunkt relevans för frågan om budplikt. I stället får vi vända oss till den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen som tar sikte på förhållandet mellan såväl olika aktieägare som förhållandet mellan bolagets aktieägare och en potentiell framtida förvärvare. Principen, som innebär att alla innehavare av värdepapper av samma slag ska behandlas lika, får främst betydelse vid offentliga uppköpserbjudanden, oavsett om dessa är frivilliga eller ett resultat av budplikt.<sup>49</sup>

Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipens räckvidd är dock omdiskuterad och det är osäkert huruvida denna kan användas även för att motivera regler om budplikt eller inte.<sup>50</sup> Som ett argument för att så bör vara fallet lyfts det faktum att en minoritetsaktieägare som utgångspunkt saknar den förhandlingsposition som den aktieägare som sitter på en större aktiepost har. Minoritetsaktieägaren kan således som regel inte få till stånd ett individuellt förhandlat köp, där man genom förhandling med köparen kan påverka försäljningsvillkoren,

---

<sup>46</sup> Europaparlamentet och Rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden (härefter "Takeover-direktivet"), skäl 9.

<sup>47</sup> Nyström Göran, Ohlsson Robert, Sjöman Erik & Skog Rolf, *Takeover-reglerna: En Kommentar till Lagen Om Offentliga Uppköpserbjudanden På Aktiemarknaden Och Börsernas Takeover-regler*, 5:e upplagan, Gula Biblioteket, 2018, s. 29.

<sup>48</sup> Se ABL 4 kap. 1 § jämte generalklausulerna i ABL 7 kap. 47 § och 8 kap. 41 §.

<sup>49</sup> Den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen kommer bland annat till uttryck i Takeover-direktivet art. 3 (a).

<sup>50</sup> Se bland annat Skog Rolf, 'Erbjudandeplikt?', *Juridisk tidskrift*, nr 1, 1993/94, s. 110.



utan måste i stället avyttra sina aktier på den reguljära marknaden eller genom ett offentligt uppköpserbjudande till de villkor som erbjuds. Minoritetsaktieägarens bristande förhandlingsmöjligheter innebär en risk för att denna kan tvingas sälja sina aktier till oförmånliga villkor – vilket i förlängningen kan skada förtroendet för marknaden och dess värdeallokeringsfunktion.<sup>51</sup> Genom att kräva att den nya kontrollaktieägaren ska lämna ett offentligt uppköpserbjudande på resterande aktier i bolaget säkerställs att minoritetsaktieägaren erbjuds samma försäljningsvillkor<sup>52</sup> som den aktieägare av vilken den nya kontrollägaren förvärvade sin kontrollpost.

#### 4.1.2 Del av eventuell kontrollpremie

En annan, även den omdiskuterad, aspekt av minoritetsskyddet är huruvida minoritetsaktieägare har någon rätt att ta del av en eventuell kontrollpremie, det vill säga det överskjutande belopp som en förvärvare är villig att betala för en aktiepost som innebär en möjlighet att kontrollera bolaget jämfört med en mindre aktiepost utan kontroll, eller inte.

Aspekten, som till viss del kan ses som en förlängning av likabehandlingsprincipen, har sin grund i den så kallade ”Corporate Asset Theory” som menar att rätten att utöva kontroll över bolaget och hur dess resurser ska användas är en rättighet som tillkommer bolaget, och således alla dess aktieägare gemensamt.<sup>53</sup> Teorin har dock fått begränsat genomslag och även om aspekten ofta lyfts i samband med diskussioner om budpliktsreglernas ändamål är det föga troligt att denna vägde särskilt tungt inför införandet av budpliktsreglerna.<sup>54</sup>

Trots att minoritetsaktieägarnas rätt till en del av en eventuell kontrollpremie med grund i just ”Corporate Asset Theory” kan ifrågasättas så går det, som jag återkommer till nedan, att argumentera för att det faktum att minoritetsaktieägare nu, med anledning av budpliktsreglerna, får ta del av en eventuell kontrollpremie bidrar till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden.

#### 4.1.3 Möjlighet att göra ”exit”

Som den tredje, och kanske mest grundläggande, aspekten av budpliktsreglernas minoritetsskydd lyfts ofta minoritetsaktieägarnas möjlighet att lämna bolaget om det sker ett kontrollägarskifte.<sup>55</sup> Detta tredje argument för budplikt bygger på utgångspunkten att kontrollägarskiften leder till, eller åtminstone riskerar att leda till, en förlust för övriga aktieägare. Exakt vilka effekter offentliga uppköpserbjudanden och kontrollägarskiften har för den enskilda aktieägaren är svårt att mäta men i de studier som finns verkar resultatet som regel vara det motsatta – kontrollägarskiften bidrar till att bolag effektiviseras och aktieägarvärden

---

<sup>51</sup> För en djupare diskussion se bland annat Stattin, Daniel, *Takeover Om Offentliga Uppköpserbjudanden På Aktiemarknaden Enligt Svensk Rätt*, 3:e upplagan, Norstedts Juridik, 2020, s. 492–493.

<sup>52</sup> Som jag kommer återkomma till senare så säkerställs detta av förfärsregeln i Takeover-reglernas II.13.

<sup>53</sup> Skog, s. 111.

<sup>54</sup> Se Skog, s. 113 och Stattin s. 496.

<sup>55</sup> Prop. 2005/06:140, *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Stockholm: Justitiedepartementet, s. 57.

ökar.<sup>56</sup> Att offentliga uppköpserbudanden och kontrollägarskiften genererar värde till såväl samhället som den enskilda aktieägaren är dessutom den principiella utgångspunkt som hela takeover-regleringen vilar på.<sup>57</sup> Att utgångspunkten är den motsatta när det kommer till just budpliktsreglerna kan därmed verka något paradoxalt.

Eftersom en kontrollaktieägare dock har stora möjligheter att styra bolaget och dess inriktning kan det vara motiverat att den aktieägare som inte håller med om kontrollaktieägarens riktning för bolaget har en möjlighet göra exit, det vill säga att sälja sina aktier och lämna bolaget. En sådan möjlighet har aktieägaren visserligen som regel oaktat budpliktsreglerna – aktier, särskilt noterade sådana, är fritt överlåtbara<sup>58</sup> och allt som oftast finns det inget som hindrar aktieägaren från att avyttra sina aktier på den reguljära marknaden. I vissa situationer, exempelvis då den nya kontrollaktieägaren missköter bolaget alternativt har för avsikt att avnotera bolaget, kan möjligheten till försäljning av aktierna på marknaden, till rimliga villkor, dock vara begränsad. Det är framförallt för dessa fall som det kan vara motiverat med regler om budplikt.<sup>59</sup>

#### 4.1.4 Bidrar till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden

Budpliktsreglernas minoritetsskyddande funktion och det faktum att minoritetsaktieägarna garanteras vissa minimivillkor för försäljning kan i förlängningen också sägas bidra till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden eftersom sådana regler inte bara förhindrar att aktieägare tvingas avyttra sina aktier på den reguljära marknaden till oförmånliga villkor utan även säkerställer att samtliga aktieägare får en lika stor del (per aktie) av den totala summa som en potentiell förvärvare värderar bolaget till. Ett exempel:

Ponera att vi har ett bolag som av en potentiell förvärvare värderas till tio miljoner kronor. I bolaget finns det totalt 100 000 aktier, alla av samma slag, och varje aktie representerar som utgångspunkt en lika stor del av det totala värdet på bolaget. Varje aktie kan alltså sägas representera ett värde om 100 kronor. Om det inte fanns några budpliktsregler och ingen skyldighet för en potentiell ny kontrollägare att förvärva samtliga aktier i bolaget till samma villkor hade denna kunnat ta en större del av det uppfattade bolagsvärdet om tio miljoner kronor för att erhålla en kontrollpost i bolaget. Denna hade då exempelvis kunnat betala 200 kronor per aktie för 30 procent av aktierna, totalt sex miljoner kronor. Eftersom denna endast anser bolaget vara värt tio miljoner kronor kommer resterande aktieägare, med sämre förhandlingsposition, få dela på de kvarvarande fyra miljoner kronorna och får således endast cirka 57 kronor per aktie. En del av värdet som egentligen avser minoritetsaktieägarnas aktier har således använts för att betala kontrollaktieägaren på bekostnad av de förstnämnda. Att minoritetsaktieägarnas andel av det totala bolagsvärdet systematiskt förskjuts till den aktieägare

---

<sup>56</sup> Se Skog, s. 116–117.

<sup>57</sup> Se vidare Stattin, s. 497.

<sup>58</sup> ABL 4 kap. 7 § stadgar att aktier som utgångspunkt är fritt överlåtbara. Vidare uppställer börsen som noteringskrav att aktierna ska vara fritt överlåtbara och inte behäftade med några överlåtelseförbehåll, se Nasdaq Main Market Rulebook for Issuers, 2.11.

<sup>59</sup> Stattin, s. 497–498.

som sitter på en kontrollpost innebär av naturliga skäl en risk för att förtroendet för aktiemarknaden urholkas.<sup>60</sup>

Genom att en ny kontrollaktieägare åläggs en skyldighet att erbjuda sig att förvärva samtliga aktier i bolaget förhindras en sådan värdeförskjutning. Om en potentiell förvärvare anser att bolaget har ett totalt värde om tio miljoner kronor, 100 kronor per aktie, kan hen inte förvärva vissa aktier för ett högre pris än 100 kronor om hen inte är villig att betala samma "överpris" även för resterande aktier i bolaget.

## 4.2 Regleringens effekter på marknaden

I samband med reglernas syfte och ändamål finns det också anledning att kort beröra på vilket sätt budpliktsreglerna påverkar marknaden. Först och främst kan det konstateras att reglerna om budplikt medför ökade kostnader för den som vill ta kontroll över ett bolag. Om man önskar förvärva kontroll över ett bolag räcker det med anledning av budpliktsreglerna inte att man kan finansiera så många aktier som krävs för effektiv kontroll utan man måste säkerställa att det finns finansiella resurser till att förvärva samtliga aktier i bolaget. Budpliktsreglerna innebär inte enbart högre kostnader för förvärvaren utan potentiellt även en betydligt större riskexponering.<sup>61</sup>

Sammantaget medför dessa aspekter en väsentligt högre tröskel för den som funderar på att förvärva en kontrollpost i ett noterat bolag vilket i sin tur innebär att färre kontrollägarskiften kommer genomföras. Som tidigare konstaterat är den aktiemarknadsrättsliga, och samhällsekonomiska, utgångspunkten att det är önskvärt att kontrollägarskiften och uppköp kan genomföras. En effektiv marknad för företagskontroll, det vill säga att ineffektiva och/eller misskötta bolag kan köpas upp av ägare med förmåga, och vilja, att utveckla och effektivisera bolaget, genererar värden till såväl samhället som den enskilda aktieägaren. Enbart risken för att ett uppköp kan ske anses även ha en disciplinerande effekt på bolagsledningen som då vet att bolaget, för det fall ledningen missköter sitt uppdrag, kan bli uppköpt vilket i sin tur ofta medför att ledningen byts ut.<sup>62</sup> Det faktum att budpliktsreglerna försvårar för genomförandet av kontrollägarskiften och uppköp riskerar i teorin således att leda till negativa effekter för samhällsekonomin i stort.<sup>63</sup>

Som argument för det motsatta, det vill säga att budpliktsregeln snarare medför positiva effekter för marknaden, lyfts ofta uppfattningen att budpliktsregeln även, och framförallt, hindrar ineffektiva kontrollägarskiften och uppköp. Krav på att en potentiell förvärvare erbjuder sig att köpa även resterande aktier i bolaget och den ökade kostnad, och riskexponering, som detta innebär medför att endast den som tror sig vara säker på att kunna utveckla och effektivisera

---

<sup>60</sup> Se Lidman, Erik, *Kontrollägande Och Uppköpsreglering: Likabehandling Vid Offentliga Uppköpserbjudanden Och Effekterna I Bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, 2020, s. 246–253 & 310–312.

<sup>61</sup> För vidare diskussion kring budpliktsreglernas effekt på marknaden se Skog, s. 118–120 samt Stattin s. 490–491.

<sup>62</sup> Lidman, s. 118.

<sup>63</sup> För vidare diskussion kring budpliktsreglernas effekt på marknaden se Skog, s. 118–120 samt Stattin s. 490–491.

bolaget så till den grad att en sådan betydande investering i slutändan kommer löna sig förvärvat kontrollandelar. Bara för en kontrollpost i sig behöver en potentiell investerare som regel betala ett pris som överstiger vad aktierna annars handlas för på den reguljära marknaden – att vara villig att betala samma ”överpris” på samtliga aktier i bolaget kräver att man är säker på bolagets framtida potential och ens möjligheter att förvalta denna.<sup>64</sup>

## 4.3 En utblick i Europa

### 4.3.1 Takeover-direktivet och den EU-rättsliga regleringen

Arbetet för att ta fram EU-rättsliga regler om offentliga uppköpserbjudanden började redan under 1970-talet och det första direktivutkastet på området presenterades för kommissionen 1974. Vid den här tiden var dock medlemsstaternas intresse av reglering på området svagt eftersom offentliga uppköpserbjudanden fortfarande var mycket ovanliga på de kontinentaleuropeiska marknaderna där de flesta kontrolltransaktioner skedde genom förhandlingar mellan förvärvaren och målbolaget. I takt med att offentliga uppköpserbjudanden, och då särskilt internationella sådana, blev en allt vanligare företeelse på de europeiska marknaderna ökade dock intresset för en gemensam reglering. I slutet på 1980-talet återupptog kommissionen frågan och ett nytt direktivutkast presenterades år 1987. Det skulle dock dröja ytterligare nästan 20 år innan medlemsstaterna kunde enas om reglernas innehåll och utformning och först 2004 antogs det nu gällande Takeover-direktivet.<sup>65</sup> Slutprodukten – en kompromiss men med den brittiska Takeover-koden som tydlig förebild.<sup>66</sup>

Direktivet är precis som det ovan nämnda Öppenhetsdirektivet, en del av EU:s bredare harmoniseringsarbete på det aktiemarknadsrättsliga området och har således även det som övergripande syfte att bidra till skapandet av en öppen, effektiv och integrerad värdepappersmarknad inom EU.<sup>67</sup> Mer specifikt uppställer direktivet för medlemsstaterna gemensamma minimiregler för hur offentliga uppköpserbjudanden ska gå till, i syfte att säkerställa en tillräcklig skyddsnivå för värdepappersinnehavare i noterade bolag som är föremål för offentliga uppköpserbjudanden eller kontrollägarskiftet.<sup>68</sup>

I direktivets artikel 5.1 stadgas att medlemsstaterna har en skyldighet att säkerställa att den som genom förvärv av värdepapper i ett noterat bolag uppnår en viss förutbestämd andel av rösterna i bolaget och således får kontroll över bolaget blir skyldig att erbjuda sig att förvärva även resterande värdepapper i bolaget. Värdepapper definieras vidare i art. 2(c) som överlåtbara värdepapper vilka medför rösträtt i ett bolag. Vid vilken andel av det totala antalet röster i bolaget som en värdepappersinnehavare anses ha möjlighet att kontrollera bolaget och hur denna andel ska beräknas är upp till respektive medlemsstat att bestämma.<sup>69</sup> Gränsvärdet för

<sup>64</sup> För ett djupare resonemang se Schuster, Edmund-Philipp. "The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?" *Modern Law Review*, 76, no. 3, 2013, s. 529–563.

<sup>65</sup> För vidare diskussion om Takeover-direktivets utveckling och historia se Skog, s. 85–94.

<sup>66</sup> Stattin, s. 109–110.

<sup>67</sup> Se Takeover-direktivet skäl 3. För en mer detaljerad redogörelse se bl.a. Rüdiger & Schweiger, s. 3–22.

<sup>68</sup> Se Takeover-direktivet skäl 2 och 25.

<sup>69</sup> Takeover-direktivet art. 5.3.

effektiv kontroll och hur detta ska beräknas kan således variera något mellan EU:s medlemsstater – i en majoritet av medlemsstaterna har det primära gränsvärdet dock bestämts till runt 30 procent av rösterna i bolaget.<sup>70</sup>

Med anledning av att direktivet är ett minimidirektiv vilket ger medlemsstaterna möjlighet att i sin nationella reglering uppställa högre krav än vad direktivet anger<sup>71</sup> kan det, trots EU:s harmoniseringsarbete, vara av intresse att kort beröra hur andra medlemsstater har valt att implementera direktivet. Inte minst kan den brittiska regleringen, som i mångt och mycket inspirerat såväl direktivet som medlemsstaternas övriga reglering på det aktiemarknadsrättsliga området, vara av intresse.

### 4.3.2 Den brittiska budpliktsregleringen

Den första versionen av den brittiska så kallade Takeover-koden<sup>72</sup> (också Kodens) gavs ut redan år 1968 som en reaktion på ett antal uppmärksammade företagsuppköp som genomfördes under 50- och 60-talet där budgivarna ansågs ha missbrukat den tidigare oreglerade marknaden till nackdel för övriga aktieägare i de berörda målbolagen.<sup>73</sup> Kodens föregångare, ”Notes for the amalgamation of British Businesses”, som var det första försöket till reglering på området var en kortfattad och ganska tandlös samling med rekommendationer som inte efterlevdes i någon högre utsträckning.<sup>74</sup> I syfte att göra Kodens mer effektiv än denna föregångare så infördes samtidigt som Kodens ett övervakningsorgan, Takeover-panelen, med huvudsaklig uppgift att genom att hantera klagomål och tolka Kodens bestämmelser säkerställa dess implementering och upprätthållande.<sup>75</sup>

Redan i denna första version av Takeover-koden återfanns vad som kan sägas vara en föregångare till det vi idag kallar budplikt. Där stadgades att om en styrelsemedlem som också innehar aktier i bolaget eller en större aktieägare överväger att sälja sina aktier, på ett sätt som innebär att någon annan erhåller effektiv kontroll över bolaget, bör denna som villkor för avyttring kräva att förvärvaren också åtar sig att lämna ett jämförbart erbjudande avseende resterande aktier i bolaget.<sup>76</sup> Vid den här tidpunkten ligger således skyldigheten på den som funderar på att avyttra sina aktier i bolaget snarare än den som funderar på att förvärva kontroll.

Först genom en revidering av Kodens 1972 flyttades denna skyldighet över på förvärvaren när den första riktiga budpliktsregeln infördes. Enligt denna regel uppkom skyldighet för förvärvaren att erbjuda sig att förvärva resterande aktier i bolaget vid två olika gränsvärden beroende på av vem och hur kontroll förvärvats. För förvärv som skett direkt från de som

---

<sup>70</sup> Se ESMA/2013/1642, *Public statement on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, Appendix B (1).

<sup>71</sup> Takeover-direktivet art. 3.2.

<sup>72</sup> The City Code on Takeovers and Mergers (Härefter ”Takeover-koden” alternativt ”Kodens”).

<sup>73</sup> Davies, Paul L., Worthington Sarah, Micheler Eva and Bartlett Gower Laurence Cecil, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 9:e upplagan, Sweet & Maxwell, 2012, s.1013 (se framförallt not 7) // Skog, s. 78–79 // Stattin, s. 128 // För en mer detaljerad genomgång av kodens framväxt se Kershaw, David, *Principles of Takeover Regulation*, 1:a upplagan, Oxford University Press, 2016, s. 68–111.

<sup>74</sup> Se Kershaw, s. 81–96.

<sup>75</sup> Kershaw, s. 92 & 98.

<sup>76</sup> Regel 10 första takeover-koden via Kershaw, s. 235.

omfattades av 1968 års regel, det vill säga aktieägare som också var en del av styrelsen eller aktieägare med större innehav, så uppkom budplikt om förvärvet innebar att förvärvaren erhöll aktier som motsvarade mer än 30 procent av rösterna i bolaget. Om förvärvaren i stället hade ökat sitt innehav genom att köpa aktier på den reguljära marknaden uppkom budpliktsskyldighet först vid ett innehav som motsvarade 40 procent av rösterna.<sup>77</sup> 1974 sammanfogades dessa bestämmelser till en och gränsvärdet sattes då till 30 procent, oberoende av vem förvärvet skett.

De nu gällande budpliktsreglerna hittas i Takeover-kodens regel nio som stadgar att den som uppnår ett ”intresse i aktier”<sup>78</sup> som representerar 30 procent eller mer av rösterna i bolaget<sup>79</sup> ska erbjuda sig att förvärva även resterande aktier i bolaget.<sup>80</sup> Vidare uppkommer samma budpliktsskyldighet även för den person som har ett sådant intresse i aktier som representerar mer än 30 men mindre än 50 procent av rösterna och som på något sätt utökar storleken på sitt innehav eller sitt intresse.<sup>81</sup>

Särskilt intressant att notera är det faktum att det för de brittiska budpliktsreglernas tillämplighet inte är nödvändigt att personen i fråga själv äger och kontrollerar aktier som representerar 30 procent av rösterna i bolaget utan det som krävs är att personen i fråga har ett intresse i sådana aktier. ”Intresse i aktier” har enligt Takeover-koden bland annat den som har en lång ekonomisk position i förhållande till prisförändringar i de underliggande aktierna.<sup>82</sup> Att personen i fråga ska ha en lång ekonomisk position innebär i praktiken att det ska röra sig om samma finansiella exponering som det skulle ha gjorts vid ett direkt innehav av aktier. Vidare specificerar Kodens fyra olika situationer då sådant intresse ska anses föreligga; personen i fråga äger aktier direkt, kontrollerar hur aktierna röstas för, har rätt eller möjlighet att kräva att aktierna levereras eller är skyldig att mottaga sådan leverans, oavsett om denna sker fysiskt eller genom kontantavräkning eller är innehavare av ett derivat vars värde bestäms i förhållande till priset på aktierna och vilket resulterar i, eller kan komma att resultera i, att personen i fråga har en lång position i förhållande till aktierna.<sup>83</sup>

Anledningen till att man använder sig av ett mer brett definierat ”intresse i aktier” snarare än bara direkt ägande är för att man vill undvika en situation där en aktieägare kan använda sig av olika finansiella instrument och arrangemang, så som exempelvis aktiederivat, för att erhålla effektiv kontroll över ett bolag utan att budpliktsskyldighet uppkommer. Sammanfattningsvis kan det således konstateras att även kontantavräknade aktiederivat och andra liknande arrangemang som utgångspunkt ska beaktas vid beräkning av huruvida det i lagen fastställda gränsvärdet är uppnått och budpliktsskyldighet föreligger. Detta oavsett vem som kontrollerar rösträtten för de underliggande aktierna.<sup>84</sup>

---

<sup>77</sup> Kershaw, s. 236.

<sup>78</sup> ”Interest in shares”.

<sup>79</sup> Kodens, regel 9 (a).

<sup>80</sup> Kodens regel 9 3 st.

<sup>81</sup> Kodens regel 9 (b) jämte regel 9 3 st.

<sup>82</sup> Kodens section C, ”Definitioner”, *Interest in securities*.

<sup>83</sup> Kodens section C, ”Definitioner”, *Interest in securities*.

<sup>84</sup> Kershaw, s. 238–239.

## 4.4 Den svenska regleringen

### 4.4.1 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden & Takeover-reglerna

De första svenska reglerna avseende offentliga uppköpserbjudanden infördes redan i början på 1970-talet i form av rekommendationer från Näringslivets Börskommitté (NBK). Reglerna var mycket starkt inspirerade av vad som gällde enligt den brittiska Takeover-koden. I den första svenska regleringen saknades dock regler om budplikt. Med anledning av de grundläggande skillnader som fanns mellan den brittiska aktiemarknaden och de bolag vars aktier är upptagna till handel där och dess svenska motsvarighet(er) – de svenska bolagen har traditionellt en mycket högre grad av ägarkoncentration än de brittiska bolagen och handel med kontrollposter ansågs vara av stor betydelse för strukturomvandlingar i det svenska näringslivet – ansågs regler om budplikt länge överflödiga i förhållande till den svenska marknaden.<sup>85</sup>

I samband med att det fördes intensiva diskussioner på EU-nivå svängde dock opinionen och NBK införde år 1999 bestämmelser om budplikt i sina rekommendationer. Till följd av Takeover-direktivets antagande år 2004 flyttades de svenska budpliktsreglerna vid dess implementering från självreglering till lagtext och återfinns numera i Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknadens (LUA) 3 kap.

I LUA regleras när budpliktsskyldighet uppkommer och vem som blir budpliktsskyldig. För själva budpliktsbudet gäller samma regler som för offentliga uppköpserbjudanden som lämnas på frivillig grund och inte som ett resultat av budplikt. Dessa regler hittar vi inte i LUA utan i börsens Takeover-regler. Till varje bestämmelse i detta regelverk finns det en kommentar där motiven bakom bestämmelsen samt hur denna ska tolkas utvecklas. Dessa kommentarer ska enligt Aktiemarknadsnämnden ses som en integrerad del av regelverket och ska således som utgångspunkt behandlas som en del av innehållet i själva bestämmelsen.<sup>86</sup>

Här finns det även anledning att kort beröra Takeover-reglernas tillämplighet och vilka aktörer som faktiskt är bundna av dessa regler. Eftersom Takeover-reglerna är ett självregleringsinstrument som utfärdas av ett privaträttsligt organ är dessa inte automatisk bindande för alla utan för bundenhet krävs det som utgångspunkt att den som ska följa reglerna åtar sig att göra det. Rör det sig om ett noterat bolag sker detta som regel genom att det i noteringsavtalet med börsen hänvisas till Takeover-reglerna och anges att dessa är en del av avtalet mellan börsen och bolaget. Bundenhet uppkommer således på avtalsrättslig grund och för det fall bolaget underlåter att följa Takeover-reglerna utgör det ett brott mot noteringsavtalet.<sup>87</sup> Rör det sig i stället om ett onoterat bolag, som ju inte har något noteringsavtal med börsen, nås samma resultat genom en bestämmelse i LUA 2 kap. 1 § som stadgar att ett offentligt uppköpserbjudande endast får lämnas av den som gentemot den börs där målbolagets aktier är upptagna till handel skriftligen har åtagit sig att följa börsens

---

<sup>85</sup> Skog, Rolf, och Sjöman, Erik. "No Rule, Just Exemptions? Mandatory Bids in Sweden and the EU." *European Company And Financial Law Review*, nr. 3, 2014, s. 395.

<sup>86</sup> Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, s. 101, AMN 2004:21 samt AMN 2017:25.

<sup>87</sup> SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*. Stockholm: Justitiedepartementet, s. 54.

Takeover-regler. Detta sker vanligtvis genom att det i erbjudandehandlingen förs in en skrivelse om att Takeover-reglerna tillämpas på erbjudandet.<sup>88</sup>

#### 4.4.2 Reglernas materiella innehåll

Den svenska budpliktsregeln, LUA 3 kap. 1 §, stadgar att den som inte innehar några aktier i ett noterat bolag, eller innehar aktier som representerar mindre än 30 procent av röstetalet, och genom förvärv av aktier uppnår ett aktieinnehav som representerar minst 30 procent av röstetalet är skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget. Det handlar således om att den som förvärvar aktier motsvarande en i lagen förutbestämd andel av rösterna i bolaget, i svensk rätt 30 procent, och därmed anses ha stora möjligheter att utöva effektiv kontroll över bolaget blir skyldig att erbjuda sig att lösa ut resterande aktieägare och förvärva även deras aktier i bolaget.

För budpliktsreglernas tillämplighet krävs det som regel att aktieägarens innehav har ökat genom ett förvärv av aktier. Förvärvets form saknar dock betydelse utan begreppet ska tolkas som att det krävs en äganderättsövergång alternativt att äganderätt uppkommer i samband med exempelvis aktieteckning.<sup>89</sup> För att budplikt ska aktualiseras krävs det vidare att förvärvet är definitivt – om förvärvet är förenat med vissa villkor blir budpliktsregeln tillämplig först då villkoren är uppfyllda och förvärvaren har rätt att rösta för aktierna. I linje med detta ska inte heller konvertibler eller optionsrätter beaktas vid beräkning av en aktieägares innehav innan en eventuell omvandling till innehav i aktier i bolaget har skett.<sup>90</sup>

En för frågan intressant skillnad i förhållande till reglerna om flaggning är att det för budpliktsregleringens tillämplighet endast är innehavarens andel av antalet röster i bolaget som är av intresse. Hur stor andel av kapitalet som aktierna motsvarar är således utan betydelse. Att så är fallet är förstås viktigt eftersom det i Sverige är relativt vanligt med så kallade röstvärdesdifferentieringar, det vill säga att det i bolaget finns aktier som är värda mer röster än andra.<sup>91</sup> En person som innehar aktier som motsvarar 30 procent av det totala antalet aktier i bolaget har således inte nödvändigtvis kontroll över bolaget, om det i bolaget också finns röststarka aktier som är värda upp till tio röster per aktie.

##### 4.4.2.1 Budplikt till följd av närstående förhållande

Det är inte bara aktier som aktieägaren i fråga själv äger som ska beaktas utan under vissa, i lagen angivna, förutsättningar ska en aktieägares innehav räknas samman med aktier som innehas av en till den förvärvande aktieägaren närstående person.<sup>92</sup> Till aktieägaren närstående

---

<sup>88</sup> SOU 2005:58 s. 53

<sup>89</sup> Se Prop. 2005/06:140, s. 101.

<sup>90</sup> Se Prop. 2005/06:140, s. 101.

<sup>91</sup> Att det är möjligt att ha aktier med olika röstvärden framkommer i ABL 4 kap. 5 §. Att det är vanligt att det i svenska bolag finns aktier med olika röstvärden framkommer bland annat ur Prop. 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*, Stockholm: Justitiedepartementet, s. 248.

<sup>92</sup> Se LUA 3 kap. 1 §.



personer räknas bland annat företag inom samma koncern, make och sambo samt barn under aktieägarens vårdnad, vilket framkommer ur LUA 3 kap. 5 § 1–3 punkterna. Dessa punkter är inte särskilt svårtolkade och vållar sällan tillämpningsproblem. Fokus kommer därför ligga på de två efterföljande, och mer problematiska, punkterna, fyra och fem.

Enligt LUA 3 kap. 5 § 4 p. så ska även den med vilken aktieägaren har träffat en överenskommelse, skriftlig eller muntlig, om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning anses närstående till aktieägaren. Enligt propositionen så kan bestämmelsen bland annat tillämpas då det finns en överenskommelse, exempelvis ett aktieägaravtal, om att under en längre tidsperiod samordna hur man ska rösta vid val av styrelse eller andra bolagsstämmebeslut. Det måste dock röra sig om en långsiktig överenskommelse – bestämmelsen är inte avsedd att träffa endast tillfällig samverkan kring en viss fråga.<sup>93</sup> En överenskommelse om att rösta på ett visst sätt i förhållande till ett förestående styrelseval innebär således inte att parterna är att betrakta som närstående enligt denna punkt.

Än mer komplicerad är LUA 3 kap. 5 § 5 p. som stadgar att även den med vilken den förvärvande aktieägaren samarbetar i syfte att uppnå kontroll över bolaget ska anses närstående till aktieägaren i fråga. Punkterna fyra och fem har vid första anblick ett snarlikt tillämpningsområde och exakt hur dessa förhåller sig till varandra framkommer inte ur vare sig lagtext, förarbeten eller Aktiemarknadsnämndens praxis.<sup>94</sup> Den senare punkten tar dock enligt propositionen sikte på överenskommelser som sker i en förvärvssituation – mellan den förvärvande aktieägaren och en eller flera fysiska och/eller juridiska personer finns en överenskommelse om att genom förvärvet söka erhålla kontroll över bolaget.<sup>95</sup>

I doktrin återfinns även uppdelningen ”närstående på grund av avtal” och ”närstående på grund av samverkan”, vilken torde ha sin grund i uppfattningen att det för den senare punktens tillämplighet inte krävs en uttalad överenskommelse mellan parterna utan även underförstådda sådana omfattas.<sup>96</sup> En uppfattning som vinner stöd i ett uttalande från Finansinspektionen där det, genom en direktivkonform tolkning av femte punkten, konstateras att bestämmelsen, för att leva upp till de krav som Takeover-direktivet uppställer<sup>97</sup>, också bör anses omfatta underförstådda överenskommelser.<sup>98</sup> Finansinspektionen bortser med anledning av detta från det propositionsuttalande som stadgar att det även för punkten fem krävs en uttrycklig skriftlig eller muntlig överenskommelse.<sup>99</sup>

För att omfattas av tillämpningsområdet för den femte punkten ska samarbetet parterna emellan vidare syfta till att uppnå kontroll över bolaget. Enligt doktrin behöver som utgångspunkt ingen

---

<sup>93</sup> Prop. 2005/06:140 s. 105–106.

<sup>94</sup> Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, s. 47.

<sup>95</sup> Prop. 2005/06:140, s. 106.

<sup>96</sup> Se Stattin, s. 207 – 218.

<sup>97</sup> I Takeover-direktivet art. 2.1 (d), vilken ligger till grund för den svenska bestämmelsen, stadgas nämligen att samarbeten genom uttryckliga, eller *underförstådda*, skriftliga eller muntliga, avtal som syftar till att uppnå kontroll över bolaget innebär att personerna handlar i samförstånd (det vill säga är närstående).

<sup>98</sup> FI Dnr 08-3068 // Stattin s. 212.

<sup>99</sup> Se prop.2005/06:140, s. 105.

fristående subjektiv bedömning av syftet göras utan det bör som regel vara tillräckligt att parternas agerande tyder på att ett sådant syfte föreligger.<sup>100</sup> Dessutom argumenteras det för att det är tillräckligt att ena parten har ett sådant syfte med samarbetet – så länge den andra parten inser att motpartens avsikt är att ta kontroll över bolaget och ändå agerar på ett sätt som kan bidra till att sådan kontroll erhålls bör ”syftesrekvisitet” vara uppfyllt.<sup>101</sup>

#### **4.4.2.2 Kort om dispens från budplikt**

Budpliktsbestämmelsen gäller inte undantagslöst utan Aktiemarknadsnämnden kan efter ansökan meddela dispens från budpliktsskyldigheten.<sup>102</sup> För att dispens ska meddelas krävs enligt LUA 7 kap. 5 § att det föreligger särskilda skäl. Särskilda skäl prövas i sin tur utifrån budpliktsreglernas syfte och ändamål och det finns som utgångspunkt två övergripande skäl till att dispens meddelas.

Först och främst kan det konstateras att dispens som regel meddelas då budpliktsreglernas syfte och ändamål överhuvudtaget inte kan anses göras gällande eftersom det i praktiken inte kan anses röra sig om ett kontrollägarskifte trots att någon nu innehar aktier som motsvarar mer än 30 procent av rösterna i bolaget. Dispens på denna grund meddelas till exempel då det rör sig om omstruktureringar inom en koncern eller vid generationsskiftesåtgärder.<sup>103</sup> Vidare kan dispens meddelas om Aktiemarknadsnämnden vid en helhetsbedömning finner att förvärvet eller skälen till förvärvet är sådana att aktieägarkollektivets intresse av att transaktionen kan genomföras anses väga tyngre än den möjlighet att lämna bolaget som budpliktsskyldigheten innebär. Så kan till exempel vara fallet då ett bolag med betydande ekonomiska svårigheter kan räddas genom att det görs en riktad emission till den aktieägare som är villig att gå in med ytterligare kapital (och denna därigenom kommer över budpliktsgränsen).<sup>104</sup> I enlighet med reglernas ändamål och syfte är det således aktieägarkollektivets intressen av att transaktionen kan genomföras och inte hindras av budpliktsskyldighet som ska beaktas – inte enbart intresset hos aktieägaren som riskerar budpliktsskyldighet.

Aktiemarknadsnämndens beslut om dispens kan vidare villkoras.<sup>105</sup> Ett vanligt villkor i samband med dispensbeslut är till exempel att beslut om en åtgärd som innebär att budpliktsskyldighet uppkommer för en aktieägare, exempelvis ett beslut om en riktad emission, fattas med kvalificerad majoritet. Här måste dock noteras att ett sådant villkor troligtvis inte kan göras bolagsrättsligt gällande utan ett beslut som fattas av bolagsstämman i strid mot Aktiemarknadsnämndens uppställda villkor torde, under förutsättning att det fattats i enlighet

---

<sup>100</sup> Se Stattin s. 213.

<sup>101</sup> Stattin, s. 216–217. Stattins resonemang i denna del görs utifrån ett norskt rättsfall – eftersom reglerna är snarlika menar han dock att rättens uttalande i det fallet kan användas som tolkningsunderlag även för den svenska bestämmelsen.

<sup>102</sup> LUA 7 kap. 5 § jämte LUA 7 kap 10 §.

<sup>103</sup> Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, s. 79.

<sup>104</sup> Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, s. 79.

<sup>105</sup> LUA 7 kap. 5 § 1 st. sista men.

med reglerna i Aktiebolagslagen, alltjämt vara giltigt.<sup>106</sup> Konsekvenserna av att inte följa ett sådant villkor torde som utgångspunkt enbart vara att dispensen inte längre gäller och att budpliktsbud därmed måste lämnas.

#### **4.4.2.3 Kort om budpliktsbudet**

Den som förvärvar aktier i ett noterat bolag så att denna ensam, eller tillsammans med någon närstående, innehar aktier som motsvarar mer än 30 procent av rösterna blir således skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende resterande aktier i bolaget. Den som blir budpliktsskyldig har inför budets lämnande att iaktta i stort sett samma regler som den som lämnar ett frivilligt uppköpserbudande.<sup>107</sup>

Hur ett offentligt uppköpserbudande, såväl ett som lämnas frivilligt som ett som lämnas med anledning av budpliktsskyldighet, ska utformas och vilka villkor som ska gälla för erbjudandet regleras som tidigare nämnt i Takeover-reglerna. Här regleras i princip samtliga aspekter av ett offentligt uppköpserbudande – när ett erbjudande får lämnas, hur ett erbjudande ska utformas och vilka villkor som får uppställas samt vad som händer efter erbjudandets avslutande. I detta avsnitt kommer fokus dock ligga på de regler som styr villkoren för erbjudandet och mer specifikt den så kallade förfärsregeln. Att fokus ligger just på denna bestämmelse beror på att det är den som säkerställer att budpliktsreglerna fyller den funktion som det är tänkt – det är alltså förfärsregeln som säkerställer att övriga aktieägare, genom budpliktsbudet, ges en möjlighet att överlåta sina aktier till samma villkor som den aktieägare som överlät sina aktier till den nya kontrollägaren och möjliggjorde kontrollägarskiftet.

Förfärsregeln återfinns i Takeover-reglernas II.13 och styr villkoren för ett erbjudande för det fall budgivaren inom kortare tid än sex månader innan budets lämnande har förvärvat aktier i målbolaget. För det fall sådant förvärv har skett får villkoren i erbjudandet inte vara mindre förmånliga än villkoren i det tidigare förvärvet (förfärsregeln). Eftersom ett budpliktsbud enligt LUA 3 kap. 1 § måste lämnas inom fyra veckor från det att budpliktsskyldighet uppkommer så kommer förfärsregeln alltid vara tillämplig då det rör sig om ett budpliktsbud. Villkoren i budpliktsbudet kommer således alltid behöva vara minst lika förmånliga för aktieägarna som de villkor som gällde i det förvärv genom vilket budpliktsskyldighet uppkom.

I samband med en revidering av Takeover-reglerna 2021 så infördes det i kommentaren till förfärsregeln ett förtydligande avseende finansiella arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande. I kommentaren till den nu gällande förfärsregeln stadgas det numera att ett sådant arrangemang, för det fall det innebär eller får till följd att aktier avyttras till budgivaren före eller under erbjudandet eller om det ger budgivaren en rätt att förvärva aktier i målbolaget, ska jämföras med faktiska förvärv av aktier

---

<sup>106</sup> Se bland annat Hirschberg, Julia & Svernlöv, Carl, "Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt på kollisionskurs: Rättslig verkan av rättsområdenas skilda beslutskrav för närståendetransaktioner och incitamentsprogram." i *Tidningen Balans*, 2018.

<sup>107</sup> Att så är fallet framkommer ur Takeover-reglerna II.21.

och omfattas av förfärsregeln. I kommentaren anges vidare att även sådana aktier som förvärvas genom en kapitalförsäkring som utgångspunkt ska omfattas av regeln.

Vid första anblick kan det verka som att det endast är fysiskt avräknade finansiella arrangemang som ska anses utgöra förfärer. Med tanke på att det i kommentaren nämns att även förvärv som sker genom kapitalförsäkringar, vilka som tidigare konstaterat inte har som syfte att aktierna ska överlåtas till tecknaren, bör det enligt min mening dock finnas utrymme att låta förfärsregeln omfatta även andra kontantavräknade arrangemang, särskilt då ett sådant arrangemang medför att aktierna passiviseras.

#### **4.4.2.4 Vad som händer om budpliktsbud inte lämnas – kort om möjliga sanktioner**

För det fall en budpliktsskyldig underlåter att lämna ett budpliktsbud finns det i LUA:s sjunde kapitel ett par åtgärder som Finansinspektionen kan vidta. Först och främst kan Finansinspektionen förelägga den som underlåter att fullgöra sin budpliktsskyldighet att göra rättelse genom att antingen fullgöra budplikten, avyttra så många aktier som krävs för att återigen komma under budpliktsgränsen eller, i förekommande fall, upplösa ett sådant närståendeförhållande som medför budplikt.<sup>108</sup> Ett sådant föreläggande kan kombineras med vite.<sup>109</sup> Vitesbeloppet ska bestämmas till ett tillräckligt högt belopp för att aktieägaren i fråga ska följa föreläggandet och vidta de efterfrågade åtgärderna.<sup>110</sup>

Ett sådant föreläggande kan vidare kombineras med ett beslut från Finansinspektionen om att aktieägaren i fråga inte får rösta för de aktier som denne innehar i bolaget förrän aktieägaren har fullgjort sin lagstadgade skyldighet att antingen lämna ett budpliktsbud eller avyttra så många aktier som krävs för att återigen komma under budpliktsgränsen.<sup>111</sup> Här ska det noteras att ett sådant beslut ska avse aktieägarens samtliga aktier i bolaget – inte enbart de aktier som ligger ovanför budpliktsgränsen.<sup>112</sup> Ett sådant beslut innebär således att aktieägaren i fråga helt saknar möjlighet att utöva inflytande över bolaget innan budpliktsskyldigheten fullgjorts eller aktier avyttrats.

---

<sup>108</sup> LUA 7 kap. 6 § 1 st.

<sup>109</sup> LUA 7 kap. 6 § 4 st.

<sup>110</sup> Prop. 2005/06:140 s. 119.

<sup>111</sup> LUA 7 kap. 7 §.

<sup>112</sup> Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, s. 83.

## 4.5 Relevanta aktiemarknadsnämndsuttalanden

Aktiemarknadsnämnden har, genom delegation från Finansinspektionen, getts behörighet att tolka budpliktsreglerna och lämna besked om huruvida budpliktsskyldighet föreligger eller inte<sup>113</sup> och praxis för nämnden är således av stor betydelse för frågan. I detta avsnitt kommer jag kortfattat redogöra för de mest relevanta uttalandena och som vi kommer se har nämndens syn på arrangemang av det här slaget och dess förhållande till budpliktsreglerna blivit allt striktare.

### 4.5.1 AMN 2008:33 & AMN 2008:47

Aktiemarknadsnämnden kom 2008 med två uttalanden med anledning av ett CFD-avtal<sup>114</sup> som en av det noterade bolaget Telecas aktieägare, Caytel, ingått i samband med en försäljning av aktier i Teleca till en utländsk bank, som också agerar motpart i CFD-kontraktet. Försäljningen sker med anledning av att man har ingått ett emissionsgarantiavtal som vid ett eventuellt fullföljande skulle resultera i att budpliktsskyldighet uppkom för Caytel. Genom att kombinera avyttringen av aktier i Teleca med ett CFD-kontrakt avseende aktier i samma bolag, ges Caytel möjlighet att behålla sin finansiella exponering i Teleca trots att man avyttrar aktier i bolaget och på så sätt kommer längre ifrån budpliktsgränsen. När emissionen sedermera fullföljs innehar Caytel, som till följd av emissionsgarantin tecknar merparten av de emitterade aktierna, ett innehav som precis understiger budpliktsgränsen om 30 procent av rösterna i bolaget. Om även de aktier som ligger till grund för CFD-kontraktet, och som Caytel fortfarande har den finansiella exponeringen gentemot, skulle beaktas överstiger Caytels totala innehav däremot budpliktsgränsen.

Frågan avseende hur CFD-kontraktet förhåller sig till reglerna om budplikt ställs på sin spets först i det andra uttalandet, AMN 2008:47, där Aktiemarknadsnämnden uttalar att det klart framgår av budpliktsbestämmelsen att det endast är direkta innehav av aktier som ska beaktas. Aktiemarknadsnämnden betonar vidare att det är röstkontroll och inte finansiell exponering som är av betydelse för budpliktsreglerna. CFD-kontrakt ska således som utgångspunkt inte beaktas vid en bedömning av huruvida budplikt har uppkommit. Utan vidare motivering konstaterar Aktiemarknadsnämnden dessutom att det inte finns några sådana överenskommelser eller samarbeten som krävs för tillämpningen av LUA 3 kap. 5 § fjärde och femte punkterna – Caytel och banken anses därmed inte heller vara närstående i budpliktsregleringens mening.

Uttalandet överklagades till Finansinspektionen som först och främst anför att enbart det faktum att det finns ett CFD-kontrakt inte per automatik kan anses innebära att parterna är närstående – låt vara att det kan finnas överenskommelser i avtalet som medför att ett närståendeförhållande anses föreligga. Finansinspektionen konstaterar vidare att det, i avsaknad

---

<sup>113</sup> LUA 7 kap. 4 § jämte 7 kap. 10 §.

<sup>114</sup> CFD står för contract for differences och är en typ av aktiederivat där parterna ”handlar” med prISRörelserna i en viss aktie. Om aktierna går upp i värde erhåller tecknaren skillnaden mellan priset på aktierna vid tecknandet och priset på aktierna vid instrumentets avveckling.

av skriftliga eller muntliga överenskommelser, inte är tillräckligt att en part förhåller sig passiv och avstår från att utnyttja sin rösträtt för att ett närståendeförhållande ska anses föreligga. Då det, enligt Finansinspektionen, inte finns något som tyder på att någon sådan uttrycklig överenskommelse föreligger mellan parterna kommer man till slutsatsen att någon budplikt inte heller ska anses ha uppkommit.<sup>115</sup> Uttalandet överklagas vidare till Förvaltningsrätten som fastställer Finansinspektionens beslut.<sup>116</sup>

#### 4.5.2 AMN 2016:10

Inför ett potentiellt förvärv, vilket skulle medföra ett indirekt kontrollägarskifte i ett till målbolaget (Carlson Hotels) underliggande bolag (Rezidor), vänder sig den potentiella förvärvaren (HNA tourism group) till Aktiemarknadsnämnden och begär tolkningsbesked avseende ett antal handlingsalternativ man övervägde att vidta till följd av den budplikt som med anledningen av förvärvet skulle uppkomma i förhållande till Rezidor. Ett av dessa alternativ var att kombinera avyttring av aktier i bolaget med ett aktieswapavtal<sup>117</sup>. En sådan kombination gör det möjligt för HNA att avyttra så många aktier som krävs för att, i enlighet med LUA 3 kap. 6 § 1 st., undvika budplikt samtidigt som man behåller den fullständiga finansiella exponeringen i förhållande till bolaget. Motparten i avtalet skulle stå som ägare till aktierna och således även vara den som har rätt att rösta för dessa. Avtalet skulle varken innebära en rätt för HNA att kontrollera hur motparten röstar för aktierna eller en rätt att återköpa aktierna från motparten.

Aktiemarknadsnämnden konstaterar att enbart det faktum att avyttringen sker inom ramen för ett kontantavräknat finansiellt instrument inte innebär att det inte rör sig om en avyttring i LUA 3 kap. 6 § mening. Nämnden gör en hänvisning till AMN 2008:47 och konstaterar att det inte kan anses vara tillräckligt att aktieägaren, genom arrangemanget, sätts i samma ekonomiska position som om personen i fråga fortfarande innehåft aktierna direkt för att denna alltjämt ska anses budpliktig. Vidare konstateras att det inte finns något som tyder på att det skulle föreligga några sådana överenskommelser som krävs för att parterna ska anses vara närstående.

Aktiemarknadsnämnden avslutar dock med att konstatera att enbart det faktum att arrangemanget inte omfattas av budpliktsreglernas formella tillämpningsområde inte per automatik också innebär att arrangemang av det här slaget är i förenliga med god sed. Om ett sådant arrangemang kan antas syfta till att kringgå budpliktsreglerna finns det, enligt Aktiemarknadsnämnden, utrymme att underkänna arrangemanget med hänsyn till god sed på aktiemarknaden.

---

<sup>115</sup> FI Dnr 09-533, s. 5–6. Här kan det vidare vara intressant att notera att FI i detta uttalande inte tar hänsyn till den uppfattning, om att det med stöd av en direktivkonform tolkning, bör anses tillräckligt om det finns en underförstådd överenskommelse mellan parterna som uttrycktes i FI Dnr 08-3068.

<sup>116</sup> Förvaltningsrätten Stockholm, Målnummer 11586-10, dom meddelad 2010-12-21.

<sup>117</sup> En aktieswap är ett avtal mellan två parter där den ena parten erhåller den totala avkastningen på den underliggande aktien (det vill säga prisförändringar och eventuella utdelningar). Denna part betalar för detta en ränteesättning till motparten som beräknas på det nominella värdet av swapen (antal aktier multiplicerat med startpriset).

### **4.5.3 AMN 2020:01 & AMN 2020:13**

Aktiemarknadsnämnden kom under 2020 med två uttalanden av relevans som båda rör samma noterade bolag och samma aktieägare och omständigheterna skiljer sig bara marginellt mellan dessa två uttalanden – ändå kom nämnden till olika slutsatser i respektive uttalande. De båda uttalandena rör Capital Conquest (CC), en aktieägare i Smart Energy, som direkt innehar aktier motsvarande 28,23 procent av det totala antalet aktier och röster i Smart Energy. Genom en kapitalförsäkring tecknad av CC ägs ytterligare 3,66 procent av aktierna i bolaget. Sammantaget har CC således den finansiella exponeringen gentemot aktier som motsvarar mer än 30 procent av det totala antalet röster i Smart Energy.

Villkoren för kapitalförsäkringen är sådana att försäkringsbolaget, och inte CC, står registrerad som ägare till aktierna och det är därmed också försäkringsbolaget som har rätt att rösta för aktierna på en eventuell bolagsstämma. Försäkringsbolaget har dock som policy att aldrig utöva rösträtt för sådana aktier som ägs genom en kapitalförsäkring. Inte heller CC har någon möjlighet att utöva rösträtt för aktierna.

Aktiemarknadsnämnden konstaterar även i det här fallet att CC inte har förvärvat några aktier, och att inget närståendeförhållande föreligger mellan CC och försäkringsbolaget – med hänvisning till tidigare uttalanden konstaterar nämnden därmed att kapitalförsäkringen inte heller kan föranleda att budplikt uppkommer för CC. Eftersom ägarstrukturen i bolaget ser ut som den gör, CC är största aktieägare med god marginal, och det innehav som ägs genom kapitalförsäkringen är av begränsad storlek konstaterar nämnden att arrangemanget inte heller kan anses strida mot god sed på aktiemarknaden.

Efter att Aktiemarknadsnämnden har lämnat det första uttalandet förvärvar CC genom sin kapitalförsäkring ytterligare aktier i Smart Energy. Genom kapitalförsäkringen innehar CC nu 14,15 procent av aktierna och tillsammans med CC's egna direkta innehav har CC således ett intresse i aktier som motsvarar totalt 43,79 procent av det totala antalet röster i Smart Energy. Aktiemarknadsnämnden konstaterar i AMN 2020:13 att CC's innehav nu är av en helt annan storlek än vad som var fallet inför prövningen i AMN 2020:01. Detta i kombination med det faktum att CC i samband med förvärven genom kapitalförsäkringen gick ut med ett pressmeddelande vilket ger intrycket att CC genom förvärven anser sig ha stärkt sin ställning i Smart Energy menar Aktiemarknadsnämnden tyder på ett ”flagrant kringgående av budpliktsreglerna” och konstaterar att god sed på aktiemarknaden kräver att CC lämnar ett budpliktsbud avseende resterande aktier i Smart Energy.

### **4.5.4 Sammanfattande reflektioner utifrån Aktiemarknadsnämndens uttalanden**

Av de ovan redogjorda uttalandena kan ett antal slutsatser dras. Först och främst kan det noteras att trots att uttalandena berör olika aspekter av budpliktsregleringen, och inte bara reglernas direkta tillämplighet, är samtliga av intresse på ett principiellt plan eftersom de rent generellt visar på hur Aktiemarknadsnämnden förhåller sig till arrangemang av det här slaget.

Det första som kan konstateras är att Aktiemarknadsnämnden gradvis verkar ha skärpt sin syn på arrangemang av det aktuella slaget. I de två första uttalandena, AMN 2008:47 och AMN 2016:10, anlägger Aktiemarknadsnämnden vad som kan anses vara en relativt formalistisk utgångspunkt där man konstaterar att budpliktsreglerna tar sikte på röstkontroll och inte finansiell exponering. Det faktum att aktieägaren har en finansiell exponering i bolaget som kan jämföras med den av direkt ägande i aktierna är således utan betydelse för budpliktsreglernas tillämpning. Vidare konstateras i AMN 2008:47 att enbart förekomsten av, i det här fallet ett CFD-kontrakt, inte per automatik innebär att ett närståendeförhållande kan anses föreligga mellan parterna. En uppfattning som bekräftas av Finansinspektionen som uttalar att det, i avsaknad av skriftliga eller muntliga överenskommelser, inte är tillräckligt att en part förhåller sig passiv och inte utnyttjar sin rösträtt för att ett sådant närståendeförhållande som omfattas av LUA 3 kap. 6 § fjärde eller femte punkten ska anses föreligga mellan parterna.<sup>118</sup> Detta trots att Finansinspektionen i ett tidigare beslut uttalat att Sveriges åtaganden under Takeover-direktivet torde kräva att även underförstådda samarbeten kan föranleda att parterna anses närstående.<sup>119</sup>

I det senare uttalandet, AMN 2016:10, konstaterar man dock att enbart det faktum att ett arrangemang inte omfattas av budpliktsreglernas formella tillämpningsområde inte nödvändigtvis också betyder att arrangemanget är förenligt med god sed på aktiemarknaden. Ett arrangemang som ingås i syfte att kringgå budpliktsreglerna kan strida mot god sed på aktiemarknaden och på denna grund kräva att ett budpliktsbud lämnas, trots att budpliktsreglerna formellt inte är tillämpliga.

Detta angreppssätt använde sig Aktiemarknadsnämnden senare av i AMN 2020:13 för att underkänna ett arrangemang som man ansåg utgjorde ett ”flagrant kringgående av reglerna” – god sed på aktiemarknaden krävde således att den nya kontrollägaren lämnade ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget. På detta sätt åstadkommer Aktiemarknadsnämnden ett resultat som i praktiken får mer eller mindre samma effekter för den enskilda aktieägaren som skulle varit fallet vid en direkt tillämpning av budpliktsreglerna.

Sammanfattningsvis kan således tre steg för att bedöma huruvida budpliktsskyldighet uppkommer eller inte utläsas. För det första måste undersökas om arrangemanget omfattas av budpliktsbestämmelsen i formell mening. För det andra kan budpliktsskyldighet uppstå om parterna anses vara närstående och för det tredje kan ett arrangemang, även om budpliktsregeln inte är direkt tillämplig, strida mot god sed på aktiemarknaden och på denna grund kräva att ett bud lämnas.

---

<sup>118</sup> FI Dnr 09-533.

<sup>119</sup> FI Dnr 08-3068.



## 5. De lege lata – föranleder sådana arrangemang budplikt?

### 5.1 Omfattas arrangemangen av budpliktsbestämmelsen i formell mening?

Det enkla svaret på frågan huruvida finansiella arrangemang av det här slaget omfattas av de svenska budpliktsreglerna är nej. Detta beror på två saker – dels att det inte rör sig om ett förvärv av aktier och dels att ett arrangemang av det här slaget, i alla fall i teorin, inte påverkar tecknarens andel av rösterna i bolaget.

Eftersom ett arrangemang av det aktuella slaget inte innebär någon överlåtelse av aktierna mellan tecknaren och utgivaren utan den senare alltjämt står upptagen som ägare till aktierna så rör det sig inte om ett förvärv av aktier för tecknaren och budpliktsregeln är således som utgångspunkt inte tillämplig. Att det endast är direkta innehav av aktier i bolaget som ska beaktas vid bedömning av huruvida budplikt uppkommer eller inte bekräftas även i propositionen där det konstateras att optioner och konvertibler, det vill säga finansiella instrument som faktiskt innebär en potentiell framtida äganderättsövergång av aktier i bolaget, medför budplikt först då instrumenten omvandlas till direkt innehav av aktier. Att komma till en annan slutsats då det rör kontantavräknade finansiella instrument och arrangemang, som över huvud taget inte syftar till att aktierna ska övergå till tecknaren, vore märkligt.

Ytterligare ett hinder för budpliktsreglernas formella tillämplighet är det faktum att arrangemang av det här slaget som regel inte ger innehavaren någon rätt att rösta för de underliggande aktierna. Eftersom budpliktsreglerna syftar till att skydda övriga aktieägare vid ett kontrollägarskifte tar dessa regler, i dess nuvarande utformning, också sikte på hur stor andel av rösterna en aktieägare kontrollerar. Att en aktieägare har den finansiella exponeringen i förhållande till en större andel aktier än 30 procent saknar således som utgångspunkt betydelse för frågan om budplikt.

Att det som utgångspunkt endast är direkta innehav av aktier och rösträtt som är av betydelse för frågan om budplikt bekräftas vidare av praxis från Aktiemarknadsnämnden. Av särskild betydelse är AMN 2008:47, och efterföljande beslut från Finansinspektionen, där det betonas att det klart framgår av budpliktsbestämmelsen att det enbart är direkta innehav av aktier i bolaget som ska beaktas.

Vid en jämförelse med motsvarande bestämmelse i Takeover-direktivet, som också ligger till grund för den svenska bestämmelsen, kan det konstateras att en restriktiv tolkning som innebär att enbart direkta innehav av aktier i ett bolag ska omfattas av budpliktsreglernas tillämpningsområde inte heller strider mot Takeover-direktivet och Sveriges skyldigheter enligt detta. I Takeover-direktivet stadgas att den som förvärvar eller innehar värdepapper, vilket i sin tur definieras som överlåtbara värdepapper som medför rösträtt, så att dennes totala innehav överstiger en bestämd andel av rösterna i bolaget varigenom denna får kontroll över bolaget ska bli budpliktsskyldig. Medlemsstaterna har således ingen skyldighet att, genom budplikt, erbjuda minoritetsaktieägarna möjlighet att lämna bolaget då kontroll (potentiellt) erhålls på något annat sätt än genom förvärv av aktier i bolaget.

En formell tolkning av bestämmelsen leder därmed till slutsatsen att finansiella arrangemang, som visserligen ger aktieägaren en finansiell exponering jämförbar med aktieäggande men ingen rätt att rösta för de underliggande aktierna, inte ska beaktas vid en beräkning av huruvida tecknaren har uppnått gränsvärdet för budpliktsskyldighet. Enbart ingående av ett sådant arrangemang kan således inte medföra att en tecknare, som redan innehar aktier i bolaget, blir skyldig att lämna ett budpliktsbud.

## 5.2 Budplikt till följd av att parterna anses vara närstående?

Sammanfattningsvis kan det konstateras att tecknaren av ett finansiellt arrangemang av det här slaget, eftersom denna inte står som ägare till de underliggande aktierna och dessa inte innehas av personen i fråga, inte på egen hand kan bli budpliktsskyldig med anledning av arrangemanget. Då motparten som regel förvärvar de underliggande aktierna som säkerhet för arrangemanget skulle budpliktsskyldighet dock kunna uppstå om parterna i arrangemanget anses vara närstående och deras respektive innehav med anledning av detta ska räknas samman vid beräkning av huruvida budpliktsgränsen uppnåtts eller inte.

Först och främst kan det konstateras att det som regel, när det rör arrangemang av det här slaget, inte finns någon överenskommelse om att samordna rösträtten och på så vis erhålla kontroll över bolaget – tvärtom är utgångspunkten parterna emellan som regel att rösträtten för de underliggande aktierna inte alls ska utnyttjas. Som regel bör således LUA 3 kap. 5 § 4 p. inte aktualiseras i förhållande till arrangemang av det här slaget och ett närståendeförhållande torde därmed inte anses föreligga på denna grund. För det fall rösträtten faktiskt utnyttjas och det finns en skriftlig eller muntlig överenskommelse parterna emellan om att det är tecknaren som bestämmer hur rösträtten för aktierna som innehas av utgivaren ska utnyttjas är saken dock troligtvis en annan. I detta fall torde det anses röra sig om ett sådant samordnade av rösträtten som utgör grund för att betrakta parterna som närstående enligt denna punkt.

I förhållande till LUA 3 kap. 5 § 5 p. blir bedömningen något mer komplicerad. Som ovan konstaterat ska det enligt propositionen röra sig om ett samarbete som sker i samband med en förvärvssituation. Som vi precis har konstaterat gör tecknaren av ett finansiellt arrangemang av det här slaget som utgångspunkt inget förvärv men eftersom utgivaren som regel förvärvar de till arrangemanget underliggande aktierna som säkerhet torde det ändå röra sig om en sådan förvärvssituation som propositionsuttalandet syftar på.

Frågan är om arrangemanget, och i förlängningen utgivarens förvärv av de underliggande aktierna, kan anses utgöra en del av ett sådant samarbete parterna emellan som syftar till att ta kontroll över bolaget i fråga.

Den överenskommelse som finns mellan parterna är att genom arrangemanget göra en uppdelning av den finansiella exponeringen gentemot de underliggande aktierna och rättigheten att förvalta dessa. En överenskommelse vilken som regel kombineras med en överenskommelse om att utgivaren av det finansiella arrangemanget inte ska utnyttja sin rätt att rösta för de underliggande aktierna. Mellan parterna finns det således någon form av samverkan som berör bolagets aktier. Här bör Finansinspektionens uttalande med anledning av överklagandet av

AMN 2008:47, där myndigheten konstaterar att enbart det faktum att en part förhåller sig passiv och inte utnyttjar rösträtten inte kan anses innebära att parterna är närstående, särskilt noteras. Isolerat tyder detta uttalande på att en sådan samverkan mellan parterna inte ensamt ska kunna ligga till grund för att det anses föreligga ett sådant samarbete. Om man däremot också beaktar Finansinspektionens tidigare uttalande, FI Dnr. 08–3068, där det konstateras att Sveriges åtaganden under Takeover-direktivet kräver att även underförstådda överenskommelser kan ligga till grund för ett närståendeförhållande torde saken dock bli en annan. Enligt min mening, torde en sådan samverkan som rör bolagets aktier och som innebär att maktbalansen i bolaget rubbas mot bakgrund av detta senare uttalande kunna ligga till grund för att parterna anses samarbeta, även om det inte uttryckligen stadgas att det rör sig om ett samarbete.

Även om överenskommelsen i fråga inte heller uttryckligen stadgar att de inblandade parterna, och då främst tecknaren, ska ta kontroll över bolaget så rör det sig om ett samarbete som i praktiken kan få sådana konsekvenser. Som tidigare konstaterat så innebär arrangemang av det här slaget att det antal aktier en behöver inneha för att få effektiv kontroll över bolaget i fråga minskar. För det fall att den som ingår ett sådant arrangemang har ett eget direkt innehav av aktier i bolaget som precis understiger budpliktsgränsen om 30 procent är det inte orimligt att anta att arrangemanget för dennes del åtminstone delvis syftar till att öka möjligheterna att kontrollera bolaget, utan att riskera budpliktsskyldighet. Under förutsättning att utgivaren vid ingående av arrangemanget är medveten om tecknarens egna innehav och därmed att sådant syfte föreligger, eller åtminstone kan antas föreligga, och ändå ingår arrangemanget finns det visst utrymme att argumentera för att överenskommelsen syftar till att ta kontroll över bolaget. Att arrangemanget inte nödvändigtvis har ett sådant syfte för utgivaren torde, som ovan konstaterat, inte innebära ett hinder för femte punktens tillämplighet.

Med tanke på att budpliktsskyldighet kan vara mycket betungande för den som åläggs att lämna ett budpliktsbud finns det dock anledning att vara försiktig och inte dra förhastade slutsatser om arrangemangets motiv enbart på grund av dess förekomst. Eftersom arrangemang av det förevarande slaget kan ha rent finansiella motiv även för en tecknare som redan innehar aktier i det aktuella bolaget torde det krävas att parternas faktiska agerande och/eller omständigheterna i övrigt tyder på att arrangemanget har andra motiv än enbart finansiella för att ett närståendeförhållande ska anses föreligga. Detta bekräftas vidare av de ovan nämnda uttalandena från Aktiemarknadsnämnden.

Sammanfattningsvis så finns det således visst utrymme att argumentera för att ett arrangemang av det här slaget bör föranleda att ett närståendeförhållande anses föreligga mellan parterna – enbart arrangemanget i sig är dock, enligt Aktiemarknadsnämndens praxis, inte tillräckligt utan det krävs ytterligare omständigheter som visar på att syftet med arrangemanget är att tecknaren ska erhålla kontroll över bolaget i fråga.

### 5.3 Analogier och god sed på aktiemarknaden

Arrangemang av det aktuella slaget omfattas således inte formellt sett av budpliktsbestämmelsen i LUA 3 kap. 1 § och som utgångspunkt inte heller av närståendereglererna i LUA 3 kap. 5 §. Frågan är om ändamålen bakom dessa regler kan motivera att det görs en så kallad analogitolkning där man utökar regelns tillämpningsområde till att omfatta även sådana arrangemang. En analogitolkning kan användas då en situation eller en företeelse, som faller utanför den förevarande bestämmelsens ordalydelse, kan anses ha en så hög grad av likhet med den företeelse som bestämmelsen i fråga reglerar att det kan anses motiverat att använda bestämmelsen även på den oreglerade företeelsen.<sup>120</sup>

Aktiemarknadsrättens “god sed på aktiemarknaden” är ett exempel på när och hur ett sådant resonemang kan användas i praktiken – även om bedömningen av vad som utgör god sed kan göras lite friare än vad som är fallet vid en “vanlig” analogitolkning.<sup>121</sup> Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att i sin verksamhet och genom sina uttalanden uttolka och utveckla vad som anses utgöra god sed på aktiemarknaden.<sup>122</sup> God sed på aktiemarknaden används främst för att förhindra kringgåenden av de aktiemarknadsrättsliga reglerna och för att fylla ut luckor i lagen – särskilt för de fall då kringgåendet eller luckan medför att den förevarande, eller närliggande, regelns ändamål åsidosätts.<sup>123</sup>

Eftersom arrangemang av det här slaget, särskilt för det fall tecknaren redan innehar en andel aktier i bolaget som precis understiger budpliktsgränsen, i praktiken får liknande effekter för den aktuella aktieägarens möjligheter att kontrollera bolaget som ett direkt förvärv av aktier så kan dessa användas i syfte att erhålla kontroll över ett bolag men utan budpliktsreglerna blir tillämpliga. Då budpliktsreglerna syftar till att skydda övriga aktieägare vid ett kontrollägarskifte innebär en sådan användning en risk för att budpliktsreglernas ändamål åsidosätts. Arrangemang av det här slaget är således ett praktexempel på när god sed på aktiemarknaden skulle kunna användas.

Att så är fallet bekräftas vidare av kommentaren till Takeover-reglernas II.21 som kan sägas vara en inarbetning av Aktiemarknadsnämndens praxis på området. Här stadgas nämligen att det faktum att ett arrangemang inte omfattas av budpliktsreglernas formella tillämpningsområde inte innebär att ett sådant arrangemang inte kan strida mot god sed på aktiemarknaden om arrangemanget i fråga syftar till att ge innehavaren större möjligheter att kontrollera bolaget utan att budpliktsskyldighet uppkommer. I samband med att reglerna reviderades inför 2021 infördes vidare ett förtydligande i kommentaren där det nu framkommer att det normalt strider mot god sed på aktiemarknaden om en aktieägare, med ett innehav som understiger 30 procent av rösterna i bolaget, genom en kapitalförsäkring eller något annat arrangemang skaffar sig ytterligare exponering i bolaget genom att motparten i arrangemanget innehar de till arrangemanget underliggande aktierna och inte röstar för dessa och aktieägaren

---

<sup>120</sup> Andersson, Torbjörn, Dahlberg Mattias, Reichel Jane, och Samuelsson Joel, *Juridikens Termer*, 10:e upplagan, Liber 2015, s. 12.

<sup>121</sup> Stattin, s. 155.

<sup>122</sup> Se 14 § i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

<sup>123</sup> Stattin, s. 144–155.

i fråga, genom att aktierna passiviseras, får ett röstinflytande som i praktiken överstiger 30 procent.

Om Aktiemarknadsnämnden konstaterar att ett arrangemang verkar syfta till att kringgå budpliktsreglerna och därmed strider mot god sed på aktiemarknaden leder detta till samma praktiska resultat för den berörda parten som en direkt tillämpning av budpliktsreglerna skulle göra – nämligen att denne antingen måste lämna ett bud på resterande aktier i bolaget eller avyttra så många aktier att dennes innehav återigen hamnar under budpliktsgränsen. Eftersom en sådan tolkning dock inte innebär att budpliktsreglerna faktiskt tillämpas medför en användning av god sed frågetecken vad gäller bundenhet och sanktionsmöjligheter, men mer om detta senare.

## 5.4 Sammanfattande reflektioner

Sammanfattningsvis så kan det konstateras att budpliktsbestämmelsen i sig är ganska klar – för att bestämmelsen ska äga tillämpning och budplikt uppkomma så krävs det att det rör sig om ett direkt förvärv av aktier med rösträtt. Ett arrangemang som enbart innebär att partens finansiella exponering i förhållande till bolaget ökar medför således inte att budpliktsskyldighet uppkommer, detta gäller oavsett om parten sedan tidigare innehar en större aktiepost i bolaget eller inte. Att det är så bestämmelsen ska förstås bekräftas vidare av såväl uttalanden i förarbeten som Aktiemarknadsnämndens praxis och det finns därmed relativt lite utrymme att tolka bestämmelsen på något annat sätt.

Inte heller innebär arrangemanget som utgångspunkt att det uppkommer ett närståendeförhållande parterna emellan utan det måste som regel anses krävas att ytterligare omständigheter talar för att arrangemanget syftar till att ge parterna kontroll över bolaget för att ett sådant närståendeförhållande ska anses föreligga. Enbart det faktum att det finns ett sådant arrangemang är, i enlighet med Aktiemarknadsnämndens praxis, inte tillräckligt.

Eftersom arrangemang av det förevarande slaget, trots att de inte omfattas av bestämmelsens formella tillämpningsområde, i praktiken har vissa relevanta likheter med och effekter som ett direkt förvärv av aktier skulle man potentiellt kunna utvidga bestämmelsens praktiska tillämpningsområde genom god sed på aktiemarknaden. Ett tillvägagångssätt som användes av Aktiemarknadsnämnden i AMN 2020:13 där man konstaterade att budpliktsskyldighet förelåg, trots att budpliktsreglerna formellt sett inte var tillämpliga på arrangemanget. En sådan tolkning och användning av god sed på aktiemarknaden medför i princip samma praktiska resultat som om arrangemang av det förevarande slaget hade omfattats av reglernas formella tillämpningsområde. Sedan 1 januari 2021 framkommer det vidare ur kommentaren till Takeover-reglernas II.21 att arrangemang som ger en innehavare som redan innehar aktier i bolaget ytterligare finansiell exponering i bolaget och större kontrollmöjligheter genom att de till arrangemanget underliggande aktierna passiviseras som regel ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden och därmed också föranleda budplikt. En sådan lösning leder dock till vissa frågetecken, framförallt avseende sanktionsmöjligheter, vilka jag återkommer till nedan.

## 6. De lege ferenda – bör budpliktsregleringen förändras för att på ett mer ändamålsenligt sätt hantera arrangemang av det aktuella slaget?

Först och främst kan det konstateras att Takeover-direktivet är ett minimidirektiv och det finns därmed inga EU-rättsliga hinder för Sverige att, precis som Storbritannien, uppställa en mer omfattande budpliktsskyldighet än vad direktivet föreskriver. Den EU-rättsliga regleringen lämnar alltså utrymme för en revidering av de svenska budpliktsreglerna som innebär att dessa även omfattar finansiella instrument och arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som direkt innehav av aktier.

### 6.1 Bör arrangemang av det här slaget föranleda budplikt?

Som tidigare konstaterat så kan arrangemang av de här slaget användas på ett sätt som innebär att det minoritetsskydd som budpliktsreglerna erbjuder åsidosätts. Eftersom sådana arrangemang som regel innebär att ingen röstar för de underliggande aktierna, och om aktierna faktiskt röstas för en osäkerhet kring vem det är som kontrollerar rösträtten, medför ett sådant arrangemang i praktiken mer eller mindre samma möjlighet för tecknaren att kontrollera ett bolag som ett direkt förvärv av ytterligare aktier i bolaget skulle. För att säkerställa att budpliktsreglernas minoritetsskyddande funktion upprätthålls kan det därför vara motiverat att även sådana arrangemang föranleder budplikt.

Vid en jämförelse av den argumentation som fördes inför revideringen av Öppenhetsdirektivet och sedermera också de svenska flaggningsreglerna kan det konstateras att det var liknande argument som fördes fram – det vill säga att reglernas ändamål krävde att bestämmelserna reviderades för att omfatta även finansiella instrument som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande. Sådana instrument användes för att kringgå det tillämpliga regelverket och innebar därmed också att de syften och ändamål som motiverade reglerna åsidosattes. Det rör sig följaktligen om samma underliggande problem. Vidare kan de två regelverken, budplikt respektive flaggning, båda sägas ha som övergripande syfte att skydda den som investerar kapital i noterade bolag och därigenom säkerställa att förtroendet för aktiemarknaden upprätthålls – budpliktsreglerna genom att erbjuda en möjlighet att lämna bolaget till samma villkor som den tidigare kontrollaktieägaren och flaggningsreglerna genom att säkerställa transparens. Eftersom såväl det underliggande problemet som reglernas övergripande syfte är detsamma finns det utrymme att argumentera för att budpliktsreglerna, precis som flaggningsreglerna, bör revideras.

Vidare så har, som ovan redogjort, de brittiska budpliktsreglerna reviderats för att omfatta även arrangemang av det här slaget. Hur de brittiska reglerna ser ut har visserligen ingen direkt betydelse men en stor del av det aktiemarknadsrättsliga regelverket har konstruerats med de brittiska reglerna som förlaga och dessa regler kan således användas som inspiration även inför en potentiell revidering. Syftet med revideringen av de brittiska budpliktsreglerna var som tidigare konstaterat att undvika en situation där finansiella arrangemang som ger innehavaren

en liknande finansiell exponering som aktieäggande användes för att erhålla effektiv kontroll över ett bolag utan att aktivera budpliktskyldigheten. Syftet med revideringen var att eliminera risken för att sådana arrangemang användes för att kringgå budpliktsreglerna. Även om det finns vissa skillnader mellan den brittiska och den svenska aktiemarknaden så är den risken relevant även i förhållande till den senare. Att hämta inspiration från de brittiska reglerna även i detta hänseende skulle alltså kunna vara motiverat.

Inför en potentiell revidering av reglerna måste dock också de praktiska effekter och potentiella konsekvenser en sådan utvidgning skulle kunna få för marknaden beaktas. Precis som tidigare konstaterat så innebär budpliktsreglerna visserligen ett skydd för mindre aktieägare för det fall det sker ett kontrollägarskifte i ett noterat bolag men för övriga aktörer på aktiemarknaden, och i förlängningen samhällsekonomin i stort, är budpliktsreglerna inte enbart fördelaktiga och reglernas införande föregicks av intensiva diskussioner. I förhållande till en utvidgning av reglerna för att omfatta även finansiella arrangemang av det förevarande slaget så finns det dock en viktig skillnad som måste noteras. Införandet av budpliktsregler kritiserades och ifrågasattes för att sådana regler ansågs förhindra, samhällsekonomiskt nödvändiga, kontrollägarskiften i bolag. En utvidgning av reglerna för att omfatta även andra finansiella arrangemang än direkt ägande av aktier innebär egentligen inte att det blir svårare att genomföra kontrollägarskiften än vad som redan är, eller åtminstone ska vara, fallet eftersom dessa arrangemangs huvudsakliga syfte inte är att möjliggöra sådana kontrollägarskiften. För det fall ett arrangemang faktiskt har det syftet så rör det sig dessutom sannolikt om ett försök att kringgå budpliktsreglerna.

En sådan revidering förhindrar generellt inte heller att arrangemangen används för riskspridning, spekulation och/eller långsiktigt sparande, det vill säga dess faktiska syften. Den effekt som en sådan revidering skulle medföra är endast att det blir svårare att ingå sådana arrangemang i förhållande till bolag och aktier i vilka man redan har ett betydande intresse. Det kan dock, även för den som redan innehar aktier i det berörda bolaget, finnas legitima, finansiella anledningar, till att ingå ett sådant arrangemang. En revidering av budpliktsreglerna kommer, i förhållande till den situationen, medföra svårigheter och inte minst högre transaktionskostnader. Som tidigare konstaterat så är budpliktsreglerna dock inte undantagslösa och om de finansiella skälen bakom arrangemanget motiverar det så finns det sannolikt möjlighet för aktieägaren i fråga att erhålla dispens från budpliktskyldigheten. En revidering av reglerna bör således som utgångspunkt inte anses utgöra någon större risk för att den ekonomiska funktion, varken på samhälls- eller på individ- och bolagsnivå, som arrangemang av det här slaget fyller åsidosätts. Detta gäller särskilt om man även tar kommentaren till Takeover-reglerna II.21 i beaktande och det faktum att det där stadgas att arrangemang av det förevarande slaget normalt ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden. De potentiella negativa effekter som kommer med att även sådana arrangemang föranleder budplikt torde således i många fall redan vara en realitet.

Att budpliktsreglernas ändamålsenlighet och huruvida det överhuvudtaget är motiverat med sådana regler på den svenska marknaden har ifrågasatts är egentligen en annan fråga och oaktat detta så är det ett faktum att Sverige, och EU, har konstaterat att man anser att det finns ett behov av att skydda minoritetsaktieägarna vid kontrollägarskiften i noterade bolag och att detta

behov väger tyngre än eventuella nackdelar en sådan reglering kan medföra. För att säkerställa att detta skydd upprätthålls behöver reglerna utvidgas så att de även omfattar arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som direkt aktieäggande. Eftersom budpliktsreglernas minoritetsskydd även bidrar till att upprätthålla förtroendet för aktiemarknaden – ett förtroende som skulle kunna urholkas om budpliktsreglernas ändamål systematiskt åsidosätts och som även det är samhällsekonomiskt viktigt – bör enligt min mening de potentiella nackdelar som kommer med en utvidgning av regelverket inte anses vara av sådan tyngd att de talar emot en sådan revidering.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det, i syfte att säkerställa att budpliktsreglernas ändamål tillgodoses, kan vara motiverat att även arrangemang av det förevarande slaget föranleder budplikt. En annan, nära sammankopplad fråga, är hur vi på lämpligast sätt får fram ett sådant resultat.

## 6.2 Hur ska reglering göras?

### 6.2.1 Alternativ 1 – genom god sed på aktiemarknaden

Precis som ovan konstaterat kan budpliktsskyldighet uppkomma för en tecknare som redan innehar ett större antal aktier i det bolag vars aktier ligger till grund för arrangemanget genom att Aktiemarknadsnämnden konstaterar att arrangemanget strider mot god sed på aktiemarknaden. Frågan är om det är det lämpligaste sättet att hantera problemet eller om det vore mer ändamålsenligt att revidera budpliktsregelns ordalydelse så att denna uttryckligen omfattar även sådana arrangemang.

Enligt Aktiemarknadsnämndens praxis krävs det att ett arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som direkt aktieäggande kan antas syfta till att kringgå budpliktsreglerna för att ett sådant arrangemang ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden och på denna grund föranleda budplikt. Sedan 1 januari 2021 anges det som ovan konstaterat dock i kommentaren till Takeover-reglerna II.21, vilken enligt annan praxis från Aktiemarknadsnämnden anses utgöra en integrerad del av reglerna och således behandlas som en del av innehållet i själva bestämmelsen, att sådana arrangemang normalt ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden. I denna kommentar nämns alltså ingenting om att det ska röra sig om ett kringgående.

Om det var meningen att kommentaren skulle omfatta fler fall än vad Aktiemarknadsnämndens praxis ger uttryck för eller inte är svårt att säga. Många skulle dessutom kanske argumentera för att det enbart är en nyansskillnad – det är dock en nyansskillnad som får ganska stora praktiska konsekvenser. Om arrangemang av det förevarande slaget som regel ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden och inte bara då det rör sig om rena försök att kringgå budpliktsreglerna blir det praktiska resultatet detsamma som vid en faktisk revidering av budpliktsreglernas ordalydelse. Den fördel som man annars skulle kunna argumentera för att en användning av god sed på aktiemarknaden har jämfört med en revidering av budpliktsreglernas ordalydelse – det vill säga att denna lösning innebär en mildare inskränkning



i avtalsfriheten och dessutom är mindre betungande för aktieägare som önskar ingå sådana arrangemang eftersom budplikt endast kommer uppkomma när sådana arrangemang används på ett otillbörligt sätt – är inte längre relevant om sådana arrangemang som regel ska anses strida mot god sed.

Att det anges i kommentaren till Takeover-reglerna att sådana arrangemang i normala fall ska anses strida mot god sed på aktiemarknaden innebär dock samtidigt att en stor nackdel med en användning av god sed på aktiemarknaden, bristen på förutsebarhet, försvinner. Om sådana arrangemang som regel ska anses strida mot god sed och därmed föranleda budplikt blir tillämpningen av god sed egentligen inte mindre förutsebar än vad en tillämpning av de reviderade budpliktsreglerna skulle bli – låt vara att Aktiemarknadsnämnden eventuellt har något större utrymme att sätta ramarna för vad som anses vara “normala fall”.

Det finns dock några andra faktorer som talar emot att budplikt genom “god sed på aktiemarknaden” skulle vara den lämpligaste lösningen. Takeover-reglerna, och därmed också dess kommentarer, är som ovan konstaterat inte generellt bindande utan är som utgångspunkt endast direkt tillämpliga på den som har åtagit sig att följa dessa. Detsamma torde därmed även gälla de sanktioner – sanktionsavgift om lägst 50 000 kronor och högst 500 miljoner kronor – som börsens disciplinnämnd kan ålägga den som bryter mot reglerna alternativt underlåter att följa ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden avseende tolkning och/eller tillämpning av reglerna.<sup>124</sup>

För det fall det rör sig om ett onoterat bolag, som inte har åtagit sig att följa Takeover-reglerna i enlighet med LUA 2 kap. 1 §, vilket vanligtvis görs i erbjudandehandlingen som inte kommer upprättas om aktieägaren i fråga inte avser lämna ett bud, saknas således som utgångspunkt möjlighet att utdöma sanktionsavgift med grund i dessa regler. Eftersom det inte rör sig om en lagstadgad skyldighet för aktieägaren att lämna ett budpliktsbud med grund i LUA 3 kap. 1 § torde underlåtenhet inte heller kunna sanktioneras med de sanktioner som stadgas i LUA 7 kap.

De sanktionsmöjligheter som står till buds då Aktiemarknadsnämnden konstaterar att ett agerande strider mot god sed på aktiemarknaden utan att samtidigt strida mot ett tillämpligt regelverk är begränsade. Aktiemarknadsnämnden har i dessa fall inte möjlighet att tvinga fram ett budpliktsbud utan underlåtenhet att följa ett åläggande från Aktiemarknadsnämnden resulterar i ett sådant fall sannolikt enbart i att underlåtenheten kan ligga till grund för skadeståndsanspråk från den som lider skada på grund av underlåtenheten.<sup>125</sup> I detta fall är det således upp till den minoritetsaktieägare som anser att hen lider skada genom att inte bli erbjuden att sälja sina aktier till samma pris som den som överlät sina aktier till den nya kontrollaktieägaren att kräva skadestånd av denna.

Aktiemarknadens aktörer följer visserligen i stor utsträckning Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Risken för att bli utmålade som oseriös och därmed bli “utfrysad” av övriga aktörer på marknaden väger som regel tungt nog för att respektera Aktiemarknadsnämndens beslut. Det går dock inte förneka att en budpliktsskyldighet som i princip saknar faktiska sanktioner och

---

<sup>124</sup> Takeover-reglerna VI.

<sup>125</sup> Stattin, s. 159.

som i stället förlitar sig på aktieägarens vilja att värna om sitt eget rykte och goodwill medför en större risk för ett urvattnat och i praktiken verkningslöst minoritetsskydd. Detta innebär samtidigt en risk för att förtroendet för aktiemarknaden urholkas vilket i förlängningen leder till negativa effekter på aktiemarknadens resursallokeringsfunktion.

Sammanfattningsvis så medför en ordning där vi använder oss av god sed på aktiemarknaden för att underkänna arrangemang av det förevarande slaget och på denna grund kräver att ett bud lämnas trots att budpliktsreglerna formellt sett inte är tillämpliga till vissa frågetecken som i praktiken, och särskilt för det fall aktieägaren i fråga inte är ett noterat bolag, innebär ett svagare minoritetsskydd än vad som skulle vara fallet vid en lagreglering.

### **6.2.2 Alternativ 2 – en revidering av budpliktsbestämmelsens ordalydelse**

Det faktum att det i många fall saknas sanktionsmöjligheter då Aktiemarknadsnämnden ålägger en aktieägare budpliktsskyldighet utan att denna skyldighet grundar sig på något regelverk talar för att en eventuell revidering kan vara motiverad trots att en sådan inte nödvändigtvis kommer innebära att budpliktsskyldighet uppkommer i fler fall än vid en användning av god sed på aktiemarknaden, i alla fall inte om man lägger någon större vikt vid uttalandet i kommentaren till Takeover-reglernas II.21. En revidering innebär dock att förutsättningarna för när budpliktsskyldighet uppkommer blir tydligare. Liksom vilka sanktioner som kan följa för den som underlåter att lämna ett budpliktsbud. Sanktionerna skulle dessutom vara detsamma oberoende av om den budpliktsskyldige aktieägaren i fråga är ett noterat eller onoterat bolag. En revidering av budpliktsreglerna skulle därmed innebära en enhetlig och sammanhängande reglering som gäller lika för alla.

Vid en sådan revidering skulle inspiration kunna hämtas från de motsvarande brittiska reglerna och den svenska budpliktsregeln revideras så att den som har ett ”intresse i” aktier som representerar minst 30 procent av rösterna i bolaget blir budpliktsskyldig. En sådan revidering av budpliktsreglerna skulle innebära att arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieägarande som huvudregel ska beaktas vid en beräkning av huruvida budpliktsgränsen uppnåtts eller inte. För det fall den som redan innehar en större andel av aktierna i ett noterat bolag ingår ett sådant arrangemang skulle ingåendet således som huvudregel föranleda att en lagstadgad skyldighet att lämna ett budpliktsbud uppkommer för innehavaren.

Att inspireras av de brittiska reglerna och använda sig av ”intresse i aktier” och ”liknande finansiell exponering som aktieägarande” innebär även en flexibilitet – reglernas tillämplighet blir då inte beroende av att det rör sig om ett specifikt instrument utan kan tillämpas även på nya instrument och arrangemang som inte använts tidigare. För det fall även reglernas reviderade lydelse är för snäv och inte omfattar sådana arrangemang som visserligen inte utgör finansiella instrument men som har liknande ekonomiska effekter så finns det en given risk för att sådana arrangemang, exempelvis de ovan nämnda försäkringsliknande lösningarna, kommer att användas för att uppnå samma praktiska resultat. Revideringen blir då i praktiken verkningslös. För att på ett ändamålsenligt sätt tillgodose budpliktsreglernas minoritetsskydd

bör således bestämmelsen revideras så att såväl finansiella instrument, såsom kontantavräknade aktiederivat, som andra arrangemang med liknande effekter omfattas.

Eftersom budpliktsreglerna som ovan konstaterat är kombinerade med en möjlighet för Aktiemarknadsnämnden att meddela dispens från budpliktsskyldigheten skulle en sådan generell utvidgning av reglerna dock inte vara undantagslös utan sådana arrangemang skulle, under vissa förutsättningar, kunna ingås utan att budpliktsbud faktiskt behöver lämnas.

I förhållande till arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande finns det utrymme att argumentera för att tidsbegränsade, kontantavräknade arrangemang som har rent finansiella motiv för tecknaren och således inte syftar till att ge denna kontroll över bolaget inte ska anses innebära att det sker ett de facto kontrollägarskifte. För de fall då arrangemanget är tidsbegränsat och aktierna således endast passiviseras under en kortare period har tecknaren begränsade möjligheter att faktiskt använda den utökade kontrollmöjligheten på en bolagsstämma. För det fall arrangemanget ingås i samband med att bolagsstämma ska hållas, eller om omständigheterna i övrigt talar för att kontrollen faktiskt kommer kunna utnyttjas, behöver dispens inte godkännas eftersom ett dispensbeslut ska fattas utifrån omständigheterna i det enskilda fallet. Aktiemarknadsnämnden är generellt ganska generösa med att bevilja dispens<sup>126</sup> – och för de fall dispens inte beviljas kommer detta sannolikt bero på att Aktiemarknadsnämnden bedömer att det rör sig om ett sådant kontrollägarskifte som kräver att ett budpliktsbud lämnas. Eftersom en potentiell revidering av reglerna motiveras av just ändamålsskäl kan denna lösning därmed vara att föredra.

Aktiemarknadsnämnden har, som tidigare konstaterat, dessutom möjlighet att villkora ett beslut om dispens. Dispensen skulle exempelvis kunna villkoras med att arrangemanget endast har en begränsad löptid. Ett annat exempel på villkor som skulle kunna minska risken för missbruk är om Aktiemarknadsnämnden kombinerar dispensbeslutet med ett villkor som stadgar att tecknaren inte får utnyttja sin rösträtt om denne begär extrastämma under arrangemangets löptid.<sup>127</sup> Ett sådant villkor skulle förhindra att en aktieägare ingår ett sådant arrangemang i syfte att utöka sina möjligheter till effektiv kontroll över en extrastämma som denne avser begära.

För att sammanfatta, så är enligt min mening en lösning där budpliktsreglernas ordalydelse revideras så att arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som ett direkt innehav av aktier som huvudregel omfattas av bestämmelsen det lämpligaste sättet att säkerställa att budpliktsreglernas ändamål upprätthålls. Eftersom budpliktsreglerna är kombinerade med en dispensmöjlighet som innebär att budpliktsskyldighet inte kommer uppkomma för de fall budpliktsreglernas ändamål inte gör sig gällande blir en sådan revidering

---

<sup>126</sup> Se Skog, Rolf, and Sjöman, Erik. "No Rule, Just Exemptions? Mandatory Bids in Sweden and the EU." *European Company And Financial Law Review* 11, nr. 3 (2014), särskilt s. 396–399.

<sup>127</sup> Som ovan konstaterat kan ett sådant villkor troligtvis inte göras gällande gentemot bolaget – om aktieägaren i fråga utnyttjar sin rösträtt trots ett sådant villkor kommer beslutet, under förutsättning att det fattats i enlighet med reglerna i aktiebolagslagen, alltså vara giltigt. Konsekvenserna av att välja att inte följa ett sådant villkor är att dispensen upphör och budpliktsbud måste lämnas. Om aktieägaren i fråga är ett noterat bolag kan dock disciplinnämnden besluta om sanktioner för underlåtenhet att följa Aktiemarknadsnämndens uttalande, om detta anses vara ett uttryck för god sed, i enlighet med börsens regelverk för emittenter.

inte heller mer betungande för den enskilda (eller för marknaden som helhet) än en budplikt som uppkommer genom en användning av god sed på aktiemarknaden. En lagstadgad budpliktsskyldighet är dessutom förenad med enhetliga och tydliga sanktionsmöjligheter som säkerställer att budplikten och ändamålsskyddet inte enbart framstår som en chimär.

## 7. Slutsats

Sammanfattningsvis så kan det konstateras att arrangemang som ger innehavaren en liknande finansiell exponering som aktieäggande, framför allt med anledning av att sådana som regel leder till att de underliggande aktierna passiviseras, ger en aktieägare som redan innehar ett större antal aktier i bolaget mer eller mindre samma möjligheter att kontrollera bolaget som om aktieägaren i fråga skulle ha förvärvat ytterligare aktier i bolaget. Det finns därför en risk för att sådana arrangemang används av den aktieägare som söker erhålla kontroll över ett bolag utan att budpliktsreglerna blir tillämpliga. Budpliktsreglerna är nämligen inte direkt tillämpliga på denna typ av arrangemang utan för att budpliktsskyldighet ska uppkomma krävs det att personen i fråga har ett direkt innehav i aktier som motsvarar mer än 30 procent av rösterna i bolaget. För att säkerställa att budpliktsreglernas ändamål, att skydda övriga aktieägare vid ett kontrollägarskifte, upprätthålls finns det således anledning att fundera över huruvida budpliktsreglerna bör revideras så att även sådana arrangemang omfattas.

Enligt kommentaren till Takeover-reglerna II.21 ska arrangemang av det förevarande slaget visserligen normalt anses strida mot god sed på aktiemarknaden och på denna grund föranleda budplikt och man kan därför fråga sig om en revidering verkligen är nödvändig. Den lagstadgade budpliktsskyldigheten är dock, till skillnad från budplikt som uppkommer genom en användning av god sed på aktiemarknaden, förenad med enhetliga och tydliga sanktionsmöjligheter som gäller lika för alla. För att på ett fullgott sätt säkerställa att ändamålen upprätthålls så är en revidering av reglerna därför att föredra framför den nu gällande ordningen.

Enligt min mening kan vi inför en sådan revidering hämta inspiration från de brittiska reglerna. Budpliktsskyldighet bör således uppkomma då någon uppnår ett "intresse", på grund av direkt ägande och/eller genom arrangemang som ger en liknande finansiell exponering som aktieäggande, i aktier som representerar mer än 30 procent av rösterna i bolaget. Denna lösning erbjuder även den flexibilitet som krävs för att hantera nya instrument och arrangemang med liknande effekter som kontantavräknade aktiederivat som annars potentiellt skulle kunna användas för att erhålla kontroll över ett bolag utan att riskera budplikt.

# Källförteckning

## Artiklar

Çelik, Serdar, and Isaksson, Mats, "Institutional Investors and Ownership Engagement.", *OECD Journal: Financial Market Trends 2013*, nr. 2, 2014: 93–114.

Hirschberg, Julia & Svernlöv, Carl, "Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt på kollisionskurs: Rättslig verkan av rättsområdenas skilda beslutskrav för närståendetransaktioner och incitamentsprogram.", *Tidningen Balans*, 2018.

Nardis, Eugenio & Tonello, Matteo, "Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests", *SSRN Electronic Journal*, 2010.

Schuster, Edmund-Philipp. "The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?", *Modern Law Review*, nr. 3, 2013.

Skog, Rolf, och Sjöman, Erik. "No Rule, Just Exemptions? Mandatory Bids in Sweden and the EU.", *European Company And Financial Law Review*, nr. 3, 2014: 393–404.

Skog Rolf, "Erbjudandeplikt?", *Juridisk tidskrift*, nr 1, 1993/94.

Stankovic, Danijel. "Challenges to the Takeover Early Warning System in the EU: The Case of Germany." *Croatian Yearbook of European Law and Policy*, nr 10, 2014.

## Internetkällor

Finansinspektionen, Avdelningen marknadstillsyn, *Frågor och svar om flaggning*, tillgänglig på <https://fi.se/contentassets/291fbcaf3eed42c0baca15814463af69/fragor-svar-flaggning-2019-05-13.pdf> (hämtad den 3 februari 2021).

Finansportalen, *Kapitalförsäkring*, tillgänglig på <https://www.finansportalen.se/kapitalforsakring/> (hämtad den 10 februari 2021).

## Litteratur

Andersson, Torbjörn, Dahlberg Mattias, Reichel Jane, och Samuelsson Joel, *Juridikens Termer*, 10:e upplagan, Liber 2015.

Arnold, Glen, *Handbook of Corporate Finance: A Business Companion to Financial Markets, Decisions & Techniques*, 2:a upplagan, Pearson Financial Times, 2010.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, 9:e upplagan, McGraw-Hill Education, 2018.

Broberg, Oskar. "Derivat Och Företagsfinansiering.", i *Företagsfinansiering: Från Sparbankslån Till Derivat*, Larsson Mats (red.), 2:a upplagan, Studentlitteratur, 2011.

Conac, Pierre-Henri, "Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive" i *The European Financial Market in Transition*, Birkmose Hanne S., Neville Mette & Engsig Sørensen Karsten (red.), Kluwer Law International BV, 2012.

Davies, Paul L., Worthington Sarah, Micheler Eva and Bartlett Gower Laurence Cecil, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 9:e upplagan, Sweet & Maxwell, 2012.

Eklund, Karin, och Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt Och Aktiemarknadsrätt*, 1:a upplagan, Iustus, 2013.

Kershaw, David, *Principles of Takeover Regulation*, 1:a upplagan, Oxford University Press, 2016.

Law Jonathan & Smullen John, *A Dictionary of Finance and Banking*, 4:e upplagan, Oxford University Press, 2008.

Lidman, Erik, *Kontrolläggande Och Uppköpsreglering: Likabehandling Vid Offentliga Uppköpserbjudanden Och Effekterna I Bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum, 2020.

Nyström Göran, Ohlsson Robert, Sjöman Erik & Skog Rolf, *Takeover-reglerna: En Kommentar till Lagen Om Offentliga Uppköpserbjudanden På Aktiemarknaden Och Börsernas Takeover-regler*, 5:e upplagan, Gula Biblioteket, 2018.

Rüdiger, Veil och Schweiger Rebecca, *European Capital Markets Law*, 2:a upplagan, Hart Publishing, 2017.

Sevenius, Robert, and Torsten Örtengren. *Börsrätt*. 4:e upplagan, Studentlitteratur, 2017.

Stattin, Daniel, *Takeover Om Offentliga Uppköpserbjudanden På Aktiemarknaden Enligt Svensk Rätt*, 3:e upplagan, Norstedts Juridik, 2020.

## Offentligt tryck

ESMA/2013/1642, *Public statement on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, Appendix B (1).

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/50/EU om ändring av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad (...).

Europaparlamentet och Rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden.

European Commission consultation document of the modernisation of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, 27.05.2010.

[https://www.europarl.europa.eu/registre/docs\\_autres\\_institutions/commission\\_europeenne/sec/2010/0611/COM\\_SEC\(2010\)0611\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/registre/docs_autres_institutions/commission_europeenne/sec/2010/0611/COM_SEC(2010)0611_EN.pdf)

Prop. 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*, Stockholm: Justitiedepartementet.

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

Prop. 2015/16:26, *Regelbunden finansiell information och offentliggörande av aktieinnehav*, Stockholm: Finansdepartementet.

Rådets direktiv 88/627/EEG av den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag.

SFS 1991:980, *Lag om handel med finansiella instrument*, Stockholm: Finansdepartementet.

SFS 2005:551 *Aktiebolagslag*, Stockholm: Justitiedepartementet.

SFS 2006:451, *Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Stockholm: Justitiedepartementet.

SFS 2007:528, *Lag om värdepappersmarknaden*, Stockholm: Finansdepartementet.

SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*. Stockholm: Justitiedepartementet.

## **Rättsfall, beslut och uttalanden**

AMN 2004:21.

AMN 2008:47.

AMN 2016:10.

AMN 2017:25.

AMN 2020:01.

AMN 2020:13.

FI Dnr 08-3068.

FI Dnr 09-533.

Förvaltningsrätten Stockholm, Målnummer 11586-10, dom meddelad 2010-12-21.



## Övriga källor

Nasdaq Main Market Rulebook for Issuers.

Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Markets Takeover-regler.

Stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.

The City Code on Takeovers and Mergers.