GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Budpliktens kryphål: Lowballing

Analys av regelverket, riktad kritik, definitionen av lowballing samt reformförslag för att förhindra kringgående av budplikten.

Anna Berggren

Juridiska Institutionen
Juristprogrammet, HT 2025
HRO800 Examensarbete, 30 hp
Handledare: Rolf Skog
Examinator: Filip Bladini

Sammanfattning

Budplikt innebär att en aktieägare som uppnår kontroll över ett bolag är skyldig att lämna ett erbjudande till övriga aktieägare om att köpa deras aktier. Kontroll anses i Sverige vara uppnådd när en aktieägare innehar minst 30 procent av röstetalet, vilket också är standard i de flesta EU-länder. Skyldigheten fullgörs genom ett budpliktsbud. Reglerna, som har sin grund i artikel 5 i EU:s Takeoverdirektiv och 3 kap. LUA, kompletteras av självreglering genom takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Ett centralt undantag är att budplikt inte uppkommer om kontroll uppnås genom att budgivaren lämnar ett frivilligt uppköpserbjudande riktat till samtliga aktieägare. Syftet med budpliktsreglerna är att skydda minoritetsägare vid ett kontrollskifte genom att säkerställa ett skäligt pris och en reell möjlighet att lämna bolaget om de saknar förtroende för den nya kontrollägaren. Budplikten fyller en viktig funktion, men för att den ska vara effektiv krävs att systemet inte kan utnyttjas. I praktiken har det visat sig att reglernas nuvarande utformning möjliggör kringgående, vilket gör att minoritetsägare går miste om skyddet som budplikten avser att ge.

Kringgåendet kallas lowballing och innebär att en budgivare uppnår kontroll till ett avsiktligt lågt pris, utan att behöva köpa alla minoritetens aktier. Lowballing kan ske på två sätt: antingen genom utnyttjande av undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden, där budgivaren lägger ett lågt frivilligt bud som få väntas acceptera. Ett fåtal accepter räcker dock ibland för att passera kontrollgränsen, utan att budplikt utlöses. Lowballing kan även ske genom ett budpliktsbud, där en strategiskt låg föraffär sätter ramen för priset och möjliggör ett lågt budpris som gör erbjudandet ointressant för minoriteten men ändå ger budgivaren kontroll. Konsekvensen av lowballing är bland annat att minoritetsskyddet urholkas, då aktieägarna varken får någon premie eller reell exitmöjlighet, eftersom de sällan vill sälja till ett så lågt pris. Flera aktörer har därför riktat kritik mot regelverket och framhållit behovet av reformer.

I uppsatsen analyseras tre reformförslag som kan motverka förekomsten av lowballing eller mildra dess negativa konsekvenser. Förslagen skulle i olika grad stärka minoritetsskyddet, men även medföra vissa risker. En mer långtgående reglering riskerar att hämma budaktiviteten och negativt påverka den svenska aktiemarknaden. Vid en eventuell reform krävs därför en noggrann avvägning mellan stärkt minoritetsskydd och en välfungerande marknad. Denna komplexa fråga kräver en fördjupad konsekvensanalys innan någon reform införs.

Innehållsförteckning

1. Introduktion....5
1.1. Bakgrund och syfte....5
1.2. Frågeställningar....6
1.3. Metod och material....7
1.3.1. Användning av AI....9
1.4. Avgränsningar....10
1.5. Disposition....11
1.6. Kort om begreppsanvändning....11
2. Budplikt - definition och regelverk....13
2.1. EU:s Takeoverdirektiv....13
2.1.1. Kort om Takeoverdirektivet....13
2.1.2. Budplikt - art. 5 Takeoverdirektivet....14
2.1.2.1. Kontrolltröskeln....14
2.1.2.2. Budpliktsbudets tidpunkt....15
2.1.2.3. Prissättningen....15
2.1.3. Principer och syften....16
2.1.4. Undantag vid frivilligt uppköpserbjudande - art.5(2) Takeoverdirektivet....17
2.1.4.1. Formkrav för frivilliga bud....18
2.2. Svensk rätt - LUA och självreglering....18
2.2.1. Budplikt - 3 kap. 1 § LUA....19
2.2.1.1. Kontrolltröskeln....19
2.2.1.2. Budpliktsbudets tidpunkt....20
2.2.2. Undantag vid frivilligt uppköpserbjudande - 3 kap. 3 § LUA....21
2.2.3. Prissättningen....21
2.2.3.1. Prissättning i ett frivilligt erbjudande vid avsaknad av referensaffärer....22
3. Lowballing som fenomen....23
3.1. Vad är lowballing?....23
3.2. Kritik mot regelverket....23
3.2.1. Aktiemarknadsnämnden....23
3.2.2. EU-kommissionen....25
3.2.3. Experter....26
3.3. Analys av kritiken....28
3.4. Hur tar sig lowballing uttryck på marknaden?....28
3.4.1. Lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande....28
3.4.1.1. Lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande: exempel....31
3.4.2. Lowballing genom ett budpliktsbud....32
3.4.2.1. Lowballing genom ett budpliktsbud: exempel....34
3.4.3. Gemensamma efterföljande aspekter....34
3.5. Konsekvenser av budpliktsregleringens utformning....36

4. Reformförslag..... 38
4.1. En andra kontrolltröskel..... 38
4.1.1. Reformförslagets innebörd..... 38
4.1.2. Regleringen i andra medlemsstater..... 39
4.1.3. Reformförslaget 2009..... 40
4.1.4. Analys av förslagets för- och nackdelar i svensk kontext..... 42
4.2. Obligatoriskt minimiacceptvillkor för frivilliga bud..... 45
4.2.1. Reformförslagets innebörd..... 45
4.2.2. Regleringen i andra medlemsstater..... 45
4.2.3. Analys av förslagets för- och nackdelar i svensk kontext..... 47
4.3. Det högsta av föraffären och snittkursen..... 49
4.3.1. Reformförslagets innebörd..... 49
4.3.2. Regleringen i andra medlemsstater..... 50
4.3.3. Analys av förslagets för- och nackdelar i svensk kontext..... 50
5. Slutsatser..... 52
5.1. Hur är budpliktsreglerna utformade och vilket syfte har de?..... 52
5.2. Vilken kritik har riktats mot nuvarande budpliktsregler avseende lowballing?..... 52
5.3. Vad är lowballing, hur möjliggörs det av nuvarande regler och vilka konsekvenser får det?..... 53
5.4. Vilka reformer kan införas för att motverka lowballing och dess konsekvenser, och hur skulle de påverka den svenska aktiemarknaden?..... 53
Källförteckning..... 55

Definitioner och förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AI	Artificiell intelligens
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Budpliktsbud	Ett obligatoriskt uppköpserbjudande som måste lämnas av en aktieägare som uppnår kontroll i ett bolag noterat på en reglerad marknad
ECLE	European Company Law Experts
Exitmöjlighet	Möjlighet för aktieägare att sälja sina aktier och lämna bolaget vid ett kontrollskifte
Frivilliga bud	Ett frivilligt offentligt uppköpserbjudande
Kontrollägare	Aktieägare som innehar minst 30 procent av röstetalet i ett bolag
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
Målbolag	Bolaget vars aktier omfattas av ett uppköpserbjudande
NBK	Näringslivets Börskommitté
Prop.	Proposition
Referensaffär	Aktieaffär som används som riktmärke vid fastställandet av priset i ett uppköpserbjudande
SOU	Statens offentliga utredningar
SvJT	Svensk Juristtidning
Takeoverdirektivet	Europaparlamentet och rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden

1. Introduktion

1.1. Bakgrund och syfte

Den 21 april 2004 skedde en stor förändring på den europeiska aktiemarknaden då direktivet om uppköpserbjudanden, Takeoverdirektivet, antogs av Europaparlamentet och Europeiska unionens råd. Direktivet skulle vara implementerat av medlemsstaterna i nationell rätt den 20 maj 2006.[1] Direktivet omfattade ett flertal minimiregler[2] av väsentlig betydelse för medlemsstaternas lagstiftning, varav en av de mest ingripande bestämmelserna utgjordes av den så kallade budplikten.[3]

Bestämmelserna om budplikt innebär i korthet att en aktieägare som, genom förvärv av aktier, uppnår ett bestämmande inflytande över ett bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad, är skyldig att lämna ett erbjudande om att förvärva samtliga utestående aktier från övriga aktieägare.[4] Med "bestämmande inflytande" avses i detta sammanhang att aktieägaren passerar den så kallade kontrolltröskeln, det vill säga den andel av rösterna som krävs för att utlösa budplikt. Denna tröskel fastställs av respektive medlemsstat inom EU. Syftet med budplikten är att tillförsäkra minoritetsägare ett skydd mot potentiellt missgynnande majoritetsägare.[5] Genom budplikten ges minoritetsägare möjlighet att avyttra sitt innehav om de saknar förtroende för den nya kontrollägaren.[6] Reglerna är även utformade på ett sådant sätt att minoritetsägare ska garanteras ett skäligt pris i förhållande till det som erlagts för kontrollposten. Det har emellertid framkommit att det tilltänkta minoritetsskyddet inte fullt ut uppnås i praktiken, då regelverket kan kringgås.

Det har nu gått 21 år sedan direktivet trädde i kraft och under denna tid har regelverket varit föremål för återkommande kritik från olika aktörer.[7] Kritiken har varit av varierande karaktär, men denna uppsats kommer särskilt belysa de invändningar som riktats mot möjligheten till så kallad ”lowballing”.[8]

---

[1] Stattin, *Takeover: Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, JUNO-version 3, (2020, Norstedts Juridik), s 37.
[2] Avsnitt 2.1.1.
[3] Stattin, *Takeover: Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s 37.
[4] Art. 5 Takeoverdirektivet; 3 kap. 1 § LUA.
[5] Art. 3 Takeoverdirektivet; The Takeover Panel, *Report on the Year Ended 31 March 1991*, 1991, s.7, https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/report1991.pdf, [hämtad 28 september 2025].
[6] Avsnitt 2.1.3.
[7] Avsnitt 3.2.
[8] Avsnitt 3.4.

Lowballing är ett förfarande där en budgivare uppnår kontroll över ett bolag till ett mycket lågt pris genom att utnyttja luckor i budpliktsregleringen. Fenomenet innebär i praktiken att budgivaren kan uppnå kontroll utan att erbjuda samtliga aktieägare ett skäligt pris, vilket medför att budpliktens skydd för minoriteten till viss del går förlorat.[9]

Syftet med denna uppsats är att ge läsaren en översiktlig och grundläggande förståelse för de rättsliga utmaningar som den nuvarande regleringen av budplikt medför till följd av aktörers strategiska utnyttjande av regelverkets luckor genom så kallad lowballing. Uppsatsen redogör för hur möjligheten till lowballing uppstår för budgivaren och på vilket sätt detta kan utnyttjas i praktiken. Den omfattande kritik som riktats mot regelverket i detta avseende kommer att behandlas särskilt, där synpunkter från bland annat experter, Aktiemarknadsnämnden och EU-kommissionen beaktas.[10] Mot bakgrund av den identifierade problematiken och kritiken kommer uppsatsen att presentera och analysera olika tänkbara reformförslag för att motverka missbruk av regelverket i Sverige, samt diskutera eventuella utmaningar och konsekvenser som dessa reformer kan medföra. Avslutningsvis diskuteras huruvida de föreslagna reformerna skulle vara lämpliga för den svenska aktiemarknaden. Målsättningen är att läsaren efter genomgången uppsats ska ha en bild av de problem som dagens reglering ger upphov till, samt en förståelse för hur olika reformförslag kan påverka budpliktsreglernas funktion och antalet bud på den svenska aktiemarknaden.

1.2. Frågeställningar

För att tillgodose uppsatsens syfte och ge läsaren insikt i den aktuella problematiken, kommer följande frågeställningar att analyseras och besvaras:

1. Hur är budpliktsreglerna utformade och vilket syfte har de?
2. Vilken kritik har riktats mot nuvarande budpliktsregler avseende lowballing?
3. Vad är lowballing, hur möjliggörs det av nuvarande regler och vilka konsekvenser får det?
4. Vilka reformer kan införas för att motverka lowballing och dess konsekvenser, och hur skulle de påverka den svenska aktiemarknaden?

[9] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, ECGI Law Working Paper No. 778/2024, 2024, s.3, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4877825.
[10] Avsnitt 3.2.

1.3. Metod och material

I det följande avsnittet redogörs för de metoder som har använts för att besvara uppsatsens frågeställningar. Eftersom frågeställningarna är av delvis skiftande karaktär har det motiverat användningen av flera metodansatser och arbetssätt.

I uppsatsen har jag arbetat med att tolka och fastställa gällande rätt genom en systematisk genomgång av erkända rättskällor. Detta har skett genom att jag analyserat lagtext, förarbeten och doktrin för att klarlägga hur reglerna är uppbyggda och hur de kan förstås i relevant kontext, vilket är ett väsentligt arbetssätt för att kunna besvara mina regelorienterade frågeställningar.[11] Om man har behov av att sätta en metodetikett på detta arbetssätt brukar det ofta beskrivas som en rättsdogmatisk metod, men eftersom beteckningen är omstridd och har kritiserats för att vara oklar, väljer jag i stället att fokusera på att beskriva det konkreta tillvägagångssättet.[12]

Detta arbetssätt har tillämpats huvudsakligen i uppsatsens andra avsnitt men även i delar av det tredje avsnittet. I det andra avsnittet, som är av deskriptiv karaktär, har reglerna och syftena bakom budplikt identifierats och sammanställts utifrån relevanta rättskällor, däribland EU-direktiv och svensk lagstiftning. För att fördjupa framställningen har beskrivningen av lagstiftningen kompletterats med uttalanden från doktrin, såsom juridisk litteratur och rapporter.

Ett motsvarande arbetssätt har även varit centralt i delar av det tredje avsnittet, i samband med min analys av hur budpliktsreglernas utformning möjliggör lowballing. Med stöd av ett flertal rapporter och artiklar har jag därtill belyst fenomenets innebörd, dess praktiska tillämpning och konsekvenser samt hur detta kan förstås i ljuset av gällande rätt. Arbetssättet är väl lämpat för dessa två avsnitt eftersom de behandlar frågeställningar av regelorienterad karaktär.

I uppsatsen har jag även arbetat med att analysera hur regelverket skulle kunna förändras för att motverka problemet med lowballing. I detta avseende har jag utgått från det som Sandgren

---

[11] Peczenik, *Juridikens allmänna läror*, SvJT 2005, s. 249; Nääv & Zamboni, *Juridisk metodlära*, uppl. 3, (2025, Studentlitteratur), s. 25.

[12] Hjertstedt, Beskrivningar av rättsdogmatisk metod: om innehållet i metodavsnitt vid användning av ett rättsdogmatiskt tillvägagångssätt. Red: Mannelqvist, m.fl., i *Festskrift till Örjan Edström*, (2019, Umeå universitet), s. 166; Nääv & Zamboni, *Juridisk metodlära*, uppl. 2, (2018, Studentlitteratur), s. 21.

beskriver som rättspolitisk argumentation, vilket innebär att man analyserar om och hur rätten bör ändras för att bättre tillgodose vissa ändamål eller värderingar.[13] En sådan argumentation utgår från att den befintliga lagstiftningen är bristfällig och används för att motivera förslag till förändringar.[14] Mot denna bakgrund är en rättspolitisk ansats särskilt relevant i förevarande uppsats, då jag lämnar förslag på hur regelverket kan förändras för att motverka lowballing och dess negativa konsekvenser.

Rättspolitisk argumentation kan föras utifrån strikt objektiva utgångspunkter, där författaren undviker att införa egna värderingar.[15] Det är dock inte ovanligt att sådana värderingar ändå påverkar argumentationen vid rättspolitiska överväganden. För att säkerställa en nyanserad analys är det därför viktigt att argumentationen är så objektiv som möjligt samt att relevanta motargument redovisas.[16] Denna ansats har tillämpats i förevarande uppsats.

I avsnitt 4, där det presenteras reformförslag med inspiration från andra rättsordningar, tillkommer även ett komparativt inslag. Ett komparativt inslag innebär att rättsregler och principer i olika rättssystem jämförs för att identifiera likheter och skillnader.[17] Fördelen med detta arbetssätt är att förståelsen för både det egna och andra länders rättssystem fördjupas, vilket i sin tur möjliggör en bredare analys av alternativa reformförslag på aktuella problem.[18] Det är inte ovanligt att rättssystem utvecklas genom att hämta inspiration från varandra, och många svenska regler har sitt ursprung i utländska rättsordningar.[19]

Strömholm skiljer mellan en i princip strikt komparativ metod och en mer illustrativ, översiktlig komparativ ansats.[20] Den strikt komparativa metoden innebär att det utländska rättssystemet analyseras mer djupgående och utförligt, med samma noggrannhet och självständighet som det svenska rättssystemet.[21] Detta är en omfattande och vetenskaplig metod.[22] Alternativet är att tillämpa en mer illustrativ komparativ ansats. Denna kännetecknas

[13] Sandgren, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod, argumentation och språk*, uppl. 5, (2021, Norstedts Juridik), s. 56.
[14] ibid.
[15] Sandgren, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod, argumentation och språk*, s. 57.
[16] ibid.
[17] Nääv & Zamboni, *Juridisk metodlära*, 2025, s. 230.
[18] ibid
[19] Nääv & Zamboni, *Juridisk metodlära*, 2025, s. 231.
[20] Strömholm, *Användning av utländskt material i juridiska monografier, några anteckningar och förslag*, SvJT 1971, s. 253.
[21] ibid, s. 252.
[22] ibid, s. 253.

av att utländska regler analyseras mer översiktligt och främst i syfte att belysa alternativa lösningar på ett problem inom svensk rätt.[23] Analysen av det utländska materialet är därmed inte lika ingående som för den svenska rätten, utan det används främst som inspiration snarare än för en självständig och fullständig analys.

Genom att undersöka hur andra medlemsstater inom EU har lagstiftat i syfte att motverka lowballing har jag kunnat presentera alternativa reformförslag avseende hur den svenska lagstiftningen kan utformas. Jag har även analyserat vilka effekter, både positiva och negativa, sådana förändringar eventuellt skulle kunna få för den svenska aktiemarknaden. Utländska rättssystem har således använts som inspirationskällor för möjliga reformförslag på problemet med lowballing. Det huvudsakliga fokuset i denna uppsats ligger dock på den svenska aktiemarknaden, vilket innebär att arbetssättet inte utgör en strikt komparativ metod utan snarare en illustrativ komparativ ansats.

1.3.1. Användning av AI

AI har länge betraktats som fusk och varit otillåtet vid examinerande moment på universitet. Trots att tekniken är relativt ny har den utvecklats markant de senaste åren. Mot denna bakgrund vill jag lyfta fram AI som ett värdefullt verktyg i uppsatsskrivandet, eftersom det har bidragit till ökad effektivitet och stöttat inlärningsprocessen.

AI har i denna uppsats använts huvudsakligen för två ändamål. För det första har verktyget varit till stor hjälp under inlärningsprocessen. I uppsatsens inledande fas låg fokus på att tillgodogöra sig kunskap om ämnet, vilket innebar att ta del av en stor mängd material på både svenska och engelska samt till viss del även andra EU-språk. AI har underlättat processen genom språköversättningar, men även genom att förklara långa och komplexa textstycken på ett mer lättförståeligt och överskådligt sätt, för att underlätta inlärningen på ett tidigt stadium.

För det andra har AI använts som ett rent språkligt och grammatiskt stöd. AI har givit förslag på alternativa formuleringar för att öka textens tydlighet och läsbarhet, utan att ändra innehållet i den egenformulerade originaltexten. Inte minst har AI varit ett bra verktyg vid

[23] Strömholm, *Användning av utländskt material i juridiska monografier, några anteckningar och förslag*, SvJT 1971, s. 253.

korrekturläsning för att upptäcka exempelvis stavfel och dubbla mellanrum som lätt kan missas av det mänskliga ögat efter upprepade genomläsningar.

Slutligen måste en viktig aspekt lyftas särskilt. Trots att AI kan vara till stor hjälp på många områden måste det noteras att det i högsta grad är viktigt att använda tekniken med ett kritiskt förhållningssätt. Tekniken är fortfarande relativt ny och det händer inte sällan att svaren blir missvisande eller ibland rent felaktiga. Det har därför varit nödvändigt att hela tiden granska och kontrollera informationen.

1.4. Avgränsningar

I uppsatsen görs en geografisk avgränsning till att endast behandla budpliktsregler inom EU:s medlemsstater. Därutöver inkluderas även Storbritannien eftersom landet var medlemsstat under större delen av den period då budpliktsreglerna utvecklades och eftersom EU:s regelverk i stor utsträckning bygger på brittiska regler.[24]

Det ska särskilt noteras att uppsatsen fokuserar på undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden och den problematik kring lowballing som detta undantag ger upphov till.[25] Direktivet innehåller dock flera möjligheter för medlemsstaterna att bevilja undantag från budplikten, vilka i sig kan ge upphov till intressanta och kritiska diskussioner. Dessa övriga undantag kommer dock inte att behandlas inom ramen för denna uppsats. När uppsatsen tar upp "undantaget" så avses alltså undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden.

Eftersom Takeoverdirektivet endast är tillämpligt på bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad, avgränsas uppsatsen till att behandla just dessa bolag. Det grundläggande syftet bakom budpliktsreglerna är att skydda minoritetsägare, vilket gör att analysen och slutsatserna i och för sig skulle kunna vara relevanta även för privata bolag och bolag upptagna till handel på andra multilaterala handelsplattformar, eftersom det även i dessa bolag finns minoritetsägare med skyddsbehov. Det skulle dock vara alltför omfattande att även inkludera en analys av den eventuella problematiken inom den privata sfären, varför detta lämnas utanför ramen för uppsatsen.

[24] Avsnitt 2.1.1.
[25] Art. 5(2) Takeoverdirektivet; 3 kap. 3 § LUA.

1.5. Disposition

Uppsatsen är disponerad i fem avsnitt, vilka tillsammans syftar till att ge en fördjupad förståelse för budpliktsreglerna och problematiken kring lowballing.

I det nästkommande avsnittet, avsnitt två, behandlas det rättsliga ramverket kring budplikt. Här redogörs för Takeoverdirektivets tillkomst, relevanta artiklar och det grundläggande syftet bakom regleringen. Vidare beskrivs hur de svenska reglerna är utformade, bland annat genom lagen om offentliga uppköpserbjudanden (LUA), samt skillnaden mellan budpliktsbud och frivilliga bud.

I det tredje avsnittet behandlas först den kritik som riktats mot budpliktsreglerna och möjligheten till lowballing, där synpunkter från både privata aktörer, Aktiemarknadsnämnden och EU-kommissionen lyfts fram. Därefter fördjupas analysen av själva problemet med lowballing. Begreppet förklaras och det klargörs hur möjligheten uppstår genom nuvarande regelverk. Avsnittet redogör även för hur förfarandet kan gå till på olika sätt beroende på om det sker genom ett frivilligt eller obligatoriskt bud, samt varför detta utgör ett problem.

I det fjärde avsnittet presenteras analysen av möjliga reformförslag som skulle kunna utgöra tänkbara lösningar på problematiken och dess konsekvenser. Avsnittet har ett komparativt inslag, där det undersöks hur andra länder har hanterat liknande utmaningar och vilka åtgärder som skulle kunna införas i Sverige för att motverka lowballing. Vidare analyseras hur dessa reformförslag skulle kunna påverka den svenska aktiemarknaden samt deras respektive för- och nackdelar.

I det femte avsnittet sammanfattas de slutsatser som kan dras utifrån uppsatsens analyser. Avsnittet är strukturerat så att varje frågeställning besvaras separat för ökad tydlighet.

1.6. Kort om begreppsanvändning

För att öka tydligheten i de följande avsnitten är det motiverat att kortfattat klargöra skillnaderna mellan så kallade ”budpliktsbud” och ”frivilliga bud”, eftersom det finns vissa väsentliga olikheter dem emellan som påverkar uppsatsens analys.

Ett budpliktsbud är ett obligatoriskt uppköpserbjudande som en aktieägare är skyldig att lämna till övriga aktieägare när denne passerar den så kallade kontrolltröskeln. Skyldigheten följer av artikel 5(1) i Takeoverdirektivet och har sin motsvarighet i 3 kap. 1 § LUA.

Ett frivilligt bud är däremot ett uppköpserbjudande som kan lämnas på eget initiativ och som, om det riktas till samtliga aktieägare avseende hela deras innehav, omfattas av undantaget i artikel 5(2) Takeoverdirektivet samt 3 kap. 3 § LUA.

2. Budplikt - definition och regelverk

2.1. EU:s Takeoverdirektiv

2.1.1. Kort om Takeoverdirektivet

Den 21 april 2004 antogs Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden. Direktivet blev en produkt av över 15 års förhandlingar och en del av det lagstiftningspaket som EU antog i syfte att harmonisera regleringen av offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden i EU:s medlemsstater.[26] Direktivet har till stor utsträckning inspirerats av Storbritanniens "City Code on Takeovers and Mergers", vilken infördes 1968 och därefter har genomgått ett flertal revideringar.[27] Direktivet reglerar bland annat krav på informationsgivning, principen om likabehandling, offentliggörande av offentliga erbjudanden och inlösenrätt. Av särskild relevans för denna uppsats är dock budplikten vid kontrollförvärv, vilket också utgör en av de mest framträdande effekterna av harmoniseringen.[28]

Takeoverdirektivet utgör ett så kallat "minimidirektiv" vilket innebär att det fastställer vissa minimikrav som medlemsstaterna är skyldiga att uppfylla, men de behöver inte implementera direktivets alla artiklar ordagrant i sin nationella lagstiftning.[29] Det viktiga är i stället att direktivets syften uppfylls. Minimidirektiv är ofta relativt öppet formulerade, varvid det ankommer på medlemsstaterna att närmare precisera och utforma de nationella bestämmelsernas detaljer, vilket följaktligen är fallet för Takeoverdirektivet.[30] Det står även medlemsstaterna fritt att stifta strängare nationella regler än vad direktivet uppställer.[31] Eftersom direktivet ger medlemsstaterna stor handlingsfrihet vid utformningen av nationell lagstiftning har detta lett till att regleringen av budplikt varierar avsevärt mellan medlemsstaterna.

Även om direktivet har främjat ökad förutsebarhet på den europeiska marknaden och i vissa avseenden förstärkt skyddet för minoritetsägare, har det likväl varit föremål för kritik.[32]

---

[26] Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, (2009, Oxford University Press), s. 3; Art. 1 Takeoverdirektivet.
[27] Stattin, *Takeover: Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s 37.
[28] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 6.
[29] Bernitz & Kjellgren, *Europarättens grunder*, JUNO-version 7, (2022, Norstedts Juridik), s. 304.
[30] Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering: Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, (2020, Corporate Governance Forum), s. 148.
[31] ibid.
[32] Sevenius & Örtengren, *Börsrätt*, uppl. 4, (2017, Studentlitteratur), s. 345.

Denna kritik har bland annat framförts av Kommissionen i dess rapport om Takeoverdirektivet från 2012, efter att regelverket varit i kraft under några år, men några direkta ändringar har ännu inte genomförts.[33] En mer utförlig diskussion avseende kritiken förs nedan.

2.1.2. Budplikt - art. 5 Takeoverdirektivet

Budplikt stadgas i artikel 5 i Takeoverdirektivet och föreskriver att:

> *"om en fysisk eller juridisk person till följd av eget förvärv eller förvärv genom personer som handlar i samförstånd med den personen innehar värdepapper i ett bolag som avses i artikel 1.1 och dessa värdepapper, tillsammans med befintligt innehav av dessa värdepapper och innehav hos personer som handlar i samförstånd med den personen, direkt eller indirekt ger den personen en bestämd andel av röstetalet i bolaget varigenom den personen får kontroll över bolaget, skall medlemsstaterna säkerställa att den personen är förpliktigad att lämna ett erbjudande för att skydda minoritetsaktieägarna i bolaget".*

En aktieägare som förvärvat kontroll över ett bolag åläggs således en skyldighet att erbjuda sig att förvärva resterande aktier i bolaget. Budplikten utgör därför en form av kontraheringsplikt, vilket är en mycket omfattande begränsning i den annars rådande avtalsfriheten.[34]

Några centrala aspekter av artikelns rekvisit förtydligas nedan.

2.1.2.1. Kontrolltröskeln

Ett centralt rekvisit i regeln är när "kontroll" anses föreligga. Vilken andel av röstetalet som ska anses utgöra kontroll fastställs i enlighet med respektive medlemsstats bestämmelser.[35]
Trots att direktivet ger länderna utrymme att bestämma ett eget tröskelvärde för kontroll så har de flesta medlemsstaterna bedömt att det uppnås när en aktieägare innehar minst 30

[33] Europeiska Kommissionen, *Rapport från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Unionens Råd och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden*, COM(2012) 347 final, 2012, p. 22.
[34] Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering: Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 309.
[35] Art. 5(3) Takeoverdirektivet.

procent av röstetalet, alternativt 33 procent.[36] Det är intressant att länderna till stor del enhetligt har kommit fram till 30 procent eller 33 procent som en slags standard, eftersom dessa nivåer per se inte har någon särskild rättslig betydelse mer än att 33 procent ibland motsvarar en blockeringsminoritet.[37] Tröskelvärdet om 30 procent har således ingen egentlig rättslig betydelse, men de flesta medlemsstaterna har ändå fastställt i sin nationella reglering att ett bolag anses stå under kontroll när denna nivå uppnås.

2.1.2.2. Budpliktsbudets tidpunkt

Efter att kontroll har uppnåtts av en aktieägare föreskriver direktivet att budpliktsbudet ska lämnas "så snart som möjligt" till alla aktieägare. Även denna tidsaspekt varierar mellan medlemsstaterna.

2.1.2.3. Prissättningen

Det finns även skäl att förtydliga hur priset ska fastställas i ett budpliktsbud. Även om prissättningen är en fråga som ankommer på medlemsstaterna att reglera, uppställer direktivet krav på att budet ska lämnas till ett "skäligt pris".

Vad som enligt direktivet bedöms vara ett "skäligt pris" är som lägst det högsta pris som budgivaren har betalat för aktierna under en period om sex till tolv månader före budet.[38] Detta innebär att om en budgivare har förvärvat aktier under den av medlemsstaten fastställda tidsperioden före lämnandet av budet, ska budpriset fastställas till minst det högsta pris som betalats vid sådant förvärv.[39] Om aktieägaren under den aktuella tidsperioden har förvärvat aktier till olika priser, exempelvis 100, 150 och 200 kronor per aktie, ska budpriset som lägst fastställas till det högsta av dessa priser, det vill säga 200 kronor per aktie.

Detsamma gäller om budpliktsbudet redan har offentliggjorts och ett visst pris har fastställts, men budgivaren därefter, under acceptfristen, förvärvar ytterligare aktier till ett högre pris än det som erbjudits i budet.[40] I en sådan situation är budgivaren skyldig att höja budpriset till det högre pris som betalats för dessa aktier. Detta innebär att om budgivaren har offentliggjort

---

[36] Clerc m.fl., *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, CEPS Paperbacks, ISBN 978-94-6138-234-4, 2012, s. 158, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2187837.
[37] Se exempelvis 7 kap. 42 § ABL som kräver ⅔ av rösterna vilket ger aktieägare som innehar en tredjedel av rösterna möjlighet att blocka vissa beslut.
[38] Art. 5(4) Takeoverdirektivet.
[39] ibid.
[40] Art. 5(4) 2 st. Takeoverdirektivet.

ett budpliktsbud med ett budpris om 200 kronor per aktie, men därefter, innan acceptfristen har löpt ut, förvärvar ytterligare aktier i bolaget till ett pris om 250 kronor per aktie, är budgivaren skyldig att justera budpriset i det offentliga erbjudandet till minst 250 kronor per aktie.

2.1.3. Principer och syften

Trots att Takeoverdirektivet utgör ett minimidirektiv, och medlemsstaterna därför kan stifta nationella regler på olika sätt, måste de vid implementeringen säkerställa att de generella principer som anges i artikel 3 iakttas. En av de principer i artikel 3 som är av särskild relevans i sammanhanget är följande:

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

Principen ger uttryck för den så kallade likabehandlingsprincipen, vilken innebär att samtliga aktieägare ska behandlas lika. Av bestämmelsen kan även utläsas att det ingår ett skydd för minoritetsägare, då det anges särskilt att "övriga värdepappersinnehavare" ska tillförsäkras skydd vid förändring av kontroll i bolaget.[41] Vid implementeringen av direktivet ska därför minoritetsskyddet alltid beaktas.[42]

Det är just minoritetsskyddet som utgör grunden för budpliktsregeln i artikel 5. Även om minoritetsskyddet i Takeoverdirektivet är ganska vagt utformat och inte innehåller några detaljer,[43] så kan det utläsas två delar av skyddet inom budpliktsregleringen. Minoritetsägarna ges via regleringen möjlighet att:

1. Sälja sina aktier till samma pris som den som har avyttrat kontrollposten, vilket normalt inkluderar en premie[44] för kontrollen, och
2. Avyttra sina aktier och lämna bolaget om de inte önskar kvarstå efter kontrollförändringen[45]

---

[41] Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, s. 14.
[42] Stattin, *Takeover: Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s 485.
[43] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 6.
[44] Premie är det extra belopp över aktiens marknadsvärde som budgivaren erbjuder i ett uppköp för att få aktieägarna att sälja. Det gör att ägarna kan få mer betalt än vid en vanlig försäljning.
[45] The Takeover Panel, *Report on the Year Ended 31 March 1991* s.7.

Den första punkten innebär att en majoritetsägare inte kan förvärva sin kontrollpost till ett högre pris än vad som erbjuds övriga aktieägare, utan är skyldig att erbjuda minst samma pris till samtliga.[46] Exempelvis, om majoritetsägaren betalar 100 kronor per aktie för kontrollposten, måste han erbjuda minst 100 kronor per aktie även till övriga aktieägare och kan således inte erbjuda dem ett lägre pris, såsom 90 kronor per aktie. På så sätt säkerställs att alla aktieägare ges möjlighet att sälja sina aktier till ett likvärdigt pris och att ingen missgynnas vid kontrollförändringen. Detta utgör ett bakåtblickande krav, då bedömningen utgår från det pris som kontrollägaren har betalat för aktier under en viss period före kontrollförvärvet. Någon skyldighet att beakta priser vid framtida förvärv efter kontrollövertagandet föreligger inte, utom i de medlemsstater som valt att införa sådana ytterligare regler.[47]

Vad gäller möjligheten att avyttra sina aktier kan det föreligga ett intresse för minoritetsägare att lämna bolaget om de inte delar den nya majoritetsägarens syn på bolagets framtida inriktning eller de beslut som denne fattar. Utan en sådan möjlighet skulle det finnas en risk för att minoritetsägarnas aktier förlorar i värde eller att de hamnar i en ofördelaktig position när en ny majoritetsägare tar över och styr bolaget utifrån egna intressen.[48] Genom budpliktsreglerna ges därför övriga aktieägare rätt att avyttra sina aktier till samma pris som kontrollposten förvärvades för. Denna rätt benämns ofta minoritetsägarnas exitmöjlighet.[49]

2.1.4. Undantag vid frivilligt uppköpserbjudande - art.5(2) Takeoverdirektivet

Direktivet öppnar upp för möjlighet för undantag till budplikt i artikel 5(2). Om kontrollförvärvet har skett genom ett frivilligt erbjudande riktat till samtliga aktieägare avseende hela deras innehav, uppkommer ingen budplikt. Detta är ett ganska logiskt undantag vid närmare eftertanke. Eftersom budpliktsregeln syftar till att skydda minoritetsägare i bolaget, och dessa redan har getts möjlighet att lämna bolaget genom ett frivilligt erbjudande, anses ett ytterligare skydd inte vara nödvändigt.[50]

---

[46] Broneus & Stattin, *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – kommentar och referenser*, (2010, Thomson Reuters Professional), s. 41.
[47] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 23.
[48] ibid, s. 24; Broneus & Stattin, *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – kommentar och referenser*, s. 41.
[49] Broneus & Stattin, *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – kommentar och referenser*, s. 41.
[50] Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, s. 30.

Om undantaget inte hade funnits skulle en aktieägare som redan lämnat ett frivilligt erbjudande till samtliga aktieägare och därigenom passerat kontrollgränsen ändå åläggas budplikt och bli skyldig att lämna ytterligare ett erbjudande till samtliga aktieägare. En sådan ordning, som innebär ett krav på dubbla erbjudanden, skulle vara både orimlig och ineffektiv.

2.1.4.1. Formkrav för frivilliga bud

Det kan noteras att direktivet föreskriver som förutsättning för undantagets tillämplighet att det frivilliga erbjudandet har lämnats i enlighet med direktivets bestämmelser.[51] Det intressanta i sammanhanget är att direktivet inte innehåller några formkrav för frivilliga bud, utöver kravet att erbjudandet ska riktas till samtliga aktieägare och omfatta hela deras innehav.[52] Regler om exempelvis skäligt pris existerar således inte för frivilliga bud, vilket innebär att budgivaren kan erbjuda vilket pris som helst, även ett mycket lågt sådant.

Som påpekats kan ett frivilligt uppköpserbjudande således lämnas vid en tidpunkt då aktiekursen, till följd av tillfälliga marknadsförhållanden eller andra omständigheter, är lägre än normalt. Den enda begränsning budgivaren i praktiken har att förhålla sig till avseende priset är att det måste sättas tillräckligt högt för att övriga aktieägare ska välja att acceptera erbjudandet.[53]

I vissa medlemsstater saknas således formella krav för frivilliga bud. Vissa länder har dock uppställt egna bestämmelser om priset. Dessa kan till exempel innebära att budet måste avse en viss andel av aktierna, att det ska följa reglerna om skäligt pris eller att det måste accepteras av en viss andel av aktieägarna.[54]

2.2. Svensk rätt - LUA och självreglering

Trots att Takeoverdirektivet innebar att alla medlemsstater blev skyldiga att införa regler om bland annat budplikt, hade Sverige faktiskt redan sådana regler på plats.[55] Dessa regler var

[51] Art. 5(2) Takeoverdirektivet.
[52] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 12.
[53] Europeiska Kommissionen, *Rapport från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Unionens Råd och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden*, p. 18.
[54] Clerc m.fl., *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, s*. 62.
[55] Prop 2005/06:140 s. 57.

dock inte lagstadgade utan hade införts genom självreglering av Näringslivets Börskommitté (NBK) redan år 1999.[56] Självreglering utgör inte lag i formell mening, utan består av regler framtagna av marknadsaktörer med praktisk erfarenhet, bland annat för att upprätthålla god sed på den svenska aktiemarknaden. Detta är ett viktigt inslag i regleringen, eftersom dessa aktörer står nära marknaden och har ett stort intresse av att den fungerar väl.[57]

Efter Takeoverdirektivets ikraftträdande lagstadgades de svenska reglerna om budplikt i Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA).[58] Självregleringen är dock fortfarande av stor betydelse, eftersom de reglerade marknadsplatserna har egna regler som kompletterar LUA, såsom de så kallade takeover-reglerna.[59] Självregleringen är också bindande, eftersom bolag som upptas till handel på en reglerad marknad åtar sig att följa de regler, inklusive självreglering, som gäller för marknaden.[60] Hur dessa regler är utformade behandlas i det följande.

2.2.1. Budplikt - 3 kap. 1 § LUA

Motsvarigheten till Takeoverdirektivets artikel 5(1) återfinns i 3 kap. 1 § LUA. Här föreskrivs att den som förvärvar så många aktier att denne uppnår kontroll i ett bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad är skyldig att erbjuda sig att förvärva resterande aktier från övriga aktieägare.[61] Enligt bestämmelsen uppnås sådan kontroll när aktieägaren innehar tre tiondelar (30 procent) av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

2.2.1.1. Kontrolltröskeln

Av 3 kap. 1 § LUA framgår att kontrolltröskeln i svensk rätt är satt till 30 procent, det vill säga att lagstiftaren har bedömt att kontroll uppnås vid denna röstandel. Det har dock inte alltid varit så. När NBK:s regler infördes 1999 låg budpliktsgränsen på 40 procent, och det var först år 2003 som den sänktes till dagens nivå om 30 procent.[62]

---

[56] Näringslivets Börskommitté, som tidigare ansvarade för takeover-reglerna, lades ned år 2010. I samband med detta övertog Kollegiet för svensk bolagsstyrning ansvaret för reglerna. Sedan 2021 har detta ansvar överförts till Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK). https://regelkommitten.se/takeover-regler/historik__24
[57] Aktiemarknadsnämnden, *Om oss*, https://aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnämnden-/om-oss__3597, [hämtad 7 oktober 2025].
[58] Prop 2005/06:140 s, 57; Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, s. 712.
[59] Aktiemarknadsnämnden, *Takeover-regler för reglerade marknade*r, https://aktiemarknadsnamnden.se/takeover-regler/takeover-regler-för-reglerade-marknader-__4913, [hämtad 7 oktober 2025].
[60] 2 kap. 1 § 1 st. LUA; 13 kap. 8 § lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.
[61] Sjöman & Skog, *Takeover-reglerna: En kommentar*, uppl. 7, (2024, Norstedts Juridik), s. 30.
[62] Prop 2005/06:140 s. 92.

Skälet till att man valde att först ha en högre budpliktsgräns var empiriska undersökningar av deltagandet i bolagsstämmor på den svenska aktiemarknaden.[63] I undersökningen kom man fram till att en aktieägare med 40 procent av rösterna i ett bolag ofta kunde utöva ett avgörande inflytande i bolaget. En undersökning av engagemanget vid bolagsstämmor är relevant eftersom endast de aktieägare som deltar och röstar påverkar besluten. Då huvudregeln är enkel majoritet kan en aktieägare med exempelvis relativt få röster i bolaget på en bolagsstämma få en högre röstandel och därmed ett mer avgörande inflytande i de fall stämmodeltagandet är lågt. Det finns alltså ett samband mellan lågt stämmodeltagande och en lägre kontrolltröskel. Undersökningen vid införandet av 40-procentsgränsen visade alltså att deltagandet på svenska bolagsstämmor då motsvarade en kontrolltröskel på omkring 40 procent. Detta var dock många år sedan, och det är inte givet att en undersökning i dag skulle visa samma resultat.

Frågan varför NBK år 2003 valde att sänka kontrolltröskeln till 30 procent är inte helt klarlagd, eftersom någon ny empirisk undersökning som motiverade beslutet inte verkade genomföras. En möjlig förklaring är dock att 30 procent vid denna tidpunkt hade blivit en vanligare nivå internationellt, och att Sverige önskade harmonisera sina regler med omvärlden och stärka sin konkurrenskraft på den internationella marknaden.[64]

När LUA därefter skulle utformas valde lagstiftaren att behålla gränsen vid 30 procent. Redan då fanns det delade meningar om denna nivå. Bland annat framhöll Aktietorget[65] att en sådan sänkning skulle vara alltför sträng mot kontrollägare och i stället förespråkade en höjning till 50 procent. Lagstiftaren delade dock inte denna uppfattning, utan ansåg att gränsen borde stanna vid 30 procent eftersom detta var etablerat i de flesta länder.[66]

2.2.1.2. Budpliktsbudets tidpunkt

När 30-procentsgränsen passeras och budplikt därmed inträder enligt 3 kap. 1 § LUA ska den budpliktige inom fyra veckor lämna ett budpliktsbud som omfattar återstående aktier i bolaget.[67]

---

[63] SOU 2005:58 s. 139.
[64] Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering: Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 352-353.
[65] Aktietorget är numera "Spotlight Stock Market".
[66] Prop 2005/06:114 s. 58.
[67] 3 kap. 1 § 2 p. LUA.

2.2.2. Undantag vid frivilligt uppköpserbjudande - 3 kap. 3 § LUA

I 3 kap. 3 § LUA finns ett undantag för budplikt som motsvarar undantaget i artikel 5(2) i Takeoverdirektivet. Det innebär att den som uppnår tre tiondelar av röstetalet, genom ett offentligt uppköpserbjudande som avser samtliga aktier i bolaget, undantas från budplikt. Efter ett sådant erbjudande kan aktieägaren förvärva aktier fritt.

2.2.3. Prissättningen

Prissättningen i offentliga uppköpserbjudanden regleras inte i LUA utan i takeover-reglerna för de reglerade marknadsplatserna. Dessa regler gäller för bolag vars aktier är upptagna till handel på såväl Nasdaq Stockholm som Nordic Growth Market (NGM)[68], och regelverken är likalydande för de två börserna.[69] Trots att Takeoverdirektivet endast ställer krav på skäligt pris vid budpliktsbud och inte vid frivilliga bud, har Sverige valt att gå längre och låtit prisreglerna i takeover-reglerna omfatta även frivilliga bud.[70] Härnäst redogörs för hur prisreglerna är utformade. Reglerna som redogörs för i de kommande styckena gäller således för såväl frivilliga erbjudanden som sådana som föregåtts av budplikt.

Punkt II.21 i takeover-reglerna innehåller bestämmelser om budplikt. För denna framställning är det särskilt andra stycket som är relevant, där det anges att villkoren, däribland priset, ska anpassas i enlighet med vad som föreskrivs i punkterna II.13 till II.15.

Punkt II.13 reglerar så kallade "föraffärer". En föraffär är ett sådant förvärv som en budgivare har gjort inom sex månader före offentliggörandet av erbjudandet. Sådana föraffärer får inte ske på mer förmånliga villkor än det offentliga uppköpserbjudandet. Om så ändå är fallet måste budpriset höjas till minst samma nivå som i föraffären. Likt många andra av reglerna som redogjorts för så har denna regel sin grund i en likabehandlingsprincip så att ingen aktieägare ska kunna missgynnas.[71] Det är således en sexmånadersperiod före offentliggörandet av ett uppköpserbjudande som är av särskild betydelse att beakta vid sådana transaktioner i Sverige.

---

[68] Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, s. 713.
[69] Aktiemarknadsnämnden, *Takeover-regler för reglerade marknade*r, https://aktiemarknadsnamnden.se/takeover-regler/takeover-regler-för-reglerade-marknader-__4913, [hämtad 9 oktober 2025].
[70] SOU 2005:58 s. 108-109.
[71] Sjöman & Skog, *Takeover-reglerna: En kommentar*, s. 255.

Även så kallade sidoaffärer regleras i takeover-reglerna, vilket avser köp av aktier som genomförs efter att erbjudandet har offentliggjorts, men innan dess att utbetalning av vederlaget enligt erbjudandet har påbörjats. Enligt punkt II.14 får inte heller en sådan affär ske på mer förmånliga villkor än det pris som erbjuds i budet. Om en sidoaffär ändå sker till ett högre pris, måste budpriset höjas till minst samma nivå som i sidoaffären.

Avslutningsvis regleras även affärer som görs under sex månader efter att utbetalningen av vederlaget i ett offentligt erbjudande har påbörjats, så kallade efteraffärer. Punkten II.15 anger att inte heller sådana affärer får ske till mer förmånliga priser än vad som givits i erbjudandet och att de drabbade aktieägarna i så fall ska kompenseras i efterhand.

2.2.3.1. Prissättning i ett frivilligt erbjudande vid avsaknad av referensaffärer

Som nämnts ovan tillämpar Sverige prisreglerna om för-, sido-, och efteraffärer även vid frivilliga uppköpserbjudanden. Dessa kan gemensamt kallas för "referensaffärer". Ibland saknas dock sådana affärer, till exempel när ett frivilligt uppköpserbjudande lämnas utan att några aktier har förvärvats under de sex föregående månaderna och utan att några sido- eller efteraffärer genomförs. I ett sådant fall finns inget pris som kan fungera som utgångspunkt för budpriset och de nämnda prisreglerna blir inte tillämpliga. Då är budgivaren fri att själv bestämma budpriset och därmed sätta det hur högt eller lågt som helst.

3. Lowballing som fenomen

3.1. Vad är lowballing?

Termen "lowball" definieras i Cambridges ordbok som något som ligger på en oskäligt låg nivå.[72] Lowballing kan således sägas beskrivas som ett förfarande där ett oskäligt lågt pris, en kostnad eller en avgift avsiktligen anges i vilseledande syfte.[73] Frågan är hur detta tar sig uttryck inom budpliktsregleringen.

Med utgångspunkt i ovanstående definition kan lowballing inom budpliktsregleringen förstås som en strategi där budgivaren utnyttjar perioder med låga aktiekurser för att lämna ett erbjudande på en så låg nivå att antalet accepter minimeras, samtidigt som kontroll uppnås.[74] Det utmärkande för lowballing är således att priset medvetet hålls lågt. Detta kan bero på flera faktorer, men en vanlig orsak är att det är för kostsamt för budgivaren att förvärva samtliga aktier i bolaget, samtidigt som denne ändå vill uppnå kontroll. Ett sådant lågt bud kan förekomma i olika konstellationer, dels beroende på om budet är frivilligt eller ett budpliktsbud, dels beroende på i vilket land det sker, eftersom medlemsstaterna tillämpar delvis skilda regler.

I det följande avsnittet presenteras först delar av den kritik som denna kringgåenderisk har föranlett från såväl experter och aktörer som Aktiemarknadsnämnden och Europeiska kommissionen. Kritiken tas upp först i avsnittet för att ge läsaren en överblick av problematiken innan framställningen övergår till en mer teknisk genomgång av lowballing. Den efterföljande mer detaljerade framställningen redogör för hur två olika varianter av lowballing-bud kan genomföras.

3.2. Kritik mot regelverket

3.2.1. Aktiemarknadsnämnden

Risken för kringgående av regelverket uppmärksammades redan tidigt av Aktiemarknadsnämnden, bland annat i uttalandet AMN 2009:30. I ärendet väckte bolaget

[72] Cambridge Dictionary, "Lowball", https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/lowball#google_vignette, [hämtad 3 oktober 2025].
[73] Mülbert & Sajnovits, Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies, s. 14 (hänvisat i deras fotnot 1).
[74] ibid, s. 3.

Braganza frågor rörande tolkningen av takeover-reglerna, vilket är en av nämndens centrala uppgifter.[75]

Bakgrunden i ärendet var att Braganza hade förvärvat aktier i Ticket upp till strax under kontrolltröskeln för budplikt, närmare bestämt 29,33 procent av rösterna. Braganza informerade Aktiemarknadsnämnden om att de övervägde att lämna ett frivilligt erbjudande på resterande aktier i Ticket, med avsikt att därefter kunna öka sitt innehav utan att omfattas av budplikt.[76] Braganza begärde att nämnden skulle bekräfta att ett sådant förfarande var möjligt och skulle utesluta budplikt. Därtill önskade de få klarhet i hur det lägsta priset i ett sådant erbjudande skulle bestämmas samt om det fanns ytterligare villkor att beakta utöver de begränsningar som redan gäller för frivilliga bud.

Aktiemarknadsnämnden bekräftade att ett lämnande av ett frivilligt uppköpserbjudande av detta slag skulle utesluta den budplikt som annars skulle uppkomma vid överskridande av tre tiondelar av röstetalet, vilket var i enlighet med Braganzas initiala uppfattning. Även om Braganza genom det frivilliga erbjudandet inte skulle förvärva samtliga aktier i bolaget, men ändå överstiga kontrolltröskeln, stod det dem fritt att därefter öka sitt innehav utan att budplikt uppkommer. Nämnden konstaterade vidare att det inte fanns några ytterligare regler för frivilliga bud utöver de som stadgas i takeover-reglerna, och att de saknade befogenhet att införa några sådana bestämmelser. I stället framhölls att frågan borde uppmärksammas av lagstiftaren och de berörda börserna.

Redan 2009 uppmärksammade alltså Aktiemarknadsnämnden risken för att reglerna om budplikt skulle kunna kringgås genom att först bygga upp ett aktieinnehav strax under kontrolltröskeln och därefter lämna ett frivilligt uppköpserbjudande, vilket möjliggjorde att innehavet därefter kunde ökas fritt utan att budplikt utlöses. Nämnden uppmärksammade således ett potentiellt kryphål i regelverket, men ansåg inte att det låg inom deras befogenhet att täppa till detta.

[75] I.2 Takeover-reglerna.
[76] Detta förfarande avsågs att genomföras eftersom en budgivare som överskrider budpliktsgränsen genom ett frivilligt uppköpserbjudande undantas från budplikt enligt 3 kap. 3 § LUA, men samtidigt får behålla den högre kontrollpost som uppnåtts genom erbjudandet.

3.2.2. EU-kommissionen

Artikel 20 i Takeoverdirektivet föreskriver att kommissionen fem år efter sista dagen för införlivande ska se över direktivet mot bakgrund av de erfarenheter som erhållits vid dess tillämpning och vid behov föreslå en översyn av det. Kommissionens granskning resulterade i en rapport som publicerades 2012.[77]

Kommissionen lyfte, precis som Aktiemarknadsnämnden gjorde redan 2009, att det finns en möjlighet att utnyttja undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden för att kunna slippa att lämna ett obligatoriskt bud till ett skäligt pris.[78] Kommissionen konstaterar att denna fördel för budgivaren uppkommer eftersom direktivet inte innehåller prisregler för frivilliga bud. I sådana fall har budgivaren endast att förhålla sig till att priset sätts så att aktieägarna accepterar erbjudandet. Om budgivaren redan innehar en röstandel strax under tröskelvärdet räcker det därför att ett fåtal aktieägare accepterar det för att tröskeln ska passeras och kontroll uppnås.[79] Det innebär att även ett mycket lågt frivilligt bud kan leda till att tröskelvärdet överskrids och att budgivaren därmed undantas från den obligatoriska budplikten.

I rapporten påpekar kommissionen att vissa länder har stängt möjligheten till kringgående, genom att i nationell lagstiftning föreskriva att ett uppköpserbjudande måste villkoras av att en viss andel av aktieägarna accepterar erbjudandet. Om den lagstadgade acceptnivån inte uppnås kommer de efterföljande förvärven som görs av den nya kontrollägaren att utlösa budplikt.[80] Alternativt skulle även en andra kontrolltröskel kunna förhindra att denna teknik används.[81]

Kommissionen drar således slutsatsen att undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden möjliggör kringgående av budpliktsreglerna.[82] Detta kringgående berövar minoritetsaktieägare möjligheten att lämna bolaget på skäliga villkor eftersom de inte erhåller

---

[77] Europeiska Kommissionen, *Rapport från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Unionens Råd och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden*, COM(2012) 347 final, 2012.
[78] Europeiska Kommissionen, *Rapport från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Unionens Råd och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden*, p. 18.
[79] ibid.
[80] ibid.
[81] ibid, p. 25.
[82] ibid.

någon premie. Även om Kommissionen anser att förfarandet inte strider mot direktivet i strikt mening, eftersom undantaget är uttryckligen medgivet, står det uppenbart i strid med direktivets syfte att skydda minoritetsaktieägare.

Slutligen förklarar kommissionen att den avser att vidta "lämpliga åtgärder" för att avskräcka från detta agerande på EU:s marknad. Detta ska de göra genom exempelvis bilaterala diskussioner med berörda medlemsstater alternativt genom utfärdande av rekommendationer.

3.2.3. Experter

Kringgåendeproblematiken i budpliktsregleringen har även uppmärksammats och kritiserats av personer med koppling till aktiemarknaden. Christophe Clerc och Fabrice Demarigny är två av dem som identifierar undantaget för frivilliga bud i artikel 5(2) i Takeoverdirektivet som ett särskilt problem.[83] Även de menar att regelverket möjliggör kringgående av budplikten där budgivaren slipper erbjuda ett marknadsmässigt pris till övriga aktieägare.

Även Rolf Skog och Erik Sjöman har lyft fram denna kritik, särskilt när de diskuterat kommissionens rapport från 2012. De menar att rapporten framställde budpliktsreglerna som ett "anti-takeover measure" och att vissa av de problem som identifierades i rapporten behöver klargöras, bland annat av rättssäkerhetsskäl.[84] Ett av de problem som avsågs var just skyddet för minoritetsaktieägare vid kontrollskiften. De nämner vidare att kommissionen, med anledning av de brister som identifierades i rapporten, under 2013 genomförde en undersökning där information inhämtades från medlemsstaterna i syfte att bättre förstå den aktuella situationen.[85] Undersökningen bekräftade visserligen bristerna som identifierades 2012, men trots detta fann kommissionen inte skäl att vidta några vidare åtgärder.[86] En uppdaterad undersökning från 2023 visade att de flesta av dessa brister, om inte samtliga, alltjämt består.[87]

I en rapport av Peter O. Mülbert och Alexander Sajnovits riktas omfattande kritik mot regelverket. Rapporten behandlar särskilt fenomenet lowballing, hur detta yttrar sig på

[83] Clerc m.fl., *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation,* s. 61.
[84] Sjöman & Skog, Derogations from the Mandatory Bid Rule, i *Unfinished Business - Two Decades with the EU Takeover Directive*. Red: Emmenegger, Winner, Recalde Castells & Skog, (kommande på Cambridge University Press), s. 169.
[85] ibid, s. 170.
[86] ibid.
[87] ibid.

marknaden samt vilka potentiella reformer som kan motverka de problem som uppstår. De menar att problemet med ett regelverk som tillåter att en ägare uppnår kontroll över ett bolag till ett lågt pris är att det leder till en förmögenhetsöverföring från övriga aktieägare till kontrollägaren.[88] Detta sker eftersom budgivaren, genom att förvärva kontrollen till ett billigt pris, ibland till och med under aktiens verkliga marknadsvärde, berövar minoritetsägarna den premie de annars skulle ha kunnat erhålla vid ett konkurrensutsatt uppköp där det exempelvis finns fler budgivare. Det värde som skulle ha tillfallit minoritetsägarna tillfaller i stället kontrollägaren. De diskuterar även olika potentiella lagstiftningsåtgärder som kan lösa problemet samt de risker som är förknippade med dessa. Till exempel kan utökad reglering ha en avskräckande effekt på hela uppköpsmarknaden, vilket i sin tur kan motverka värdeskapande och effektiva transaktioner.[89] Det handlar därför om en avvägning mellan skyddet för aktieägare och marknadens funktion.

Flera experter inom bolagsrätt och finansrätt har under namnet European Company Law Experts (ECLE) bildat en grupp för att bland annat publicera rapporter om olika ämnen inom europeisk bolagsrätt.[90] År 2013 publicerade ECLE en rapport som svar på kommissionens uttalande om takeoverregleringen från 2012.[91] I rapporten kommenterar ECLE bland annat problemet med lowballing och instämmer i kommissionens bedömning att det är önskvärt att förhindra kringåendemöjligheten, exempelvis genom reglering i form av minimiacceptvillkor.[92] ECLE riktar dock även kritik mot kommissionens hantering av frågan. Kommissionen föreslog att möjligheterna till kringgående skulle diskuteras bilateralt med medlemsstaterna, men därefter gjordes ingenting. ECLE menar att detta inte är ett konsekvent förhållningssätt. Antingen bör kommissionen anse att agerandet utgör en allvarlig urholkning av budpliktsreglerna och då verka för en ändring av lagstiftningen på EU-nivå, eller så är det inte ett problem och då finns det inte heller någon anledning att föra bilaterala diskussioner med medlemsstaterna avseende deras nationella lagstiftning.[93]

---

[88] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 19.
[89] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 32.
[90] European Company Law Experts, *Home*. https://europeancompanylawexperts.wordpress.com, [hämtad 15 oktober 2025].
[91] European Company Law Experts, *The Application of the Takeover Bids Directive (response to the European Commission's Report),* 2013, rubrik 4, https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/the-application-of-the-takeover-bids-directive-response-to-the-european-commisions-report-november-2013/.
[92] ibid.
[93] ibid.

3.3. Analys av kritiken

Efter att ha gått igenom den kritik som riktats mot regelverket kan det konstateras att kritiken omfattar delvis olika frågor. En del fokuserar på att kontroll kan uppnås till ett lågt pris, andra på risken att en budgivare fritt kan köpa fler aktier efter genomfört förfarande och ytterligare röster kritiserar EU-kommissionen för att inte agera trots att de själva erkänt problemet. Även om kritiken delvis varierar finns det dock områden där bred enighet råder bland tillsynsorgan, EU-kommissionen och experter: nämligen att budpliktsregleringens utformning i någon mån möjliggör kringgående av budplikten och att detta inte är i linje med reglernas syften. Sammanfattningsvis pekar kritiken samstämmigt på att den nuvarande ordningen riskerar att undergräva både likabehandling och minoritetsskydd. Hur problemet bör lösas är inte självklart, men det finns en bred enighet om behovet av förändringar, även från kommissionens sida. Trots detta har inga ändringar genomförts.

3.4. Hur tar sig lowballing uttryck på marknaden?

Av kritiken framgår att det finns strategier som en budgivare kan använda sig av för att uppnå kontroll, utan att tvingas förvärva samtliga aktier i bolaget. I det följande redogörs mer ingående för hur detta kan gå till och vilka aspekter som är viktiga att beakta, särskilt med fokus på två huvudsakliga situationer som också exemplifieras fiktivt.

3.4.1. Lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande

Att utnyttja undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden är ett sätt varigenom lowballing kan ta sig uttryck och det är också denna metod som stått i centrum för diskussionen om kringgående av budplikten. I korthet innebär det att budgivaren, vid en taktiskt vald tidpunkt, lämnar ett frivilligt uppköpserbjudande till en så låg prisnivå att endast ett fåtal accepterar, varpå kontroll förvärvas utan att samtliga aktier behöver köpas.[94]

En första förutsättning när ett sådant bud avses lämnas är att budgivaren klarlägger vilka regler som gäller för frivilliga bud i den medlemsstat där målbolaget har sin hemvist.[95] I Sverige gäller exempelvis att om det finns en föraffär begränsas budpriset av prisreglerna,

[94] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s.15.
[95] ibid, s.15-16.

varför budgivaren inte fritt kan sätta ett så lågt pris som denne önskar.[96] Detta innebär att om budgivaren i Sverige avser att lämna ett lowballingbud genom ett frivilligt uppköpserbjudande, kommer denne att avvakta sexmånadersperioden enligt föraffärsregeln för att kunna bestämma priset utan sådana begränsningar.

Timing är ofta avgörande för att en budgivare ska kunna genomföra ett lowballingbud. Budgivaren strävar efter att hålla priset så lågt som möjligt, eftersom syftet inte är att förvärva samtliga aktier och detta ofta inte heller är ekonomiskt möjligt. Målet är i stället att uppnå kontroll och därigenom kunna påverka bolaget i stort.

Mot denna bakgrund lämnas sådana bud vanligen under perioder med ovanligt låg aktiekurs, så att den begränsade premie som budgivaren ändå lämnar framstår som acceptabel och får ett fåtal aktieägare att acceptera. Rent teoretiskt kan budgivaren sätta ett budpris även under aktuell marknadskurs, men ett sådant pris framstår tydligt som oförmånligt och även en mindre insatt aktieägare förstår det. I ett sådant scenario kommer ingen aktieägare att acceptera budet, och syftet att uppnå kontroll går därmed förlorat. I praktiken läggs budet i en tillfällig marknadssvacka med en premie som vid en första anblick kan förefalla rimlig, men som i förhållande till normala kursnivåer i själva verket är mycket låg.[97] Kontrollägarens vinst realiseras först i den efterföljande kursåterhämtningen, vilket förutsätter att budet lämnades under en period med låg kurs. Kontrollägaren tillgodogör sig uppgången, medan de som sålde i budet går miste om den. Detta är ett konkret exempel på hur regelverket, till följd av dessa brister, misslyckas med att skydda minoritetsägare. Det är denna effekt som ofta lyfts i kritiken. Timingen blir därmed central för att denna mekanik ska få genomslag.

En annan aspekt som budgivaren måste beakta är vilken röstandel som innehas innan det frivilliga budet lämnas. Även här kan budgivaren agera strategiskt. Vanligt är att budgivaren dessförinnan köper fler aktier och på så sätt positionerar sig på en röstandel som ligger nära 30 procent (så kallad “creep in”).[98] Ju närmare 30 procent budgivaren ligger, desto färre aktieägare behöver acceptera det mycket låga budet för att kontroll ska uppnås. Det är visserligen fullt möjligt att lämna ett frivilligt uppköpserbjudande när budgivaren inte äger en enda aktie och har 0 procent röster i bolaget, men i regel blir det då mycket svårt att erhålla

[96] Avsnitt 2.2.3.
[97] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s.16.
[98] ibid, s.15.

kontroll genom ett lågt bud. Om budgivaren startar i en position från 0 måste 30 procent av aktieägarna acceptera budet, vilket typiskt förutsätter ett högre bud, och då är det inte längre fråga om lowballing.

I sammanhanget bör även betonas det som tidigare sagts om tidpunkten för föraffärer. Som nämnts ovan behöver budgivaren ligga strax under 30 procent, men samtidigt måste beaktas att sådana affärer i Sverige ligger till grund för prisregleringen. Det bör därför återigen understrykas att denna stegvisa uppbyggnad måste följas av en period om sex månader utan aktieköp för att upplägget ska fungera.

Om budgivaren får ett fåtal aktieägare att acceptera budet och därmed passera kontrolltröskeln blir budgivaren kontrollägare utan att budplikten aktualiseras. Undantaget är ju till för just detta: att budplikten ska bortfalla. I praktiken innebär detta i Sverige att kontrollägaren därefter kan köpa ännu fler aktier till valfritt pris och vid valfri tidpunkt, utan att ytterligare budplikt aktualiseras. Det är dock viktigt att på nytt betona de svenska prisreglerna. I detta skede är regeln om efteraffärer den relevanta.[99] Detta medför att aktörer ofta avstår från ytterligare köp under sexmånadersperioden från det att utbetalning av vederlaget i erbjudandet har påbörjats, eftersom priset i det frivilliga budet annars måste höjas till minst priset i en sådan efteraffär. Om marknaden under sexmånadersperioden återhämtar sig och priserna stiger, kan priset i en efteraffär på grund av detta överstiga det ursprungliga budpriset i det frivilliga erbjudandet, varvid kontrollägarens prisfördel går förlorad. Efter denna sexmånadersperiod utan transaktioner är kontrollägaren fri att handla vidare.[100]

På den svenska aktiemarknaden kan det således noteras tre centrala komponenter som möjliggör lowballing via undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden: timing i form av en tillfällig marknadssvacka, en stegvis positionering till strax under 30 procent samt en prissättning som minimerar antalet accepter men ändå möjliggör att kontrolltröskeln passeras. Även om dessa komponenter inte är helt enkla att koordinera i praktiken är strategin åtminstone i teorin fullt genomförbar, vilket innebär att den relativt generösa undantagsregeln innebär en faktisk möjlighet till lowballing. När dessa aspekter beaktas och referensaffärer

[99] Avsnitt 2.2.3.
[100] European Company Law Experts, *The Application of the Takeover Bids Directive (response to the European Commission's Report)*, rubrik 4.

saknas, ges budgivaren fullständig frihet att välja tidpunkt och pris vilket leder till att budgivaren har möjlighet att kringgå regelverket.

Undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden motiveras, som nämnts ovan, av att aktieägarna redan har getts en möjlighet att överlåta sina aktier till den blivande kontrollägaren. Om det finns en risk att denna möjlighet utnyttjas på ett sätt som förändrar dess innebörd, vilket nu har konstaterats, uppstår uppenbara brister i regleringen. Visserligen har aktieägarna getts möjlighet att avyttra sina aktier, men som visats kan ett sådant upplägg vara oförmånligt för övriga aktieägare. Detta är en brist och riskerar att urholka syftet med budpliktsreglerna, varpå den omfattande kritik som riktats mot regeln framstår som fullt befogad.

3.4.1.1. Lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande: exempel

För att belysa hur förfarandet kan gå till lämnas nedan ett exempel på hur en budgivare kan utnyttja undantaget på den svenska marknaden.

Aktieägare X innehar 29,9 procent av rösterna i Bolag A. X har under en tid byggt upp sitt innehav till strax under kontrolltröskeln, eftersom X inte har ekonomisk möjlighet att förvärva samtliga aktier men vill ha en stark position i bolaget. Aktiekursen har under normala förhållanden legat omkring 100 kronor per aktie, men under en marknadssvacka med anledning av covidpandemin har kursen fallit till 50 kronor. X ser en möjlighet att passera kontrolltröskeln utan att betala ett pris som motsvarar normalnivån och lämnar därför ett frivilligt uppköpserbjudande på 60 kronor per aktie. De förvärv som byggt upp innehavet till strax under kontrolltröskeln har genomförts tidigare än sex månader tillbaka, varför priset inte behöver anpassas enligt reglerna om föraffärer. Erbjudandet innehåller således en premie om 10 kronor, men priset är trots allt mycket lågt i förhållande till kursens normalnivå.

Ett fåtal aktieägare accepterar trots allt budet, motsvarande 0,6 procent av aktierna, varpå X når 30,5 procent av rösterna och således passerar kontrolltröskeln. Budplikt aktualiseras inte eftersom förfarandet omfattas av undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden. Därefter avvaktar X den sexmånadersperiod som följer från det att utbetalning av vederlaget i erbjudandet påbörjats, för att undvika att efteraffärsregeln tvingar upp budpriset. När marknaden senare återhämtat sig och kursen åter närmar sig 100 kronor, kan X, efter utgången av sexmånadersperioden, köpa ytterligare aktier på marknaden utan att budplikt

aktualiseras. Utfallet blir att vissa aktieägare sålt till 60 kronor genom budet, medan andra senare kan sälja till högre priser.

3.4.2. Lowballing genom ett budpliktsbud

Även om lowballing genom budpliktsbud har varit mindre uppmärksammad än utnyttjandet av undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden, finns det likväl en möjlighet att förvärva kontroll till ett lågt pris även på detta sätt.[101] Fokus ligger i stället på att budgivaren, genom ett köp av en aktiepost, passerar kontrolltröskeln till ett mycket lågt pris, det vill säga genom en strategiskt låg föraffär.[102] Enligt huvudregeln utlöses då budplikt och budgivaren ska inom fyra veckor lämna ett budpliktsbud till övriga aktieägare.[103] Poängen är att priset i budpliktsbudet, till följd av föraffären, kan läggas på en så låg nivå att det i praktiken blir ointressant för övriga aktieägare att acceptera budet. Förfarandet utgör således ett sätt att utnyttja budpliktsregleringen som inte är förenligt med reglernas tilltänkta syften.

I detta sammanhang är budgivarens utgångsposition inte av lika stor vikt som vid lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande. Detta beror på att det är budgivaren själv som har kontroll över affären. Om denne innehar 29 procent av rösterna räcker det att köpet består av en mindre aktiepost, men om budgivaren i stället innehar 0 procent av rösterna så måste aktieposten vara betydligt större för att denne ska lyckas passera kontrolltröskeln. Även om utgångspositionen inte är lika kritisk är det givetvis en förutsättning att det finns någon aktieägare som vill överlåta en aktiepost till den blivande kontrollägaren. I det avseendet är sannolikheten större att det finns några få aktier tillgängliga än att det finns ett större block att köpa till ett lågt pris. Så länge aktier finns till försäljning kan budgivaren själv utlösa budplikt genom en enkel transaktion.

Till skillnad från lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande ligger fokus här inte längre på att undkomma budplikten, utan på att genomföra transaktionen till ett så lågt pris som möjligt, så att den oundvikliga budplikten framstår som mindre attraktiv för övriga aktieägare.[104] För att detta ska vara möjligt behöver budgivaren, precis som vid lowballing genom ett frivilligt uppköpserbjudande, beakta timingen av den transaktion som fungerar som

[101] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s.14.
[102] ibid.
[103] Med huvudregeln menas i sammanhanget 3 kap. 1 § LUA som har sin grund i 5(1) Takeoverdirektivet.
[104] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s.15.

föraffär.[105] Om marknaden befinner sig i en svacka och kursen har sjunkit, ökar sannolikheten att budgivaren kan hitta en aktieägare som är villig att sälja till ett lågt pris i förhållande till den normala kursnivån. Det behöver dock inte nödvändigtvis vara fråga om en generell marknadssvacka. Det avgörande är att det finns en aktieägare som är villig att sälja sina aktier till ett lågt pris. I vissa fall kan aktieägare vara pressade att sälja sina aktier, exempelvis till följd av privata ekonomiska svårigheter, och då kan de vara nöjda med att överhuvudtaget kunna genomföra en försäljning. Ett sådant scenario, där en aktieägare befinner sig i ekonomiskt trångmål, är givetvis svårt att planera inom ramen för detta upplägg. Den mest gynnsamma timingen för en budgivare som vill förvärva aktier till ett lågt pris är därför sannolikt under en period av allmänt sjunkande aktiekurser, såsom under pandemin.

Intressant i sammanhanget är att marknaden kan röra sig snabbt. Om budgivaren lyckas genomföra en föraffär till ett lågt pris kan kursen därefter, inom den fyraveckorsfrist då budpliktsbudet ska lämnas, ha återhämtat sig. I så fall framstår budpliktsbudet som ännu mindre förmånligt och kan i praktiken bli ointressant för övriga aktieägare, vilket är just vad budgivaren eftersträvar vid lowballing.

Precis som vid lowballing genom undantaget för frivilliga uppköpserbjudanden måste budgivaren även i detta fall beakta efteraffärsreglerna för att undvika att tvingas höja budet. Efter utgången av sexmånadersperioden står det budgivaren fritt att öka sitt innehav. En annan gemensam nämnare för de två förfarandena är den negativa påverkan på minoriteten. Även genom denna variant av lowballing ges de övriga aktieägarna en exitmöjlighet. Budgivaren kan dock sätta priset så lågt att ingen premie, eller en mycket låg sådan, erbjuds, vilket gör att erbjudandet i praktiken framstår som oförmånligt och därför inte accepteras. Situationen blir därmed sådan att minoritetsägarna riskerar att tvingas välja mellan att sälja till ett oskäligt lågt pris eller att stanna kvar i ett bolag där de saknar förtroende för kontrollägaren. Samtidigt som en säljande minoritetsägare går miste om en eventuell premie tillgodogör sig kontrollägaren värdeökningen när aktiekursen återhämtar sig. Regleringen är således utformad så att minoriteten skyddas de jure, men inte de facto, vilket utgör en brist i det nuvarande regelverket.

[105] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s.15.

3.4.2.1. Lowballing genom ett budpliktsbud: exempel

I detta exempel innehar aktieägaren X 20 procent av rösterna i bolaget A. X ser betydande potential i A och vill gärna få kontroll i bolaget men har inte ekonomisk möjlighet att köpa alla aktier. Under en pandemirelaterad marknadssvacka har kursen sjunkit kraftigt till 100 kr, från ett normalläge kring 200 kr. Detta gör att X ser sin chans att till låg kostnad ta kontroll över bolaget. X genomför därför ett köp på börsen på så många aktier att röstandelen stiger till 31 procent. Köpet görs till ett pris på 105 kr per aktie. Eftersom X nu passerat kontrolltröskeln drabbas X av budplikt. X har inte, utöver det nyss nämnda förvärvet, köpt aktier i bolaget på flera år och därför utgör detta kontrollförvärv en föraffär som sätter minimipriset i budpliktsbudet.

Eftersom X inte önskar att budet accepteras fastställs priset i budpliktsbudet till 105 kr per aktie och budet lämnas till övriga aktieägare inom fyra veckor från kontrollförvärvet. Mot bakgrund av att den normala kursnivån ligger kring 200 kr är det endast ett marginellt antal aktieägare som accepterar budet på 105 kr per aktie. Därefter har X fullgjort sin budpliktsskyldighet och kan, med beaktande av efteraffärsregeln, förvärva fler aktier utan att budplikt på nytt aktualiseras.

3.4.3. Gemensamma efterföljande aspekter

Om en budgivare lyckats med ett lowballingbud och därmed förvärvat kontroll i bolaget till ett lågt pris, är denne, som redan nämnts ovan, enligt gällande svenska regler helt fri att förvärva fler aktier vid valfri tidpunkt och till valfritt pris. Detta kan problematiseras i flera avseenden.

För det första uppstår ett koncernförhållande när kontrollägaren passerar 50 procent av röstetalet, förutsatt att kontrollägaren är ett aktiebolag.[106] När kontrollägaren på eget bevåg förvärvar ytterligare aktier och når över denna nivå blir kontrollägaren att betrakta som moderbolag och målbolaget som dotterbolag. För minoritetsägare som inte förutsett detta kan konsekvensen vara betungande, bland annat eftersom ett sådant koncernförhållande i praktiken ofta medför ett informationsmässigt övertag för kontrollägaren.[107] I förhållande till lowballing är detta problematiskt eftersom minoritetsaktieägare vid ett skäligt prissatt

[106] 1 kap. 11 § ABL.
[107] Näringslivets Börskommitté, *Hemställan om ändring i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, dnr: Ju2009/8381/L1, s 2.

budpliktsbud eller frivilligt uppköpserbjudande ges en rättvis möjlighet att lämna bolaget om de inte vill behålla sina aktier vid kontrollskiftet. Om kontrollägaren i stället ägnar sig åt lowballing och endast erbjudit minoritetsägarna ett mycket lågt bud, begränsas minoritetsägarnas möjlighet till utträde ur bolaget. Det är därför problematiskt att kontrollägaren är fri att öka sitt innehav utan begränsning.

För det andra aktualiseras frågan om beslutsmajoriteter. I Sverige gäller som huvudregel enkel majoritet, det vill säga att den mening som får mer än hälften av de avgivna rösterna på bolagsstämman blir gällande.[108] För vissa beslut gäller dock särskilda majoritetskrav, och ett exempel är att det som huvudregel krävs att ändringar av bolagsordningen röstas fram av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädda aktierna (kvalificerad majoritet).[109] Här blir alltså både 50 procent och två tredjedelar relevanta trösklar i sammanhanget, vilket kan kopplas till att en aktieägare som utnyttjat bristerna i budpliktsregleringen ensidigt kan bygga upp sitt innehav till dessa nivåer. Genom att uppnå en sådan nivå kan kontrollägaren fatta viktiga beslut helt på egen hand, utan att minoriteten har möjlighet att blockera besluten om den inte delar kontrollägarens uppfattning.[110] Detta är också intressant mot bakgrund av att Sverige historiskt har haft ett relativt lågt stämmodeltagande.[111] Eftersom det vid röstning tas hänsyn till det antal röster som är representerade på stämman, och inte till bolagets totala antal röster, är det inte sällan så att en aktieägares röstandel på stämman faktiskt kan vara högre än vad den vanligtvis är sett till det totala antalet aktier. En aktieägare som baserat på bolagets totala antal aktier endast har en minoritet av rösterna kan vid en stämma med lågt deltagande i praktiken få ett större inflytande och därmed större faktisk kontroll i vissa frågor. Detta är en följdproblematik som bör uppmärksammas.

Mot bakgrund av detta är det viktigt att belysa hur konkurrensen påverkas, eftersom det i sin tur påverkar aktieägarna. Ju fler som vill investera, det vill säga ju hårdare konkurrens om aktierna, desto bättre är det för befintliga aktieägare eftersom priset då tenderar att öka. Genom att ha en ordning som möjliggör för budgivare att säkra kontrollen till ett mycket lågt pris och därefter fritt öka sitt innehav, och därmed sin kontroll, minskar sannolikt antalet

[108] 7 kap. 40 § ABL.
[109] 7 kap. 42 § ABL.
[110] European Company Law Experts, *The Application of the Takeover Bids Directive (response to the European Commission's Report),* 2013, rubrik 4.
[111] Statistik saknas dock över stämmodeltagande i Sverige i nutid.

konkurrerande bud från andra potentiella budgivare.[112] Om det finns en kontrollägare med stor röstandel riskerar potentiella investerare att avstå från att investera i bolaget, eftersom de är medvetna om att möjligheten att påverka bolagsstyrningen är ytterst begränsad. Ofta får minoritetsägare acceptera att de har ytterst begränsade påverkansmöjligheter när det finns en kontrollägare[113] och få lär därför vilja sätta sig i den positionen när dessa förutsättningar är kända redan på förhand. Konkurrensen är således väsentlig för att aktiernas värde ska kunna öka, vilket är positivt för samtliga aktieägare och brist på sådan konkurrens riskerar därmed att minska aktiernas värde.[114]

Det är också viktigt att notera att om kontrollägaren säljer en del av sitt innehav och på grund av detta får en röstandel som på nytt understiger kontrolltröskeln så kommer budplikt utlösas ytterligare en gång om denna därefter förvärvar aktier som överstiger 30 procent. Budplikten är ju tröskelbaserad och inträder varje gång någon passerar över 30 procent oavsett hur kontrollen förvärvats tidigare. Det är i princip riskfritt för en kontrollägare att öka sitt innehav, men en minskning sker normalt med större försiktighet för att undvika en andra budplikt. En kontrollägare försöker därför som regel behålla sin röstandel över kontrolltröskeln när den väl har passerats.

3.5. Konsekvenser av budpliktsregleringens utformning

Även om tillvägagångssättet för de två olika varianterna att bedriva lowballing skiljer sig åt, är ändå målet för dem båda detsamma: förvärva kontroll till ett lågt pris. Enligt ovanstående redogörelser framgår det att regleringens utformning öppnar upp för denna typ av kringgående, vilket leder till att minoriteten inte erhåller det skydd som budplikten var avsedd att tillförsäkra.

Minoriteten påverkas således negativt på flera sätt. För det första har det konstaterats att minoritetsägare drabbas negativt ekonomiskt på grund av förmögenhetsöverföringen från dem till kontrollägaren. Detta sker genom att minoriteten går miste om en eventuell premie, medan kontrollägaren tillgodogör sig en värdeökning när aktiekursen återhämtar sig. För det andra riskerar konkurrensen på marknaden för företagskontroll att hämmas. Detta är en viktig

[112] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s. 32.
[113] Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering: Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 329.
[114] Näringslivets Börskommitté, *Hemställan om ändring i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, s 2.

aspekt då avsaknad av investeringsvilja kan påverka aktiens värde negativt. För det tredje medför ordningen att övriga aktieägare i praktiken saknar en reell exitmöjlighet, eftersom priset inte återspeglar någon marknadsmässig premie. Detta innebär att även aktieägare som vill lämna bolaget tvingas stanna kvar av ekonomiska skäl. För det fjärde finns en efterföljande risk för minoriteten när lowballing-förfarandet har avslutats, i form av att kontrollägaren kan fritt öka sin röstandel och därigenom i praktiken blockera minoriteten i viktiga beslut i bolaget. Det är visserligen logiskt att ökat ägande medför ökat inflytande eftersom kontrollägaren tar en större kapitalrisk. Samtidigt bygger den principen på andra bolagsrättsliga överväganden, och bör därför inte påverkas av hur budpliktsregleringen kan uppfyllas genom ett lågt bud.

Det kan alltså konstateras att budpliktsregleringens utformning ger upphov till vissa problem för minoritetsägare. I stället för att främja en rättvis budprocess förskjuts incitamentstrukturen mot att tajma tillfälliga kursnedgångar och strukturera affärer för att hålla priset lågt och minimera acceptans. Detta urholkar syftet med budpliktsregleringen, det vill säga likabehandling och minoritetsskydd. Mot denna bakgrund är det önskvärt att förhindra möjligheten till lowballing och därigenom öka skyddet för övriga aktieägare.

4. Reformförslag

Det har ovan konstaterats att det finns uppenbara brister i regelverket som möjliggör utnyttjande på minoritetsägarnas bekostnad i flera hänseenden. Detta är ett problem i många EU-länder, däribland Sverige (vilket visats ovan). Medlemsstaterna har dock rätt att, utöver de krav som anges i Takeoverdirektivet, införa ytterligare regler som instrument för att skydda målbolagets aktieägares intressen. Gränsen för medlemsstaternas reglering går dock vid att de inte får "försvåra ett normalt genomförande av erbjudandet."[115]

Problemet med lowballing har delvis sin grund i Takeoverdirektivets utformning, men medlemsstater kan likväl motverka möjligheten till lowballing på olika sätt genom nationell lagstiftning. Det finns flera länder som de facto har infört sådana regler. Detta avsnitt har därför ett komparativt inslag i syfte att belysa hur andra länder har utformat sina rättsregler och vilka av dessa som kan vara relevanta för Sverige att överväga att hämta inspiration från. För respektive förslag analyseras vilka för- och nackdelar det kan innebära för den svenska aktiemarknaden att införa en liknande reglering. Detta är relevant för att bedöma möjligheterna att stärka minoritetsskyddet, i linje med Takeoverdirektivets syfte, vilket bevisligen riskerar att urholkas genom lowballing. Ett bristande minoritetsskydd kan på längre sikt påverka förtroendet för hela aktiemarknaden varför det är viktigt att undersöka reformförslag som eventuella lösningar på problemet. För att upprätthålla stöd för budpliktsreglerna och deras ställning som minoritetsskydd finns det därför anledning att undersöka reformförslag som begränsar möjligheten att kringgå dem.[116] Uppsatsen har hittills behandlat hur gällande rätt ser ut (de lege lata) och ska nu övergå till förslag på hur gällande rätt i stället kan förändras (de lege ferenda).[117]

4.1. En andra kontrolltröskel

4.1.1. Reformförslagets innebörd

Ett förslag som potentiellt kan lösa problemet med lowballing är införandet av en "andra kontrolltröskel", vilket innebär att budplikt inte endast utlöses när en aktieägare passerar 30 procent av röstetalet i bolaget, utan även vid en högre procentnivå. Det innebär således en tvåstegsbudplikt.

---

[115] Art. 5(6) Takeoverdirektivet.
[116] Hopt, *European Takeover Regulation Reform*, ECGI Law Working Paper No. 284/2015, 2015, s. 178, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2553998.
[117] Lagen.nu., *De lege ferenda*, https://lagen.nu/begrepp/De_lege_ferenda, [hämtad 20 oktober 2025].

Detta är ett förslag som tidigare presenterats som ett eventuellt reformförslag för att motverka lowballing genom budpliktsreglerna, bland annat av EU-kommissionen.[118] I svensk kontext är det intressant att ett förslag om en andra kontrolltröskel lades fram av Näringslivets Börskommitté (NBK) redan 2009, som senare avskrevs av regeringen.[119] I det kommande avsnittet redogörs för hur ett sådant andra tröskelvärde har implementerats i andra medlemsstater, hur det svenska förslaget från 2009 var utformat, remissinstansernas synpunkter, för- och nackdelar med en sådan ordning, samt avslutningsvis en bedömning av om reformen skulle motverka lowballing och därmed utgöra en ändamålsenlig lösning på problemet.

4.1.2. Regleringen i andra medlemsstater

För att få inspiration till en väl underbyggd lösning är det ändamålsenligt att studera hur andra länder har hanterat frågan. Både Storbritannien och Finland har infört regler om ytterligare budpliktsgränser, men reglerna skiljer sig åt i vissa avseenden. Finland har ett uttryckligt andra kontrolltröskelvärde, medan Storbritannien saknar ett formellt sådant och i stället tillämpar regler om successiv budplikt inom ett tröskelintervall.

Finland har valt att införa en formell andra budpliktsgräns vid 50 procent.[120] De har fortfarande ett krav på budplikt när en aktieägare passerar 30 procent av röstetalet, precis som i Sverige, men har således därtill en motsvarande budpliktsskyldighet även vid passering av 50 procent av röstetalet.[121] Denna tvåstegsbudplikt har funnits sedan 2006 och har motiverats på flera sätt. Bland annat konstaterades att många noterade bolag i Finland redan hade kontrollägare som innehade mer än 30 procent av röstetalet.[122] Med andra ord hade Finland en relativt hög ägarkoncentration. Att endast ha budplikt vid 30 procent skulle därför ha begränsad betydelse, eftersom dessa befintliga kontrollägare inte skulle träffas av budpliktsregeln. I ett sådant fall hade budpliktens syfte att skydda minoritetsägare inte uppnåtts, varpå en extra tröskel vid 50 procent bedömdes motiverad. Tröskeln på 50 procent

[118] Europeiska Kommissionen, *Rapport från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Unionens Råd och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden*, p. 25.
[119] Justitiedepartementet, Regeringsbeslut – *Avskrivning av ärendet om ändring av reglerna om budplikt i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden* (Ju2009/8381/L1), 2012.
[120] Van Hooghten, The *European Takeover Directive and its Implementation*, s. 255.
[121] 11 kap. 19 § Värdepappersmarknadslagen 746/2012 (Finland).
[122] Regeringens proposition till riksdagen RP 6/2006 (Finland), s. 43.

bedömdes vidare vara relevant eftersom en aktieägare i praktiken då kan utöva ett bestämmande inflytande på bolagsstämman.[123]

Även Storbritannien har infört regler som innebär efterföljande budplikt, men inte i form av en exakt kontrolltröskel såsom Finland, utan i stället genom en gradvis budpliktsskyldighet.[124] Det finns fortfarande en initial budpliktsskyldighet när någon aktieägare passerar 30 procent av röstetalet. Skillnaden är att när aktieägaren väl har kommit över 30 procent så utlöser varje efterföljande förvärv upp till 50 procent budplikt återigen.[125] Budplikten är alltså utformad i flera successiva steg. Detta kan ses som ett sätt att fånga upp att en aktieägares faktiska inflytande kan fortsätta öka mellan 30 och 50 procent även efter att den första kontrollnivån passerats.

Både Finland och Storbritannien har alltså infört kompletterande budpliktsregler till den gemensamma 30-procentsgränsen. Det är viktigt att nämna att det gemensamma motivet för dessa regler är i grunden att skydda minoritetsaktieägare, och att inget i sammanhanget uttryckligen berör lowballing. Ländernas motivering till den utökade budplikten kan dock ändå ha betydelse för en diskussion om möjliga lösningar på dagens problem med lowballing.

4.1.3. Reformförslaget 2009

Det nämndes inledningsvis att NBK lade fram ett förslag om en andra budpliktsgräns redan 2009 men att regeringen avskrev ärendet.[126] Förslaget gick ut på att Sverige, precis som Finland, skulle lagstifta om en fast andra budpliktsgräns när en aktieägare passerade 50 procent av bolagets röster.

I sin hemställan lyfter NBK att budpliktsreglerna syftar till att skydda övriga aktieägare vid ett kontrollägarskifte och att detta sker genom att aktieägarna ges möjlighet att lämna bolaget samtidigt som de ges möjlighet att ta del av den premie som förvärvaren eventuellt erlägger för kontrollen över bolaget.[127] NBK menar vidare att minoritetsägarnas ställning inte bara förändras när 30-procentsgränsen passeras, utan även när en kontrollägare ökar sitt innehav

[123] Regeringens proposition till riksdagen RP 6/2006 (Finland), s. 43.
[124] Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, s. 772.
[125] Artikel 9(1), The Takeover Code (Storbritannien).
[126] Justitiedepartementet, Regeringsbeslut – *Avskrivning av ärendet om ändring av reglerna om budplikt i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden* (Ju2009/8381/L1), 2012.
[127] Näringslivets Börskommitté, *Hemställan om ändring i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, s. 1.

till över hälften av röstetalet i bolaget.[128] Detta är i stort sett samma resonemang som fördes vid införandet av Storbritanniens successiva budplikt.[129] Vidare lyfter kommittén att när en aktieägare innehar ett så högt röstetal är det i princip uteslutet att det uppstår konkurrens om kontrollen i bolaget, vilket i sin tur kan påverka värdet på aktierna.[130] De nämner även att det vid 50 procent av rösterna uppkommer ett koncernförhållande mellan förvärvaren (moderbolaget) och målbolaget (dotterbolaget) inom svensk rätt, vilket kan medföra att minoritetsägarna befinner sig i ett informationsunderläge.[131] NBK menade att en kompletterande 50-procentsgräns i praktiken skulle komma att träffa ägare som innehade mer än 30 procent av rösterna redan innan den initiala 30-procentsgränsen för budplikt infördes. Utöver det skulle det även träffa aktieägare som antingen genom ett frivilligt uppköpserbjudande och ett budpliktsbud hade förvärvat över 30 men högst 50 procent av rösterna i ett bolag.[132] Sammanfattningsvis menade NBK att en ytterligare budpliktströskel vid 50 procent skulle öka minoritetsskyddet och förtroendet för den svenska aktiemarknaden.

Många marknadsaktörer lämnade in remissyttranden på detta förslag med blandade åsikter. Noterbart är att, trots att regeringen avfärdade förslaget, fanns det en hel del remissinstanser som var positivt inställda till förslaget. En av dessa var Aktiemarknadsnämnden som delade uppfattningen att en regel om budplikt vid 50 procent av röstetalet skulle stärka förtroendet på aktiemarknaden och att den dessutom utan nämnvärda problem skulle kunna införas på den svenska aktiemarknaden.[133] Även Finansinspektionen och Svenskt Näringsliv var positiva till förslaget. Svenskt Näringsliv uttalade vidare att denna regel skulle kunna få en positiv effekt på konkurrensen som i princip utesluts när en kontrollägare innehar 50 procent av rösterna och att det på så sätt skulle stärka minoritetsskyddet.[134]

Några som inte var lika positiva till förslaget var Nasdaq. De hade visserligen ingen erinran mot förslaget, men de var inte av åsikten att förslaget skulle leda till ökat förtroende på

[128] Näringslivets Börskommitté, *Hemställan om ändring i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, s. 1.
[129] Avsnitt 4.1.2.
[130] Näringslivets Börskommitté, *Hemställan om ändring i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, s. 2.
[131] ibid.
[132] ibid.
[133] Aktiemarknadsnämnden, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-03).
[134] Finansinspektionen, *Remissyttrande över [Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt]*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-12); Svenskt Näringsliv, *Remissyttrande över [Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt]*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-09).

marknaden och att man i stället skulle se över budpliktsreglerna i sin helhet.[135] Å andra sidan ställde de sig mycket positiva till att harmonisera reglerna med andra nordiska länder, exempelvis Finland. De varnade dock för att en andra kontrolltröskel skulle kunna få en negativ påverkan på omsättningsintresset eftersom det skulle göra processen både dyr och utdragen, och att det i stället skulle kunna påverka minoritetsägare negativt.[136] Ibland är det nödvändigt att kontrollägarskiften sker för att bolag ska kunna utvecklas och fortsätta skapa värde för aktieägarna vilket även är positivt för samhället i stort.[137] Inte heller Svenska Handelskammarförbundet eller Advokatsamfundet var speciellt positiva till förslaget. Svenska Handelskammarförbundet avstyrkte förslaget med motiveringen att det inte fanns tillräckliga skäl för att införa en ytterligare budpliktsgräns eftersom syftet med budplikt uppfylls genom den befintliga 30-procentsgränsen. Advokatsamfundet menade att de inte var negativa till en ytterligare budpliktsgräns som sådan, men att det var för tidigt att ändra regleringen och att det behövdes göras en mer ingående analys.[138]

4.1.4. Analys av förslagets för- och nackdelar i svensk kontext

Hur skulle förslaget på den svenska aktiemarknaden fungera och framförallt, skulle det motverka eller till och med förhindra problemet med lowballing? Det är en omfattande avvägning, eftersom många aspekter måste beaktas.

Inledningsvis bör framhållas att förslaget att införa en ytterligare kontrolltröskel inte eliminerar det underliggande problemet med lowballing. Även med en sådan ordning kan sådana taktiker fortfarande användas för att förvärva kontroll i ett bolag till ett lågt pris. Däremot skulle ett andra tröskelvärde kunna begränsa den efterföljande uppbyggnaden av kontroll som en sådan kontrollägare annars fritt kan genomföra. Frågan är emellertid om detta är en proportionerlig lösning.

Argumentet mot ett andra tröskelvärde på grund av att ”budpliktens syften redan uppfylls vid 30 procent” är inte ett hållbart argument eftersom denna utgångspunkt bygger på en binär syn på kontroll. Inom svensk bolagsrätt, i likhet med den brittiska ordningen, erkänns nämligen olika nivåer av kontroll. Även om 30 procent i många fall kan anses innebära kontroll, ger 50

[135] Nasdaq OMX Stockholm AB, *Remissyttrande över [Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt]*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-09).
[136] ibid.
[137] ibid.
[138] Advokatsamfundet, *Remissyttrande över [Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt]*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-11).

procent som regel enkel majoritet och två tredjedelar möjliggör kvalificerade beslut utan stöd från övriga aktieägare. Kontrollen ökar således i takt med röstandelen, och budplikt enbart vid 30 procent är därför inte nödvändigtvis tillräcklig för att skydda minoriteten i dessa situationer. Att dessutom hävda att budpliktens syfte, det vill säga minoritetsskydd, redan uppfylls genom den befintliga budpliktsregleringen är inte förenligt med den negativa påverkan som fenomenet ”lowballing” har på minoritetsägare.

Kontrollägarens möjlighet att fritt öka sitt innehav efter att ha uppfyllt budplikten har lyfts som ett problem i bland annat konkurrenshänseende. Svenskt Näringsliv menar att ett ytterligare tröskelvärde kan ha en positiv påverkan på konkurrensen. Viktigt att notera är dock att även vid införande av ett tröskelvärde på 50 procent kan en aktieägare som redan har över 30 procent fritt köpa till strax under 50 procent. En ägare med 49,9 procent av röstetalet har i praktiken mycket stor makt vid bolagsstämmor i de fall stämmodeltagandet är lågt. Sådana aktieägare kommer att kunna ta många beslut ensamma, som bara kräver enkel majoritet. Detta kan fortfarande verka avskräckande för potentiella investerare. Så även om konkurrensen kanske inte nödvändigtvis ökar markant genom en sådan regeländring, så får i alla fall de befintliga aktieägarna en möjlighet att lämna bolaget på nytt om de inte lyckades lämna på förmånliga villkor förra gången.

Det är klarlagt att minoritetsskyddet har fått ge vika genom de befintliga budpliktsreglerna och att det är viktigt att stärka det. Som motpol vid detta övervägande finns dock omsättningsintresset. Ju mer vi skyddar minoriteten, genom exempelvis en extra budpliktsskyldighet, desto dyrare blir budprocessen för budgivaren. Om det blir en alldeles för dyr och utdragen process kan det leda till att färre uppköp görs och på så sätt hämmas också omsättningsintresset, vilket i längden är negativt för alla aktieägare, även minoriteten. I den här diskussionen måste det lyftas att kontrollskiften inte alltid är negativa, vilket ofta verkar vara bilden i dessa debatter. Ibland är bolag i behov av kontrollskiften för att kunna utvecklas och stärka sin ekonomi, vilket i längden är positivt för aktieägarna. Skulle omsättningsintresset hämmas på grund av en andra kontrolltröskel skulle det riskera att slå över och i stället verka negativt för minoriteten. Det vore problematiskt om en regel som i grunden syftar till att skydda minoriteten i stället kom att verka till dess nackdel. Därför är det väldigt viktigt att en sådan reglering övervägs noga.

Det resonemang som fördes i Finland om hög ägarkoncentration är tillämpligt även i Sverige, eftersom ägarkoncentrationen här historiskt har varit och fortsatt är hög.[139] Dagens reglering med budplikt vid endast 30 procent innebär därför att många historiska kontrollägare, det vill säga de som redan hade kontroll innan budpliktsreglerna infördes, inte drabbats av budplikt. Att införa en andra budpliktsgräns vid 50 procent skulle innebära att fler kontrollägare fångas upp när de ökar sitt innehav och därmed skulle skyddet för minoritetsägare i dessa bolag öka. Det är dock inte bara dessa kontrollägare som är av intresse. Precis som NBK uttalade skulle en ytterligare budpliktsgräns även träffa aktieägare som antingen genom ett frivilligt uppköpserbjudande eller ett budpliktsbud förvärvat över 30 men högst 50 procent av rösterna i ett bolag. Detta blir ytterst relevant i lowballing-kontexten, eftersom dessa budgivare har till syfte att hamna precis över 30-procentsgränsen. Förslaget skulle i praktiken innebära att en budgivare som lyckats med en lowballing-strateg ändå skulle drabbas av budplikt vid ett överskridande av 50 procent av röstetalet. Även om en ytterligare tröskel alltså inte per se hindrar förekomsten av lowballing, så försvårar det åtminstone till viss del den efterföljande påbyggnaden av kontroll, vilket är positivt för minoritetsägarna.

Advokatsamfundet menade i sitt remissyttrande 2010 att det var för tidigt att ändra reglerna om budplikt. Efter många år av budpliktsreglernas tillämpning finns nu betydligt mer praktisk erfarenhet, och eftersom flera av de ursprungliga problemen kvarstår framstår det som motiverat att på nytt pröva frågan. Något annat som behöver ses i ljuset av den tid som har förflutit sedan det förra lagförslaget är Aktiemarknadsnämndens uttalande om att denna reform utan svårighet skulle kunna implementeras på den svenska aktiemarknaden. Efter Aktiemarknadsnämndens remissvar 2010 har dispensgrunderna för budplikt utökats markant, och detta måste tas i beaktande vid en eventuell reform. Det är nämligen inte helt säkert att Aktiemarknadsnämnden skulle stå fast vid denna uppfattning i dagens läge.

Sammanfattningsvis löser inte förslaget om en ytterligare budpliktsgräns vid 50 procent problemet med lowballing: en aktieägare kan fortfarande passera 30-procentsgränsen genom ett lågt prissatt bud. Däremot stärker en andra tröskel minoritetsskyddet genom att ge en ny exitmöjlighet när kontrollen ökar, och därmed minska de risker som lowballing medför för minoriteten. Införandet av en ytterligare kontrollgräns skulle därför kunna ses som en proportionerlig kompromiss som begränsar den efterföljande kontrolluppbyggnaden och

[139] Svenskt Näringsliv, Rapport till Projektet företagsamt ägande, *Vem ska styra de svenska företagen*, 8 maj 2014, s. 41, https://www.ifn.se/media/w3wnx3m5/s%C3%A4rtryck2014-14.pdf.

förbättrar minoritetens ställning, men den angriper inte det initiala problemet med lowballing. Ett införande av denna regel bör vidare anses förenligt med Takeoverdirektivet, eftersom direktivet framhåller minoritetsskyddet som ett skäl för medlemsstaterna att utvidga reglerna om budplikt. Detta förslag synes därmed inte heller försvåra ett normalt genomförande av ett erbjudande i den mening som avses i Takeoverdirektivet. Med tanke på hur många olika aspekter som behöver beaktas vid den här typen av förslag bör dock en fördjupad utredning genomföras, vilket det inte finns utrymme för i denna uppsats.

4.2. Obligatoriskt minimiacceptvillkor för frivilliga bud

4.2.1. Reformförslagets innebörd

Ett annat reformförslag som tidigare har tagits upp i debatten i förhållande till lowballing är krav på lagstadgade minimiacceptvillkor.[140] Kort och gott handlar det om att det måste föreskrivas att budets fullföljande görs beroende av att en tillräcklig andel av aktieägarna accepterar erbjudandet så att budgivaren uppnår en viss röstandel. Konsekvensen av att röstandelen inte uppnås, t.ex. över 50 procent av de totala rösterna, är att hela budet faller och inte får fullföljas. De accepter som redan lämnats blir då ogiltiga och budgivaren kommer på grund av detta falla tillbaka ner till sin ursprungliga röstandel och inte förvärva några ytterligare aktier genom det budet.

Minimiacceptvillkor tillämpas i andra europeiska länder, exempelvis Spanien och Storbritannien. Hur regleringen ser ut där redogörs för i följande avsnitt. Därefter analyseras de för- och nackdelar som en sådan reglering skulle innebära för den svenska aktiemarknaden. Eftersom konsekvensen av att villkoret inte uppfylls är att budet faller, lämpar sig detta reformförslag främst för frivilliga uppköpserbjudanden och inte för budpliktsbud, där syftet är att budet ska fullföljas för att ge minoritetsaktieägarna en exitmöjlighet. Detta diskuteras närmare nedan, liksom frågan om och hur minimiacceptvillkor eventuellt skulle kunna utformas även för budpliktsbud.

4.2.2. Regleringen i andra medlemsstater

Som nämndes inledningsvis har bland annat Storbritannien regler om minimiacceptvillkor. I den brittiska Takeoverkoden, som Sverige i stor utsträckning har inspirerats av, anges det följande i Rule 10:

[140] Clerc m.fl., *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation, s*. 62.

> *"Any offer for voting equity share capital or for other transferable securities carrying voting rights which, if accepted in full, would result in the offeror holding shares carrying over 50% of the voting rights of the offeree company must include an acceptance condition that is not capable of being satisfied unless the offeror has acquired or agreed to acquire (either pursuant to the offer or otherwise) shares carrying over 50% of the voting rights."*

Sammanfattningsvis uppställer regeln ett minimiacceptvillkor om över 50 procent av rösterna i bolaget. Det innebär att budgivaren måste ställa upp ett acceptansvillkor i det frivilliga uppköpserbjudandet som inte kan uppfyllas om inte budgivaren når över 50 procent av rösterna.[141]

Anta att en aktieägare har 25 procent av rösterna och lämnar ett frivilligt uppköpserbjudande. Budet måste då villkoras av att budgivaren efter budet innehar mer än 50 procent av rösterna. Om endast ett fåtal aktieägare accepterar budet och budgivaren endast hamnar på 45 procent innebär det att hela budet förfaller och även de lämnade accepterna upphör att gälla. På så sätt återgår budgivaren till 25 procent av rösterna i bolaget.

I Spanien har reglerna om budplikt utformats på ett något annorlunda sätt. En budgivare som lämnar ett frivilligt uppköpserbjudande och därigenom uppnår kontroll undantas från skyldigheten att lämna ett budpliktsbud, under förutsättning att något av följande villkor är uppfyllt:

1. *the initial voluntary takeover bid was made at an equitable price (precio equitativo)*, or
2. *the initial voluntary takeover bid has been accepted by holders of securities representing at least 50 per cent of the targeted voting rights, excluding from the computation those voting rights already held by the offeror, as well as those corresponding to shareholders who have reached an agreement with the offeror in relation to the takeover bid*.[142]

[141] Van Hooghten, *The European Takeover Directive and its Implementation*, s. 760.
[142] International Bar Association, *Spain Takeover Guide*, s. 2, https://www.ibanet.org/document?id=Takeover-guide-Spain-2023; I regeln finns även två ytterligare undantag men de har ingen relevans i sammanhanget.

Den spanska regleringen kan därmed sägas innehålla en form av minimiacceptnivå som står i relation till kravet på skäligt pris. Om budgivaren inte uppnår en acceptnivå på 50 procent krävs att priset i övrigt är skäligt, annars uppkommer en skyldighet att lämna ett budpliktsbud. Omvänt gäller att även ett erbjudande som inte uppfyller kravet på skäligt pris kan undantas från budplikt, förutsatt att det har accepterats av minst 50 procent av aktieägarna. Det framstår dock som ovanligt att ett bud som inte är skäligt skulle erhålla ett så brett stöd bland aktieägarna. Oavsett prisnivå blir budgivaren således i Spanien undantagen budplikt om det frivilliga uppköpserbjudandet accepteras av mer än hälften av rösterna i målbolaget.

4.2.3. Analys av förslagets för- och nackdelar i svensk kontext

Villkor för ett erbjudandes fullföljande är inte något nytt inom svensk rätt utan det är redan i dag möjligt för en budgivare att förena ett bud med sådana villkor.[143] Dessa är dock frivilliga och frågan är om ett obligatoriskt minimiacceptvillkor skulle passa på den svenska aktiemarknaden. Nedan redogörs för ett antal för- och nackdelar som kan vägas mot varandra för att möjliggöra ett ställningstagande i frågan.

Det bör inledningsvis lyftas att införande av krav på obligatoriska minimiacceptvillkor lämpar sig bättre för frivilliga bud än för obligatoriska sådana. Konsekvensen av att inte uppnå en acceptgrad om 50 procent blir att budet förfaller i sin helhet. Detta är en rimlig konsekvens när budgivaren har lämnat ett frivilligt uppköpserbjudande, men orimlig när denne har tvingats att lämna ett obligatoriskt bud. Ett budpliktsbud ska lämnas i syfte att de aktieägare som vill lämna bolaget får möjlighet att göra det, och att då lagstifta så att denna möjlighet dras tillbaka ter sig inte konsekvent.

Utformningen av minimiacceptvillkor skulle kunna modifieras för budpliktsbud. Villkoret skulle i så fall kunna innebära att när en budgivare förvärvar aktier och därigenom passerar kontrolltröskeln om 30 procent, och därför måste lämna ett budpliktsbud, krävs att budgivaren genom detta bud uppnår mer än 50 procent av rösterna i bolaget. Detta motsvarar minimiacceptvillkoren för frivilliga bud, men skillnaden är att konsekvenserna skulle vara annorlunda för budpliktsbudet. Om budgivaren inte kan fullfölja budpliktsbudet eftersom

[143] II.4 Takeover-reglerna.

tröskeln om 50 procent inte nås, ska budet inte förfalla utan i stället ska budgivaren höja priset till en nivå som bedöms skälig. Det finns dock en risk med denna utformning. Eftersom konsekvensen av ett misslyckat budpliktsbud skulle vara att budgivaren måste höja priset, skapas incitament för minoritetsägare att inte acceptera det initiala budet, även om det i och för sig kan anses prismässigt skäligt. Risken är alltså att minoritetsägare gör det till en strategi att inte acceptera buden, för att pressa upp priset.[144] Även om denna reform skulle införas i syfte att skydda minoritetsägare är den därför sannolikt inte proportionerlig.

Den mest uppenbara fördelen med ett krav på att budgivaren innehar mer än 50 procent av rösterna efter ett bud är att det fungerar som ett marknadstest som driver fram ett rimligt pris. Problemet med lowballing är att en budgivare kan ta kontroll över ett bolag till ett mycket lågt pris om det räcker att ett fåtal aktieägare accepterar budet. Om det införs ett krav i svensk aktiemarknadsrätt att budets fullföljande är beroende av att budgivaren efter genomförandet innehar mer än 50 procent av rösterna, måste budgivaren säkerställa en betydligt högre acceptansgrad. Har budgivaren exempelvis 29 procent från början, behöver denne alltså förvärva minst ytterligare 21 procentenheter genom budet. Är priset för lågt är det osannolikt att tillräckligt många accepterar och då förfaller budet. Om budgivaren däremot når minst 50 procent av rösterna kan utfallet tolkas som att priset i praktiken var skäligt och det är då inte längre fråga om lowballing.

Att ett obligatoriskt minimiacceptvillkor bidrar till ett skäligt pris har en direkt koppling till minoritetsägarnas exitmöjlighet. Det har tidigare visats hur lowballing kan urholka denna möjlighet i strid med budpliktens syfte. Genom ett minimiacceptvillkor som pressar fram ett rimligt pris stärks minoritetens faktiska möjlighet till exit. Exitmöjligheten blir då inte endast formell, utan även reell, vilket stärker minoritetsskyddet.

Även om det är positivt att minimiacceptvillkor kan säkra ett skäligt pris för aktierna finns det en baksida. En sådan reglering skulle avsevärt försvåra möjligheterna till uppköp, eftersom det skulle bli mycket dyrare att förvärva en kontrollpost. Utan en sådan ordning finns möjlighet för en budgivare som lämnar ett frivilligt erbjudande att landa på 31 procent av röstetalet. Vid ett införande av en sådan ordning skulle det i stället krävas att budgivaren förvärvar minst 50 procent. Detta är en betydande skillnad i röstandel, och kostnadsskillnaden

[144] Detta fenomen kallas för” bumpitrage”, Collins Dictionary, *Bumpitrage*, https://www.collinsdictionary.com/submission/15911/bumpitrage#google_vignette, [hämtad 5 november 2025].

mellan alternativen kan vara betydande och i vissa fall avgörande för om ett bud kommer att lämnas. Visserligen motverkar en sådan ordning lowballing, eftersom en aktieägare som lämnar ett frivilligt erbjudande inte längre kan landa precis över kontrolltröskeln, men detta måste vägas mot hur mycket dyrare det blir att erhålla en kontrollpost. I den avvägningen bör man komma ihåg att uppköp i många fall kan driva bolag framåt, och frågan är om vi vill försvåra detta i alltför hög grad.

Sammanfattningsvis kan det sägas att införandet av minimiacceptvillkor, likt den brittiska ordningen, faktiskt motverkar lowballing genom frivilliga bud samtidigt som det bidrar till att säkra ett skäligt pris och en reell exitmöjlighet. Möjligheten att bedriva lowballing genom budpliktsbud kvarstår dock, eftersom det inte är konsekvent med övrig reglering att utforma minimiacceptvillkoren på samma sätt för budpliktsbud. Även om minimiacceptvillkor således är positiva i vissa avseenden så måste det också beaktas att det blir dyrare för budgivare att lämna frivilliga uppköpserbjudanden. Detta är därför en avvägning som måste göras noggrant. Vidare får en sådan ordning, åtminstone så länge den begränsas till frivilliga bud, anses hålla sig inom den gräns som uppställs i Takeoverdirektivet om att medlemsstaternas regler inte får försvåra ett normalt genomförande av erbjudandet.

4.3. Det högsta av föraffären och snittkursen

4.3.1. Reformförslagets innebörd

Problemet med lowballing är att köpet sker till ett så lågt pris att minoritetsägare varken erhåller någon premie eller får någon reell exitmöjlighet. Även med de nuvarande prisregler som gäller för budpliktsbud i Sverige finns det fortfarande utrymme för budgivare att förvärva kontrollposter till relativt låga priser. Det finns därför anledning att undersöka om reformer skulle kunna införas för att ytterligare säkerställa att priset fastställs på ett så skäligt sätt som möjligt.

När det gäller budpliktsbud har vissa länder, exempelvis Tyskland, utformat reglerna så att priset ska motsvara det högsta av två värden.[145] Priset i ett budpliktsbud måste därmed motsvara det högsta av två priser: antingen det pris som betalats vid en tidigare förvärvstransaktion, eller det genomsnittligt vägda börspriset under en viss period före offentliggörandet av att kontrolltröskeln har passerats. I det följande redogörs därför för hur

[145] Mülbert & Sajnovits, *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, s.11.

dessa regleringar är uppbyggda samt vilka för- och nackdelar som kan identifieras om en liknande ordning skulle införas på den svenska aktiemarknaden.

Det är viktigt att notera att detta reformförslag lämpar sig bäst för budpliktsbud och inte för frivilliga uppköpserbjudanden. I frivilliga bud är friheten och förhandlingsmöjligheten central för budgivaren, till skillnad från vid budpliktsbud där en skyldighet att lämna bud föreligger. Att kräva att priset ska motsvara det högsta av en eventuell föraffär eller snittkursen skulle därför inskränka budgivarens handlingsutrymme alltför mycket, särskilt eftersom det inte är ovanligt att någon föraffär inte föreligger. I sådana fall skulle budet ofta behöva läggas till snittkursen, vilket skulle urholka syftet med frivilliga uppköpserbjudanden. Den följande analysen fokuserar därför enbart på införande av denna ordning för budpliktsbud.

4.3.2. Regleringen i andra medlemsstater

I Tyskland hittas reglerna för budpliktsbud i deras värdepapperslagstiftning (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz - WpÜG) samt den tyska takeoverförordningen (*WpÜG-Angebotsverordnung* – WpÜG-AV). Enligt dessa bestämmelser ska priset i ett budpliktsbud fastställas till det högsta av två värden:

1. det högsta pris som betalats vid tidigare förvärv som skett inom sex månader före offentliggörandet av att kontrolltröskeln har passerats,[146] eller
2. det genomsnittligt vägda inhemska börspriset för målbolagets aktier under de tre månader som föregår offentliggörandet av att kontrolltröskeln passerats.[147]

4.3.3. Analys av förslagets för- och nackdelar i svensk kontext

Precis som vid de båda tidigare reformförslagen skulle införandet av en sådan ordning innebära att det blir dyrare att förvärva bolag. Det kan i sin tur avskräcka vissa potentiella investerare, särskilt i bolag med tillfälligt höga aktiekurser. Visserligen är det möjligt för en budgivare att tidsmässigt planera sitt kontrollförvärv till slutet av en tremånadersperiod med relativt låga börskurser, men detta skulle kräva omfattande planering och administrativa resurser. Å andra sidan kan det anses proportionerligt att ställa sådana krav, eftersom syftet med regleringen är att skydda minoritetsaktieägarnas intressen.

[146] 39 & 31(1) §§ WpÜG (Tyskland); 4(1) § WpÜG-AV (Tyskland).
[147] 39 & 31(1) §§ WpÜG (Tyskland); 5(1) § WpÜG-AV (Tyskland).

Regleringen skulle motverka att en budgivare förvärvar aktier till ett mycket lågt pris och därefter fastställer budpliktsbudet utifrån detta låga pris. Budgivaren måste i stället utgå från den genomsnittliga börskursen, och om denna är högre än det pris till vilket aktierna förvärvats måste budet höjas. På så sätt minskar risken för att budpliktsbudet sätts till ett mycket lågt värde. Samtidigt skulle en sådan ordning inte helt förhindra möjligheten till lowballing. Under perioder med ovanligt låga genomsnittskurser kan en budgivare fortfarande förvärva aktier till ett lågt pris, vilket innebär att budpliktsbudet ändå kan komma att fastställas till en nivå som inte fullt ut motsvarar aktiens normala marknadsvärde. Det positiva är dock att det blir betydligt svårare för budgivaren att medvetet lägga ett lågt bud, eftersom detta skulle kräva noggrann planering och timing. Detta är dock oundvikligt, eftersom det vore både orimligt och praktiskt ogenomförbart att införa en ordning som innebär att man inväntar att aktiekursen återgår till ett normalläge.

Jämfört med den nuvarande svenska regleringen, där det är möjligt att lämna ett lågt budpliktsbud enbart genom att budgivaren lyckas genomföra en enskild transaktion till ett lågt pris som därmed sätter nivån för budpliktsbudet, framstår den tyska modellen som en rimlig kompromiss. Att införa en regel motsvarande den tyska bestämmelsen om volymvägd genomsnittskurs skulle därför försvåra möjligheten för budgivaren att framkalla budplikt genom endast en enskild billig affär och således fungera som ett förstärkt skydd för minoritetsaktieägarna.

Även om ett införande av denna ordning inte i sig skulle eliminera alla möjligheter till lowballing, skulle den åtminstone försvåra sådant agerande och därigenom ge minoritetsaktieägarna ett ytterligare skydd. Det är vidare svårt att se att en sådan prisregel, som endast tar sikte på budpliktsbud, skulle anses försvåra ett normalt genomförande av erbjudandet i strid med Takeoverdirektivet.

5. Slutsatser

5.1. Hur är budpliktsreglerna utformade och vilket syfte har de?

Reglerna om budplikt har sin grund i Takeoverdirektivets femte artikel, vilken utgör grunden för den svenska regleringen i 3 kap. LUA. Därtill har kompletterande självreglering tillkommit, i form av exempelvis takeover-reglerna och uttalanden från Aktiemarknadsnämnden.

Sammanfattningsvis innebär budplikten att en aktieägare som förvärvat kontroll i ett bolag är skyldig att erbjuda övriga aktieägare möjlighet till utträde ur bolaget genom att åta sig att förvärva även deras aktier. När budpliktsbudet ska lämnas finns det kompletterande regler om budpriset, vilka budgivaren måste följa. Syftet är således att skydda minoritetsägare vid kontrollskifte genom att garantera dem ett skäligt pris och en faktisk exitmöjlighet. En kontrollägare blir dock undantagen från budplikten om denne har förvärvat sin kontrollpost genom ett frivilligt uppköpserbjudande.

Eftersom Takeoverdirektivet är ett minimidirektiv finns ett stort tolkningsutrymme för medlemsstaterna, vilket har resulterat i att regleringen skiljer sig mellan länderna, men med samma grundläggande syfte att skydda minoritetsägare.

5.2. Vilken kritik har riktats mot nuvarande budpliktsregler avseende lowballing?

Kritiken mot budpliktsreglerna har varit omfattande. Den har framförts av flera aktörer på marknaden, både nationellt och på EU-nivå. Aktiemarknadsnämnden var tidig med att peka på möjligheten att kringgå budplikten, och detta har senare bekräftats av flera aktörer, inte minst EU-kommissionen, som i sin rapport om Takeoverdirektivet tydliggjorde att det finns en reell risk för kringgående med negativa konsekvenser för minoriteten. Flera forskare och experter, bland andra Skog, Sjöman, Clerc och Demarigny, har lyft problematiken med budpliktsreglerna och dessutom lämnat förslag på hur problemet skulle kunna åtgärdas genom olika reformer. ECLE-gruppen har vidare ifrågasatt kommissionens ovilja att driva lagändringar på EU-nivå. Sammanfattningsvis råder enighet om att reglerna möjliggör kringgående av budplikten, vilket strider mot syftet att skydda minoritetsägare.

5.3. Vad är lowballing, hur möjliggörs det av nuvarande regler och vilka konsekvenser får det?

Lowballing är ett förfarande där en budgivare uppnår kontroll över ett bolag till ett oskäligt lågt pris genom att strategiskt utnyttja luckor i budpliktsregleringen. Lowballing kan ske på två olika sätt:

1. *Genom ett frivilligt uppköpserbjudande*

   Lowballing genom frivilligt uppköpserbjudande innebär att en budgivare strategiskt utnyttjar undantaget från budplikt enligt 3 kap. 3 § LUA genom att vid en taktiskt vald tidpunkt lämna ett frivilligt uppköpserbjudande till samtliga aktieägare, till ett mycket lågt pris. Genom timing, en röstandel strax under 30 procent och en tillfällig låg aktiekurs kan budgivaren uppnå kontroll trots få accepter. Eftersom priset i frivilliga bud inte är reglerat när det saknas relevanta föraffärer, kan kontrollen därigenom förvärvas till ett mycket lågt pris.

2. *Genom ett budpliktsbud*

   Lowballing genom budpliktsbud innebär att budgivaren förvärvar kontroll till ett lågt pris genom en strategiskt låg föraffär, varpå budplikten utlöses. Eftersom budpriset baseras på föraffären kan budet sättas så lågt att det blir ointressant för minoriteten att acceptera. På så sätt uppnås kontroll utan att minoritetsägarna får en rimlig premie eller reell exitmöjlighet, vilket inte är förenligt med budpliktens minoritetsskyddande syfte.

I båda fallen tar minoritetsägarnas intresse skada genom att de inte får någon möjlighet till en rimlig premie eller en reell exitmöjlighet ur bolaget. Genom att ha en reglering som tillåter dessa typer av kringgående misslyckas lagstiftningen med att uppnå reglernas ursprungliga syfte, att skydda minoriteten. Därtill riskerar budkonkurrensen att hämmas, vilket är negativt ur ett bredare perspektiv, nämligen för marknadens funktion.

5.4. Vilka reformer kan införas för att motverka lowballing och dess konsekvenser, och hur skulle de påverka den svenska aktiemarknaden?

De tre analyserade reformerna angriper lowballing från olika håll. En andra kontrolltröskel ger minoritetsägare en ytterligare exitmöjlighet när kontrollägaren når 50 procent av röstetalet och begränsar därmed den efterföljande kontrolluppbyggnaden, även om den inte i sig förhindrar det initiala lowballingbudet. Ett obligatoriskt minimiacceptvillkor träffar

frivilliga uppköpserbjudanden och förhindrar att strategiskt låga bud får genomslag om för få aktieägare accepterar erbjudandet, vilket i realiteten pressar fram ett skäligare pris. En prisregel som kräver det högsta av föraffär eller volymvägd snittkurs fungerar främst för budpliktsbud och motverkar att en enskild billig affär sätter ramen för ett oskäligt lågt pris i budpliktsbudet.

Gemensamt för alla tre är att de stärker minoritetsskyddet, om än i olika utsträckning. Samtidigt delar de en central risk. Högre transaktionskostnader och ökad komplexitet kan dämpa budaktiviteten, vilket kan påverka omsättningsintresset och i förlängningen vara negativt för hela den svenska aktiemarknaden.

Vilken reform som framstår som mest lämplig varierar sannolikt beroende på aktörens position på marknaden. En mer ingående konsekvensanalys krävs dock för att avgöra om en sådan reform skulle kunna gynna den svenska aktiemarknaden.

Källförteckning

Litteratur

Bernitz, Ulf & Kjellgren, Anders. *Europarättens grunder*, JUNO-version 7, (2022, Norstedts Juridik).

Broneus, Sandra & Stattin, Daniel. *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – kommentar och referenser*, (2010, Thomson Reuters Professional).

Hjertstedt, Mattias. Beskrivningar av rättsdogmatisk metod: om innehållet i metodavsnitt vid användning av ett rättsdogmatiskt tillvägagångssätt. Mannelqvist, Ruth, Ingmanson, Staffan & Ulander-Wänman, Carin (red.), i *Festskrift till Örjan Edström*, (2019, Umeå universitet).

Lidman, Erik. *Kontrollägande och uppköpsreglering: Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, (2020, Corporate Governance Forum).

Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, uppl. 2, (2018, Studentlitteratur).

Nääv, Maria & Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, uppl. 3 (2025, Studentlitteratur).

Sandgren, Claes. *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod, argumentation och språk*, uppl. 5, (2021, Norstedts Juridik).

Sevenius, Robert & Örtengren, Torsten. *Börsrätt*, uppl. 4, (2017, Studentlitteratur).

Sjöman, Erik & Skog, Rolf. *Takeover-reglerna: En kommentar*, uppl. 7, (2024, Norstedts Juridik).

Sjöman, Erik & Skog, Rolf. Derogations from the Mandatory Bid Rule, i *Unfinished Business - Two Decades with the EU Takeover Directive*. Emmenegger, Susan, Winner, Martin, Recalde Castells, Andrés & Skog, Rolf (red.), (kommande på Cambridge University Press).

Stattin, Daniel. Takeover: *Om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, JUNO-version 3, (2020, Norstedts Juridik).

Van Hooghten, Paul. *The European Takeover Directive and its Implementation*, (2009, Oxford University Press).

Tidskrifter

Peczenik, Aleksander. Juridikens allmänna läror, SvJT, 2005 s. 249 - 272.

Strömholm, Stig. Användning av utländskt material i juridiska monografier: några anteckningar och förslag, SvJT, 1971, s. 251 - 272.

Artiklar och rapporter

Clerc, Christophe, et al. *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, CEPS Paperbacks, ISBN 978-94-6138-234-4, 2012.

European Company Law Experts, *The Application of the Takeover Bids Directive (response to the European Commission's Report)*, 2013.

Hopt, Klaus J. *European Takeover Regulation Reform*, ECGI Law Working Paper No. 284/2015, 2015.

Mülbert, Peter & Sajnovits, Alexander. *Lowballing under the EU Takeover Bid Directive: Strategies, Concerns, and Gold-Plating Remedies*, ECGI Law Working Paper No. 778/2024, 2024.

Svenskt Näringsliv, Jakobsson, Ulf & Wiberg, Daniel. Rapport till Projektet företagsamt ägande, *Vem ska styra de svenska företagen*, 2014.

Offentligt tryck

Förarbeten

Proposition 2005/06:140 - Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

SOU 2005:58 - Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden.

Författningar

Aktiebolagslag (2005:551).

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Särskilda yttranden

Advokatsamfundet, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-11).

Aktiemarknadsnämnden, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-03).

Finansinspektionen, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-12).

Justitiedepartementet, *Regeringsbeslut – Avskrivning av ärendet om ändring av reglerna om budplikt i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, dnr:* Ju2009/8381/L1, 2012.

Nasdaq OMX Stockholm AB, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-09).

Näringslivets Börskommitté, *Hemställan om ändring i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, dnr: Ju2009/8381/L1.

Svenskt Näringsliv, *Remissyttrande över Näringslivets Börskommittés begäran om ändring av reglerna om budplikt*, dnr Ju2009/8381/L1, (2010-03-09).

Självreglering

Aktiemarknadens självregleringskommitté, Takeover-regler för reglerade marknader.

Internationella och europeiska regelverk

EU-regelverk

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden, "Takeoverdirektivet".

Utländska förarbeten

Prop RP 6/2006 s. 43.

Utländska rapporter

Europeiska Kommissionen, Rapport från Kommissionen till Europaparlamentet, Rådet, Europeiska Unionens Råd och Sociala Kommittén samt Regionkommittén: Tillämpning av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden, COM(2012) 347 final, 2012, p. 22.

The Takeover Panel, Report on the Year Ended 31 March 1991, 1991, https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/report1991.pdf, [hämtad 28 september 2025].

Utländska regelverk

Takeover Panel: The City Code on Takeovers and Mergers.

Värdepappersmarknadslagen (Finland), SDK 746/2012.

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), tysk värdepappers- och uppköpslag.

WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜG-AV) – tysk takeoverförordning.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2009:30.

Internetkällor

Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK), *Historik*, https://regelkommitten.se/takeover-regler/historik__24 [hämtad 6 oktober 2025].

Aktiemarknadsnämnden, *Om oss*, https://aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnämnden-/om-oss__3597, [hämtad 7 oktober 2025].

Aktiemarknadsnämnden, *Takeover-regler för reglerade marknader*, https://aktiemarknadsnamnden.se/takeover-regler/takeover-regler-för-reglerade-marknader-__4913, [hämtad 7 oktober 2025].

Cambridge Dictionary, *Lowball*, https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/lowball#google_vignette, [hämtad 3 oktober 2025].

Collins Dictionary, *Bumpitrage*, https://www.collinsdictionary.com/submission/15911/bumpitrage, [hämtad 5 november 2025].

European Company Law Experts, *Home*. https://europeancompanylawexperts.wordpress.com, [hämtad 15 oktober 2025].

International Bar Association (IBA), *Takeover Guide Spain*, https://www.ibanet.org/document?id=Takeover-guide-Spain-2023, [hämtad 1 november 2025].

Lagen.nu, *De lege ferenda*, https://lagen.nu/begrepp/De_lege_ferenda, [hämtad 20 oktober 2025].