



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Albert Roos

De nya takeover-reglerna

särskilt om prisskillnader mellan aktieslag med olika röstvärden

Examensarbete
30 högskolepoäng

Handledare
Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt

HT09

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	2
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och problemformulering	6
1.3 Avgränsningar och disposition	6
1.4 Metod och material	6
2 RÖSTVÄRDESSKILLNADER	8
2.1 Sverige	8
2.1.1 Röstkvot	9
2.2 Komparativ utblick	10
2.2.1 EU	11
2.2.1.1 Golden shares	12
2.2.2 Norden	13
2.2.2.1 Danmark	13
2.2.2.2 Finland	13
2.2.2.3 Norge	14
2.3 För- och nackdelar med röstvärdesskillnader	14
3 DEN SVENSKA REGLERINGEN AV OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDE PÅ AKTIEMARKNADEN	17
3.1 Den EU-rättsliga bakgrunden	17
3.1.1 Syfte och innehåll	17
3.2 Reglering	19
3.2.1 Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden	19
3.2.2 Självreglering	20
3.2.2.1 Näringslivets börskommité	20
3.2.2.2 Aktiemarknadsnämnden	21
3.3 Budförberedelse	21

3.4	Olika typer av bud	22
3.4.1	Budplikt	23
3.4.2	Partiella erbjudanden	25
3.5	Offentliggörande av budet	25
3.6	Erbjudandehandlingen och dess villkor	26
3.6.1	Utformningen av en erbjudandehandling	27
3.7	Målbolagets agerande	28
3.7.1	Due diligence-undersökning av målbolaget	29
3.7.2	Försvarsåtgärder	30
3.7.3	Jävsbestämmelser	30
3.8	Efter acceptfristens utgång	31
3.8.1	Utbetalning av vederlag	32
3.8.2	Förvärv av återstående aktier	32
3.8.2.1	Tvångsinlösen	32
3.8.2.2	Fusion	33
3.9	Sanktioner	34
4	SÄRSKILT OM PRISSKILLNAD VID RÖSTVÄRDESSKILLNADER	35
4.1	Likhetsprinciperna	35
4.1.1	Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen	35
4.1.1.1	Samspelet med generalklauslerna	36
4.1.2	Aktiemarknadens likhetsprincip	37
4.2	Vederlagets form och storlek	39
4.2.1	Kontantbetalning	39
4.2.1.1	Undantag av AMN	39
4.2.1.2	Äldre reglering	41
4.2.2	Andra ersättningar	41
4.3	Uppmärksammade fall	43
4.3.1	AMN 2009:30 Ticket – Braganza	43
4.3.2	Scania	44
4.3.3	AMN 2007:24 Milestone - Invik	45
4.3.4	AMN 2006:27 (Anonymt)	46
4.3.5	AMN 2005:13 Intenia	47
4.3.6	AMN 2004:19 VLT	47
4.3.7	AMN 2004:18 Brio	48
4.3.8	AMN 1994:2 (Anonymt) om likabehandling	48
4.3.9	AMN 1991:3 Industrivärden – Bahco	49
5	ANALYS	50
5.1	Systemet med röstvärdesskillnaders framtid	50
5.2	Prisskillnader vid olika röstvärde	52

5.3	De nya Takeover-reglernas påverkan på aktiemarknaden	55
6	SLUTSATS	57
	BILAGA A – RÖSTVÄRDESSKILLNADER PÅ NASDAQ OMX STOCKHOLM LARGE CAP	58
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	60
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	65

Summary

The 1 October 2009 new Takeover Rules entered into force. The most material change of the new rules was that they decreased the possibility to offer multiple voting shares a higher price than ordinary shares. This is a strengthening of the legal principle of equality as applied at the Nasdaq OMX Stockholm stock market. The intention was to ensure that minority shareholders got a greater share of the takeover premium.

This paper describes the Swedish system of multiple voting rights and the advantages and disadvantages of such a system. Followed by a review of the Swedish regulation of takeover bids in respect the Takeover Act and the self-regulatory Takeover Rules.

With the new Takeover Rules only allowing for price difference between multiple voting shares and ordinary shares if there is a price difference in the stock market quotations. A bidder that wishes to offer a higher price for the multiple voting shares than for the ordinary shares shall seek the authorization of the Swedish Securities Council. Exceptions to the same price for all shares will only be given if the trade volume in the multiple voting shares are sufficient to give a true and fair pricing, price difference in quotations is not merely temporary or attributable to the demand of only one or a few buyers. In practice, these rules will pose a prohibition against price difference for multiple voting shares in takeover bids. Since many stocks have little or no price difference in quotations, or low trade volumes. Although it is hard to anticipate how the Swedish Securities Council will rule on authorization for price difference.

Some may say that the new Takeover Rules will cause more damage to the stock market than keeping the old rules. One of the material flaws of the old Takeover Rules in regard to price difference was not solved. When a party has a holding past 30 percent and is exempt for making a mandatory bid, the party can offer whatever premium for shares as they like. As long as the party is only buying shares and not making a takeover bid. Against this background, it would have been more appropriate to amend the rules on mandatory bids and retain the possibility of price difference between multiple voting shares and ordinary shares.

Sammanfattning

Den 1 oktober 2009 trädde en de nya Takeover-reglerna i kraft. Den största nyheten i de nya reglerna var den kraftigt minskade möjligheten att erbjuda röststarka aktier ett högre pris än röstsvaga aktier i ett offentligt uppköpserbjudande. Detta är en skärpning av den aktiemarknadsrättsliga likhetsprincipen och avsikten var att tillförsäkra minoritetsägare en större del av uppköpspremien.

Uppsatsen redogör för det svenska systemet med röstvärdesskillnader och dess påverkan för- och nackdelar. Därefter behandlas den svenska regleringen av offentliga uppköpserbjudanden med grund i lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden samt Takeover-reglerna.

I och med de nya Takeover reglerna tillåts endast prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier då den kan härledas från en kursskillnad mellan två noterade aktieslag. Om en budgivare vill erbjuda ett högre pris för de röststarka aktierna skall tillstånd sökas av AMN. Undantag från samma pris ges endast om likviditeten i aktieslagen är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild, kursskillnaden inte är endast tillfällig eller hänförlig till endast en eller ett fåtal köparens efterfrågan. I praktiken innebär dessa regler i princip ett förbud mot prisskillnad i offentliga uppköpserbjudanden då det i många fall är liten kursskillnad eller låg likviditet. Det går i och för sig inte att veta exakt hur AMN kommer att tolka förutsättningarna.

Det finns också fog för att anse att den regel ändring som genomfördes är mer till nackdel än nytta för aktiemarknaden. En del av kritiken mot de tidigare reglerna riktade sig inte direkt mot prisskillnad i sig utan mot fall då andra regler möjliggjorde att budplikt kunde undvikas. Mot bakgrund av detta hade det varit lämpligare att ändra dessa regler och behållit möjligheten till prisskillnad vid röstvärdesskillnader.

Förord

Mina studieår i Lund är nu till ända och det känns både bra och lite sorgligt. Tiden som student slut och kvar är bara minnen från en underbart rolig tid i Lund. Det är dags att lämna studentgemenskapen och ge sig ut i arbetslivet!

Jag vill passa på att tacka alla som stöttat mig på resan mot examen. Särskilt mina föräldrar och syskon som alltid ställer upp! Men också min handledare Torsten Sandström för all hjälp och uppmuntrande kommentarer på vägen.

Ett stort tack till er alla!

Albert Roos

Lund, april 2010

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen 2005
ABL 1975	Aktiebolagslagen 1975
ABL 1944	Aktiebolagslagen 1944
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Börsen	Nasdaq OMX Stockholm
EKMR	Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna
EU	Europeiska unionen
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta domstolen
LUA	Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
NBK	Näringslivetsbörskommitté
NGM	Nordic Growth Market
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar
Takeover-reglerna	Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
Takeover-direktivet	Direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Ett samhällsoptimalt utnyttjande av våra tillgängliga resurser bygger på att tillgångar omfördelas dit de gör mest nytta. De senaste decennierna har en stor del av denna omfördelning skett genom företagsförvärv. En del av bolagen som förvärvas är börsbolag och då rör det sig om offentliga uppköp från aktiemarknaden. Vad gäller offentliga uppköp är det dels viktigt att dessa möjliggörs men också att minoritetsägarna skyddas. Utan ett effektivt skydd för minoritetsägarna finns det en risk att dessa lämnar aktiemarknaden, vilket kan hota det ekonomiska systemet. Samtidigt är det viktigt att reglerna om offentliga uppköpserbjudanden inte hindrar genomföranden av uppköp.

Uppköp från aktiemarknaden blev en aktuell fråga under slutet av 1960-talet. 1968 grundades Näringslivets Börskommitté (NBK) och fick uppgift att arbeta fram ett regelverk som garanterade likabehandling på aktiemarknaden.¹ 1971 utfärdades de första reglerna om offentliga uppköpserbjudanden i Sverige, sedan dess har takeover-regleringen i Sverige utvecklats.² Inte minst Sveriges inträde i den Europeiska unionen (EU) har påverka utformningen av reglerna gällande offentliga uppköp från aktiemarknaden. Genom. Som en del av implementeringen av EU:s Takeover-direktiv är nu reglerna om uppköpserbjudanden uppdelade mellan lag och självreglering. Denna uppdelning förespråkades av Takeover-utredningen då detta skulle möjliggöra för näringslivets samlade expertis att hålla en stordel av reglerna aktuella.³ Detta är också fallet och än i dag är det NBK som står för självregleringen på området. I och med NBK:s senaste revidering av *Regler rörande offentliga uppköp från aktiemarknaden* (hädanefter Takeover-reglerna) har nu möjligheten till prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier inskränkts kraftigt. Undantag till samma pris får endast lämnas då både röststarka och röstsvaga aktieslag är noterade.⁴

De nya reglerna innebär alltså en skärpt tillämpning av likhetsprincipen på aktiemarknaden och avsikten är att minoritetsägare ska bibehålla förtroendet för aktiemarknaden. Men alla är inte nöjda med att möjligheten till prisskillnad inskränks och åsikter har framförts om att detta kommer att rubba det svenska systemet med röstvärdesskillnader.⁵ Detta i ett skede då Sverige nyligen tagit sig segrande ur ett långtvarigt ifrågasättande av systemet från EU.

¹ Prop. 2005/06:140 s. 37.

² SOU 2005:58 s. 53f.

³ SOU 2005:58 s. 71ff.

⁴ Takeover-reglerna II.11.

⁵ Nyrén A., Lundberg F. & Douglas G., DN Debatt, Börskommitténs förslag hotar svensk aktiemodell, 2009-03-15.

1.2 Syfte och problemformulering

Det nordiska systemet med röstvärdesskillnader har varit hårt ansatt inom EU och frågan är om *en aktie en röst* är en bättre lösning. I och med ändringen av Takeover-reglerna har det nationellt ifrågasatts om systemet har en framtid. Vilket leder fram till frågeställningen:

Har det svenska systemet med röstvärdesskillnader en framtid?

De nya Takeover-reglerna innebär att tillfällena då det är tillåtet med prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier inskränks. Syftet med uppsatsen är att gå igenom och analysera reglerna om prisskillnad samt att ge läsaren en inblick i de nya Takeover-reglerna och den kringliggande lagstiftningen. Följande frågeställningar kommer att beaktas:

Är det rimligt att aktier med ett högre röstvärde betingar ett högre värde?

Är de nya reglerna rimliga och ändamålsenliga?

Vilken påverkan kommer de nya reglerna ha på den svenska aktiemarknaden?

1.3 Avgränsningar och disposition

Uppsatsen tar avstamp i ABL:s regler om röstvärdesskillnader och röstkvoter. Därefter följer en komparativ utblick om röstvärdesskillnader där jag avgränsat mig till i huvudsak EU och valt att framförallt gå på djupet vad gäller reglerna i våra nordiska grannländer. Denna uppdelning bygger på de stora likheterna mellan våra regler och systemen i de övriga nordiska länderna.

Vad gäller Takeover-reglerna är det i stort enbart svensk rätt som behandlas. I det stora hela är reglerna inom EU snarlika då de bygger på Takeover-direktivet. Uppsatsen bygger på den reglering som är antagen av Nasdaq OMX Stockholms samt lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). Snarlik reglering för Nordic Growth Market (NGM) har jag valt att inte gå in på.

1.4 Metod och material

Uppsatsen bygger på ett studium av lagtext, förarbeten, praxis, EG-rätt, självreglering, AMN:s praxis samt doktrin. Den doktrin och praxis som behandlar Takeover-reglerna bestämmelser om prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier är i och med de nya reglerna inaktuell. Genom att utgå från tidigare argument för en prisskillnad vid röstvärdesskillnader har jag försökt att kunna analysera den framtida påverkan de nya reglerna kommer att ha på offentliga uppköpserbjudanden.

Som en del av uppsatsen har jag gått igenom bolagsordningar hos de bolag som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap. Undersökningen baseras på den bolagsordning som publicerats på det noterade bolagets hemsida. De parametrar som ingår är antal noterade och onoterade aktieslag, röstvärdesskillnader, förekomsten av konverteringsklausuler samt röstkvoter.

2 Röstvärdesskillnader

I Sverige finns en lång tradition med bruk av olika röstvärden i aktiebolag, även bland börsbolagen.⁶ Denna tradition delas med de övriga nordiska länderna. Som en motsats till de nordiska ländernas system med röstvärdesskillnader står *en aktie en röst*. Förespråkarna till *en aktie en röst* anser att proportionalitet mellan kapital och makt skall uppehållas. Trots detta tillåts ett upplägg med olika röstvärden mellan aktieslag i de flesta länder.⁷

Den svenska regeringens har i EU sammanhang försvarat systemet med röstvärdesskillnader och regeringen har ansett att system med röstvärdesskillnader är av nytta för näringslivet, eller i alla fall inte till nackdel.⁸ Den nordiska modellen är dessutom bara ett sätt att koncentrera makt. Inom EU används också t.ex. golden shares, pyramidägande, koncentration av ägande till bankerna och ”poison pills”^{9, 10}.

2.1 Sverige

I Sverige är röstvärdesskillnader mellan olika aktieslag vanliga.¹¹ Storleken på differensen är reglerad i 4 kap. 5 § ABL. Ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger en annan akties röstvärde med mer än tio gånger. Nerep & Samuelsson menar att ett vanligt upplägg är att A-aktier ges en röst och B-aktier en tiondels röst.¹² Min undersökning av börsbolagen visar dock att det att upplägget 10 röster mot 1 röst är vanligare.¹³ Vilket upplägg som väljs är dock av mindre praktisk betydelse. Större skillnader mellan aktieslagen existerar dock¹⁴, då det innan ABL 1944 tillåts större röstvärdesskillnader mellan aktieslagen. Dessa har genom övergångsreglerna till ABL 1975 tillåtits leva kvar.¹⁵ Det verkar dock som att de är under avveckling.¹⁶ Många av Large Cap bolagen erbjuder dessutom fortlöpande konvertering från röststarka aktier till röstsvaga.¹⁷ Detta görs genom en konverteringsklausul i bolagsordningen och aktieägarna kan ansöka hos styrelsen om

⁶ Nerep & Samuelsson del 1 s. 242. Prop. 1997/98:99 s. 119f.

⁷ Se La Porta m.fl.

⁸ Prop. 1997/98:99 s. 120. Khachaturyan s. 15.

⁹ Skuldebrev med särskilda rättigheter som är betungande för en budgivare.

¹⁰ Bernitz, U. i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 160.

¹¹ Nasdaq OMX Stockholm Large Cap har 37 av 54 bolag flera aktieslag, se Bilaga A. Sandström s. 139, omkring 50 % av börsbolagen.

¹² Nerep & Samuelsson del 1 s. 242.

¹³ Se Bilaga A.

¹⁴ Se t.ex. Nasdaq OMX Stockholm Large Cap, Ericsson samt Hufvudstaden.

¹⁵ Nerep & Samuelsson del 1 s. 195. Sandström s. 139. Prop. 2004/05:85 s. 248.

¹⁶ Nerep & Samuelsson del 1 s. 242.

¹⁷ Undersökning av bolagsordningarna på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap, se Bilaga A.

konvertering.¹⁸ Den huvudsakliga anledningen till konverteringsklausulerna är att mindre A-aktie ägare inte skall bli inlåsta då A-aktien är onoterad.

Aktier utan röstvärde får ej ges ut i Sverige, varje aktieslag måste alltså ha ett röstvärde. Nio av de femtiofyra bolagen på Stockholmsbörsens Large Cap är inte svenska aktiebolag¹⁹ och skulle därför i vissa fall kunna ge ut aktier utan röstvärde.²⁰ Det är ej heller tillåtet att begränsa rösträtten så att en aktieägare måste äga flera aktier för att utöva sin rösträtt.²¹

Röstvärdet på aktierna behöver inte vara samma i alla frågor. Det är alltså möjligt att i bolagsordningen variera röstvärdet på aktierna beroende på vilket ärende, beslut, åtgärd eller annan omständighet det röstas om. Det torde även vara möjligt att ge aktier högre röstvärde vid andra särskilt uppställda situationer. Sådana kan vara att aktier med lägre röstvärde får högre röstvärde i frågor om utdelning när utdelning inte skett under ett visst antal år. Men att göra röstvärdet beroende av vem som innehar aktierna torde dock strida mot grundläggande principer för aktiebolagsrätten.²² Det framgår också av lagmotiven till 7 kap. 45 § ABL att bolagsordningen inte får innehålla bestämmelser som berövar aktieägare rätten att delta i bolagsstämman samt klanderrätten. Denna bestämmelse är obligatorisk och kan ej frångås i bolagsordningen. Bestämmelsen kan dock frångås efter samtycke från aktieägare *in casu*.²³

2.1.1 Röstkvot

Huvudregeln är att en aktieägare har rätt att rösta för samtliga aktier som innehas vid stämman.²⁴ Denna rätt kan dock begränsas i bolagsordningen genom införandet av en röstkvot. Begränsningen utformas i regel så att aktieägare ges en begränsad rösträtt för egna och andras aktier i förhållande till vid stämman företrädda aktier. Till exempel, vid en röstkvot på 20 procent får en aktieägare eller ombud endast rösta för 20 procent av rösterna företrädda på stämman.²⁵ En röstkvot får dock inte leda till att den lagstadgade maximala röstvärdesskillnaden på 1 till 10 passeras.²⁶ Ej heller får begränsningen innebära att enbart en namngiven aktieägare drabbas. Röstkvoten får inte heller helt frånta en aktieägare sin rösträtt.²⁷

Som fördel med röstkvoter framhålls att majoritetsägaren tvingas söka stöd hos minoritetsägare och på så sätt uppnås ett starkt stöd för det på stämman

¹⁸ Se 4 kap. 6 § ABL.

¹⁹ Undersökning av bolagsordningarna på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap, se Bilaga A.

²⁰ Stora Enso och Tieto Abp är finska bolags och skulle därför kunna ge ut röstlösa aktier.

²¹ Nerep & Samuelsson del 1 s. 196.

²² Kristiansson & Skog s. 44. Nerep & Samuelsson s. 196. Rodhe s. 132. Prop. 1975:103 s. 312. SOU 1941:9 s. 498 not 1.

²³ Nerep & Samuelsson del 1 s. 196. Prop. 2004/05:85 s. 543.

²⁴ 7 kap. 8 § ABL.

²⁵ Nerep & Samuelsson del 1 s. 196.

²⁶ Nerep & Samuelsson del 1 s. 196. Prop. 1997/98:99 s. 120f. och 232f.

²⁷ Nerep & Samuelsson del 1 s. 197.

genomröstade förslaget. Nackdelen är i sin tur att ägarnas beslutanderätt inskränks, vilket kan resultera i att företagsledningen isoleras från ägarkontroll.²⁸

I de äldre aktiebolagslagarna fanns en dispositiv regel om röstkvoter, som innebar att ingen kunde rösta för mer än 20 procent av de på stämman företrädda aktierna. En majoritet av bolagen utnyttjade dock möjligheten att sätta regeln ur spel genom en bolagsordningsklausul.²⁹

Bland bolagen på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap utnyttjar två bolag möjligheten till röstkvoter.³⁰

2.2 Komparativ utblick

Av EU:s största bolag använder 65 procent regeln *en aktie en röst*.³¹ Men bland de Nederländska, Svenska och Franska bolagen är röstvärdeskillnader vanligare än *en aktie en röst*. Röstvärdesskillnaderna bygger både på aktieslag utan röstvärde och på aktieslag med differentierade röstvärden.³² Det franska systemet bygger på att aktier som innehafts en viss tid ges dubbel rösträtt. Genom detta undviks det att aktier av olika aktieslag ges ut och på så sätt hamnar de franska aktierna utanför EU-reglering som träffar aktier av olika slag, det vill säga det nordiska systemet med röstvärdesskillnader.³³ Endast två medlemsstater har lagkrav på *en aktie en röst*, nämligen Grekland och Tyskland.³⁴

Västländer tillåter i regel röstvärdesskillnader även om det är en kontroversiell fråga. Inom många anglosaxiska rättssystem ses avsteg från *en aktie en röst* som något negativt. New York-börsen har till och med i perioder förbjudit handel med aktier som inte uppfyller kravet *en aktie en röst*. I dagsläget är det dock tillåtet med röstvärdesskillnader på New York-börsen.³⁵

OECD:s riktlinjer för ägarstyrning behandlar frågan om *en aktie en röst*. Riktlinjerna tar dock inte ställning för eller emot *en aktie en röst*. Men i kommentaren konstaterar man att många institutionella placerare och aktieägarorganisationer förespråkar detta.³⁶ Istället fokuserar riktlinjerna på att alla snedvridningar av förhållandet mellan kapital och röster skall framgå

²⁸ Prop. 1997/98:99 s. 120f.

²⁹ Sandström s. 176. Prop. 1997/98:99 s. 120f.

³⁰ Bilaga A.

³¹ Deminor 2005, s. 9, analyserar FTSE Eurofirst 300 index.

³² Deminor 2005.

³³ Bernitz, U. & Rickford, J., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 160f. och s. 183.

³⁴ La Porta m.fl. s. 1130f. Bernitz, U. i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 169 not 42.

³⁵ Söderström m.fl. s. 72f. Khachaturyan s. 5.

³⁶ OECD Principles of Corporate Governance s. 41.

för investerarna.³⁷ Riktlinjerna fastslår också att aktier av samma slag skall ge samma rättigheter.

Trots en stor förespråkning för *en aktie en röst* är genomslaget för en lagreglerad *en aktie en röst* -regel marginellt. Vid en internationell undersökning av 49 länder har endast 11 av dessa infört regeln. Dessa länder är i regel mindre och av de större ekonomierna är det endast Japan och Brasilien som infört regeln. Fördelat på rättsystem har 17 procent av länderna som bygger på engelsk rätt, 29 procent av de som bygger på fransk rätt och 33 procent av de länder som bygger på tyskrätt infört regeln.³⁸ Sedan undersökningen genomfördes har även Tyskland förbjudit röst-differentiering, vilket medför att hälften av länderna med grund i tyskrätt tillämpar *en aktie en röst*.³⁹ Som nämns nedan har ingen av de nordiska länderna infört regeln.

2.2.1 EU

EU har utrett det associationsrättsliga läget i unionen genom ett flertal rapporter och förslag.⁴⁰ Frågan om röstvärdesskillnader och principen *en aktie en röst* började beröras i förslaget till ett femte bolagsrättsligt direktiv. Förslaget till direktiv innehöll dock ett undantag i att bolag skulle tillåtas emittera röstsvaga eller röstlösa preferensaktier. Andelen preferensaktier fick enligt förslaget ej överstiga 50 procent. Det ursprungliga förslaget blev antaget 1972 av kommissionen och har därefter blivit föremål för omfattande behandling för att slutligen bli tillbaka draget 2004.⁴¹ *En aktie en röst* har också förespråkats av *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* och *on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*. Detta resulterade i att kommissionen fram till december 2007 hade på agendan att genomföra en *aktie en röst*.⁴² Syftet med detta var att stärka proportionaliteten mellan kapital och kontroll och därigenom öka minoritet aktieägarnas demokratiska inflytande. EU:s förslag på lagreglerad *en aktie en röst* föranledde ett antal utredningar som inte kunde visa på att *en aktie en röst* var en optimal lösning. Khachaturyan är av åsikten att *en aktie en röst* inom EU är en suboptimal lösning när man ser till ekonomisk effektivitet. Han anser vidare att i de bolag där *en aktie en röst* är optimal så kommer aktieägarna att välja att tillämpa *en aktie en röst*.⁴³

I Takeover-direktivet ges en *aktie en röst* ett visst genomslag då artikel 11 om genombrott stadgar att röststarka aktier endast ger rätt till en röst vid den

³⁷ OECD Principles of Corporate Governance s. 35f.

³⁸ La Porta m.fl. s. 1130f.

³⁹ Bernitz, U. i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 169 not 42. Jfr La Porta s. 1131.

⁴⁰ Bolagsrättsliga direktiv och förslag på direktiv. HLG Takeover och HLG modern company law, Communication, och på agendan för 2007, samt impact assessment.

⁴¹ Kommissionen drar tillbaka föråldrade förslag, CELEX: 52004X0109(01).

⁴² One-share-one-vote (1S1V). Commissioner McCreevy ”no need for action at EU level on this issue.”, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.

⁴³ Khachaturyan s. 15ff.

bolagsstämma som röstar om försvarsåtgärder mot ett fientligt bud.⁴⁴ Det samma gäller för första bolagsstämman efter ett erbjudande avslutats om en budgivare innehar 75 procent av det kapital som medför rösträtt.⁴⁵ Som en kompromiss gavs medlemsstater möjligheten att inte införa genombrottsregeln.⁴⁶

2.2.1.1 Golden shares

En *golden share* är en aktie som emitteras till staten eller andra subjekt i det land där bolaget har sitt säte. Vanligtvis ges innehavaren en rätt till att neka utländska investerare från att bli aktieägare. Samt en rätt att kontrollera ändringar av bolagsordningen, antingen genom speciella beslutsregler eller genom veto.⁴⁷

I en undersökning 2005 hade 2 procent av noterade aktiebolag inkluderade i FTSE Eurofirst 300 index gett ut *golden shares*. Dessa bolag återfinns i Nederländerna, England och Portugal. Spanien och Tyskland har i sin tur lagstadgade regler som ger liknande innebörd.⁴⁸ Den tyska Volkswagen-lagen gav den tyska federala staten och Niedersachsen rätt att utse två styrelsemedlemmar var. Den införde också röstkvot på 20 procent samt kvalificerad majoritet på 80 procent, istället för 75 procent.⁴⁹ Volkswagen-lagen ansågs 2007 strida mot den fria rörligheten av kapital.⁵⁰

EU-kommissionen har i ett antal fall fört talan mot medlemsländers bruk av *golden shares* som stridande mot den fria rörligheten av kapital.⁵¹ Det första avgörandet kom 2002 och det senaste 2007. I alla utom ett fall ansågs upplägget med *golden shares* strida mot EG-rätten.⁵² Europeiska unionens domstol prövningar av *golden shares* användningen inom unionen kan sammanfattas enligt följande:

- Domstolen prövar de olika nationella reglerna i fallen mot bakgrund av principerna om fri rörlighet för kapital. Underlåtenhet att iakttä dessa principer kan ge upphov till en överträdelse av etableringsfriheten.
- I den mån sådana regler kan hindra förvärv av aktier i de berörda företagen och avskräcka investerare från andra medlemsstater från

⁴⁴ Direktiv 2004/25/EG artikel 11.3.

⁴⁵ Direktiv 2004/25/EG artikel 11.4.

⁴⁶ Bernitz, U. i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 158. Takeoverdirektivet artikel 12.

⁴⁷ Deminor 2005, s. 19. Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 160.

⁴⁸ Deminor 2005, s. 19, Volkswagen i Tyskland samt 18 procent av analyserade bolag i Spanien. Se även generaladvokaten uttalande om Volkswagen Lagen, i mål C-112/05.

⁴⁹ Vossestein s. 116.

⁵⁰ C-112/05 Kommissionen mot Tyskland.

⁵¹ C-367/98 Kommissionen mot Portugal, C-483/99 Kommissionen mot Frankrike, C-503/99 Kommissionen mot Belgien, C-463/00 Kommissionen mot Spanien, C-98/01 Kommissionen mot Storbritannien, C-174/04 Kommissionen mot Italien, C-282/04 och C-283/04 Kommissionen mot Nederländerna och C-112/05 Kommissionen mot Tyskland. Även C-463/04 och C-464/04, Federconsumatori mot Comune di Milano

⁵² Backer s. 14ff.

att investera i företagen, är det fråga om restriktioner för den fria rörligheten för kapital.

- Artikel 295 EG-fördraget har inte någon praktisk betydelse på detta område.
- Den fria rörligheten för kapital kan lagligen endast begränsas genom åtgärder som, utan att vara diskriminerande på grund av nationalitet, är ett svar på tvingande hänsyn till allmänintresset och är lämpliga och proportionerliga i förhållande till det mål som eftersträvas. Sådana åtgärder måste vidtas i efterhand och grundas på objektiva kriterier som är kända i förväg för de berörda. Dessutom ska det finnas möjlighet till en rättslig prövning.⁵³

I *Kommissionen mot Belgien* rörde det sig om *golden shares* i två bolag inom energisektorn. Reglerna ansågs vara tillräckligt precisa och proportionerliga för att motivera ett undantag mot den fria rörligheten av kapital.⁵⁴

2.2.2 Norden

Inom Norden tillåts aktier med olika röstvärde. Regleringen skiftar dock något mellan länderna. Även röstkvoter tillåts i de övriga nordiska länderna.

2.2.2.1 Danmark

Dansk rätt tillåter aktier av flera aktieslag förutsatt att detta är angivet i bolagsordningen (*Dk. Vedtægterne*).⁵⁵ Huvudregeln i Danmark är att alla aktier har rösträtt, detta bygger på en föreställning om att kapitalinsats och inflytande hör samman. Detta skall dock inte tolkas som att den danska lagen bygger på en proportionalitetsprincip mellan aktierna, det vill säga *en aktie en röst*.⁵⁶ Bolagsordningen får föreskriva att aktier utan rösträtt samt aktier med avvikande rösträtt får ges ut. Den danska bolagslagen innehåller inte några regler om vilka förhållanden mellan röststarka och röstsvaga aktier som tillåts.⁵⁷ När aktier med olika rätt ges ut skall de delas upp i olika aktieslag.⁵⁸ Aktier utan rösträtt kan ha rösträtt i vissa av bolagsordningen specificerade frågor.⁵⁹ Även röstkvoter är tillåtet i Danmark.⁶⁰

2.2.2.2 Finland

Den finländska aktiebolagslagen tillåter aktier med olika röstvärde förutsatt att de är av olika aktieslag.⁶¹ Huvudregeln i Finland är *en aktie en röst*, men

⁵³ Backer s. 29.

⁵⁴ C-503/99 *Kommissionen mot Belgien* para. 52.

⁵⁵ 470 af 12/06 2009 Lov om aktie- og anpartsselskaber § 45.

⁵⁶ Krüger s. 359.

⁵⁷ 470 af 12/06 2009 Lov om aktie- og anpartsselskaber § 46. Även email korrespondens med prof. Christensen, 2010-03-03. Mellan 1973 och 2010 var det förbjudet med röstlösa aktier i aktiebolag, se Krüger s. 359. I och med lagändringen togs även kravet på maximala skillnader i röstvärdet bort, tidigare ett till tio. I och med att röstlösa aktier tillåts hade regler om maximala röstvärdesskillnader lätt kunnat bli konstlade.

⁵⁸ Krüger s. 173.

⁵⁹ 470 af 12/06 2009 Lov om aktie- og anpartsselskaber § 46.

⁶⁰ Krüger s. 361. Email korrespondens med prof. Christensen, 2010-03-03.

⁶¹ FIN. Aktiebolagslag 21.7.2006/624 3 kap 1 § 2 st.

undantag får göras i bolagsordningen. Det ställs inget krav på förhållandet mellan röststarka och röstsvaga aktier, skillnader på till exempel 1:10 000 röster är alltså tillåtna.⁶² Dessutom är det tillåtet att ge ut aktier utan rösträtt. Dessa aktier kan även utformas så att de endast saknar rösträtt i vissa i bolagsordningen reglerade frågor.⁶³ I frågor som skall avgöras med kvalificerad majoritet gäller att det krävs kvalificerad majoritet inom varje aktieslag. Kvalificerad majoritet i varje aktieslag krävs dock ej när det röstas om samgåenden eller uppdelningar av bolag.⁶⁴

I Finland är det även tillåtet att tillämpa röstkvoter på stämman. En klausul som reglerar röstkvoter skall då tas in i bolagsordningen.⁶⁵ Vilket Tieto, ett av de två finska bolagen på Stockholmsbörsen, har gjort.⁶⁶

2.2.2.3 Norge

Norsk aktiebolagslagstiftning bygger på likhetsprincipen och att alla aktier ger lika rätt i bolaget.⁶⁷ Avvikelser från denna princip kan göras i bolagsordningen.⁶⁸ Aktiebolag kan ge ut aktier av olika aktieslag. De skillnader som finns mellan aktieslagen måste tas upp i bolagsordningen.⁶⁹ Utgivning av aktier med olika röstvärden är alltså tillåtet. Aktierna skall då fördelas på olika aktieslag och röstvärdesskillnaden skall anges i bolagsordningen.⁷⁰ Den norska lagstiftningen tillåter även röstlösa aktier och röstkvoter. Både röstkvoter och begränsningar av rösträtt knutna till vissa personer godtagas. Vid tillämpning av vissa minoritetsskyddsregler blir dock dessa begränsningar verkningsslösa.⁷¹

2.3 För- och nackdelar med röstvärdesskillnader

Flera utredningar har kommit fram till att bruket av röstvärdesskillnader gynnar svensk näringsliv.⁷² Det finns dock både för- och nackdelar med röstvärdesskillnader.

Fördelar

Genom att röstdiversifiera mellan aktieslag är det möjligt för entreprenörer att ta in kapital utan att förlora makten över det egna bolaget. Incitamentet att driva företaget framåt ökar dessutom med privatvärdet av kontroll.

⁶² Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 164.

⁶³ FIN. Aktiebolagslag 21.7.2006/624 3 kap 3 §. Särskilda bestämmelser om röstlösa aktiers rättigheter finns i 3 kap 4 §.

⁶⁴ Sillanpää, M. J., i *Nordic Financial Market Law*, s. 147.

⁶⁵ FIN. Aktiebolagslag 21.7.2006/624 5 kap 1 st.

⁶⁶ Se Bilaga A.

⁶⁷ Andenæs s. 132 ff.

⁶⁸ Andenæs s. 134.

⁶⁹ Andenæs s. 134f.

⁷⁰ LOV 1997-06-13 nr 44: Lov om aksjeselskaper Kap. 4 § 4-1 p. (1). LOV 1997-06-13 nr 45: Lov om allmennaksjeselskaper Kap. 4 § 4-1 p. (1).

⁷¹ Aarbakke s. 223. LOV 1997-06-13 nr 44: Lov om aksjeselskaper Kap. 5 § 5-3.

⁷² Se Prop. 1997/98:99 s. 119f., SOU 1986:23 s. 147 och SOU 1988:38 s. 319.

Nyttan som genereras av privata incitament i ett företags uppbyggnadsfas gynnar även övriga aktieägare och samhället i stort.⁷³

Systemet med olika röstvärden kan även användas för att stärka en extern investerares makt. Riskkapitalbolag som går in kan kräva mer makt för att våga satsa på bolaget. Här kan röstdifferentiering vara av nytta.⁷⁴

Förekomsten av kontrollaktieägare bidrager också till bättre övervakning av ledningen samt bättre styrning. Detta då mindre ägare ogärna tar den kostnad som behövs för en effektiv kontroll. Endast kontrollaktieägare har tillräckligt egenintresse av att engagera sig i bolaget. Detta incitament kommer av kombinationen av privatvärdet av kontroll samt stor kapitalinsats. Röstdifferentiering innebär dock att incitamentet från kapitalinsatsen minskas vilket gör att privatvärdet måste vara tillräckligt stort för att kompensera för minskningen.⁷⁵ Inom börsbolag bör dock kapitalinsatsen i regel vara stor nog för att vara av vikt oavsett om aktierna är röstvärdesdifferentierade eller ej.⁷⁶ Oavsett är den styrelsekontroll som är resultatet av kontrolläggande positiv då den resulterar i strama tyglar för styrelsen.⁷⁷

Utnyttjandet av röstvärdesskillnader kan även användas för att uppnå balanserade system vid generationsskiften.⁷⁸ Detta gör det möjligt för den äldre generationen att antingen lämna över makt och behålla kapitalförräntning eller att behålla makt och lämna över kapitalförräntning allt efter vad de anser att situationen kräver.

Nackdelar

Privatvärden av kontroll kan också uppstå på bekostnad av övriga aktieägare. Detta sker när kontrollaktieägaren slussar tillgångar från bolaget till sig själv. Den skada som drabbar övriga aktieägare förstärks när kontrollaktieägaren äger röststarka aktier. Kontrollaktieägarens kapitalandel är då mindre och dennes del i skadan är då mindre än övriga aktieägare.⁷⁹ Som skydd mot dessa överföringar verkar likhetsprincipen och generalklausulerna. Detta gör att överföringar som otillbörligen gynnar kontrollaktieägaren kan klandras i domstol.⁸⁰ Minoritetsskyddet i Sverige har dock ansetts vara relativt svagt i internationella jämförelser.⁸¹

Med röstvärdesskillnader uppkommer en viss åtskillnad mellan ägande och kontroll. Detta anses inom anglosaxiska ekonomier vara till nackdel. Som resultat får det svenska systemet med röstvärdesskillnader relativt dålig

⁷³ Söderström m.fl. s. 74. Privatvärdet

⁷⁴ Se Rodhe s. 132.

⁷⁵ Söderström m.fl. s. 74f. Aktiva ägare, se Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 165f.

⁷⁶ Kontrollaktieägarens totala förmögenhet spelar givetvis in på vad denne anser vara en stor kapitalinsats.

⁷⁷ Sandström s. 175.

⁷⁸ Krüger s. 360.

⁷⁹ Söderström m.fl. s. 75.

⁸⁰ 4 kap. 1 § ABL samt 7 kap. 47 §, 8 kap. 41 § och 7 kap. 50 § ABL.

⁸¹ Söderström m.fl. s. 75.

rangordning i internationella jämförelser av regler för ägarstyrning. Detta kan resultera i att utländska investerare avskräcks från att investera i den svenska aktiemarknaden.⁸² Då aktiemarknadens effektivitet är beroende av volymen aktier som handlas är den förlust av handelsvolym som detta kan resultera i negativ.

Då en kontrollaktieägare strävar efter att maximera privatvärdet av sin kontroll kan investeringsbeslut tas som gynnar ägaren mer än företaget. Detta kan resultera i att lönsamma projekt åsidosätts för prestigeprojekt med hög social status, då dessa ger mer nytta för kontrollaktieägaren. Kontrollaktieägaren kan också av sentimentala skäl stanna kvar i olönsamma investeringar och subventionera dessa med hjälp av andra verksamhetsgrenar. Detta kan resultera i betydande kostnader för övriga aktieägare.⁸³

Det finns också stöd för att en kontrollerande minoritetsägare väljer kapital- och finansieringsstruktur utefter vad som gynnar dennes kontrollerande ställning. Genom att återinvestera vinstmedel och lånefinansiera istället för att emittera aktier bibehålls maktbalansen till kontrollaktieägarens fördel. Istället för att dela ut vinster kan kontrollaktieägaren föredra att bolaget genomför uppköp vilka ökar dennes maktsfär, och därigenom privatvärdet av kontroll. Den organiska tillväxten riskerar att avstanna när fokus läggs på att växa genom uppköp. När ägaren för in kontrollen av bolaget som en faktor vid val av investeringshorisont leder det i regel till att bolag med låg tillväxtpotential överinvesterar. Medan bolag med hög tillväxtpotential underinvesterar. Underinvestering kommer av oviljan av att ta in riskkapital som bidrar till att späda ut kontrollen. Både över- och underinvesteringar bidrar till att samhällsnyttan inte maximeras.⁸⁴

*”Det har antagits att röstvärdesskillnader skapar vissa praktiska svårigheter på aktie- och finansmarknaderna.”*⁸⁵ Detta kan bland annat förklaras med att kontrollerande minoritetsägare kan blockera effektivitetshöjande bud om de inte erhåller tillräcklig kompensation för sina privata kontrollrättigheter. Bud som kan höja värdet av företagets samtliga aktier stoppas enbart därför att kontrollaktieägaren inte anser sig få tillräcklig kompensation för privatvärdet av kontroll.⁸⁶ Det vill säga *”[d]en som äger en liten andel av aktiekapitalet tillåts i kraft av A-aktier motsätta sig en utveckling som aktieflertalet (eller marknaden) önskar.”*⁸⁷ Här behöver det inte enbart handla om bud utan det kan också vara tal om beslut om emissioner och andra bolagshandlingar. Undersökningar har dock visat att takeovers är lika vanligt i Sverige som i Storbritannien och vanligare än i flera kontinentaleuropeiska länder.⁸⁸

⁸² Söderström m.fl. s. 76.

⁸³ Söderström m.fl. s. 76f.

⁸⁴ Söderström m.fl. s. 76 ff.

⁸⁵ Nerep & Samuelsson del 1 s. 242.

⁸⁶ Söderström m.fl. s. 80f.

⁸⁷ Sandström s.139.

⁸⁸ Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 166.

3 Den svenska regleringen av offentliga uppköpserbudande på aktiemarknaden

Historiskt sätt har en fungerande aktiemarknad med likabehandling vid uppköpserbudande åstadkommit genom självreglering. När den svenska självregleringen av uppköpserbudande infördes under 1970-talet hämtades inspiration från Storbritanniens *the City Code on Takeovers and Mergers*. Efter Sveriges inträde i EU har utvecklingen gått mot en alltmer lagreglerad EU-harmoniserad reglering av uppköpserbudanden.

3.1 Den EU-rättsliga bakgrunden

Inom EU ses offentliga uppköpserbudanden som något positivt och nödvändigt för att Europeiska bolag skall överleva i en internationellt konkurrensutsatt miljö.⁸⁹ Det ansågs därför viktigt att harmonisera regelverket för offentliga uppköpserbudanden. Det tog dock 15 år innan medlemsstaterna lyckades ena sig om ett direktiv. 1989, i takt med att antalet offentliga uppköp ökade, förberedde EU-kommissionen ett förslag till direktiv. Förslaget gick inte igenom och 1996 presenterade kommissionen istället ett kraftigt bantat förslag. Detta förslag accepterades 2000 av rådet, men Europaparlamentet godkände inte förslaget. Detta föranledde tillsättningen av en grupp bolagsrättsliga experter (*Group of High Level Company Law Experts*) för att lösa problemen som lyfts av parlamentet. 2003 presenterades ett nytt förslag som i stort byggde på gruppens förslag.⁹⁰ Detta förslag antogs av rådet och parlamentet och blev Takeover-direktivet.⁹¹

3.1.1 Syfte och innehåll

Arbetet med Takeover-direktivet inom EU gick från att vara detaljreglerat till att bli miniharmoniserande. Direktivet öppnar därför för en mer uttömmande reglering i de enskilda medlemsstaterna.⁹²

Direktivet definierar röststarka värdepapper som ”värdepapper som ingår i ett slag för sig och som ger rätt till mer än en röst”.⁹³ Genom att göra

⁸⁹ Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 157.

⁹⁰ Wouters, Van Hooghten & Bruyneel i *The European Takeover Directive and its implementation*, s. 3 ff.

⁹¹ Direktiv 2004/25/EG om offentliga uppköpserbudanden (Takeover-direktivet).

⁹² Wouters, Van Hooghten & Bruyneel i *The European Takeover Directive and its implementation*, s. 5f. Samt artikel 3(2) (a) och (b) Takeover-direktivet.

⁹³ Artikel 2(1) (g) Takeover-direktivet.

definitionen beroende av olika aktieslag träffas främst det nordiska systemet för ägarkontroll. Franska aktier ger till exempel dubbla röstantalet efter en viss tids innehav. Men de är inte av skilda slag och omfattas därför inte av Takeover-direktivet.⁹⁴

Direktivet bygger på sex allmänna principer om: likabehandling; tillräcklig tid och information; skyldigheter för målbolagets styrelse; otillbörlig kurspåverkan; budgivarens ansvarsfulla uppförande; och belägringsprincipen.⁹⁵ Likabehandlingen i artikel 3(1)(a) Takeover-direktivet är en del av minoritetsskyddet. Den klassiska tillämpningen av likabehandling är budpliktsregler, vilka utvecklas i artikel 5. Tillräcklig tid och information syftar till att aktieägarna i målbolaget skall kunna fatta ett informerat beslut om de skall acceptera ett bud eller ej. Även målbolagets styrelse skall delta i informationsdelgivningen till dess aktieägare, särskilt om effekterna på sysselsättningen och verksamhetsort.⁹⁶ Skyldigheterna för målbolagets styrelse stannar i direktivet vid att styrelsen skall handla i bolaget intresse. Styrelsen skall inte heller hindra aktieägarna från att besluta om budet vid en bolagsstämma. Takeover-direktivet ställer inte upp något krav på inhämtandet av *fairness opinion*. Otillbörlig kurspåverkan skall enligt direktivet undvikas genom ett snabbt offentliggörande av budet. Direktivet innehåller inte några uttalade regler om insiderhandel då detta regleras i direktiv 2003/6/EG. Budgivarens ansvarsfulla uppförande bygger på att en budgivare endast får tillkännage ett bud när finansieringen av budet är säkerställd. Belägringsprincipen går ut på att ett målbolag inte skall hindras i sin dagliga verksamhet längre än nödvändigt. Även om budet inte direkt påverkar den dagliga verksamheten får ett uppköpsförfarande ofta konsekvenser för målbolaget. För att minska dessa konsekvenser ansågs det som viktigt att ett förfarande inte pågår längre än vad som är skäligt. Det lämnades till de enskilda medlemsstaterna att om möjligt sätta tidsramar.⁹⁷

Direktivet ser röstsvärdesskillnader som negativt för genomförandet av uppköpserbjudanden. För att undvika att försvarsåtgärder mot ett bud som kapitalmajoriteten vill acceptera infördes i direktivet en genombrottsregel. Innebörden av regeln är att vid bolagsstämmor som röstar om försvarsåtgärder har alla aktier en röst. Som en kompromiss tilläts medlemsstaterna att välja om det skulle genomföra genombrottsregeln, de nordiska länderna valde att inte införa genombrottsregeln. Om de nordiska bolagen önskar är det istället tillåtet att införa motsvarande genombrottsregel i bolagsordningen.⁹⁸

⁹⁴ Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 160f och 183.

⁹⁵ Artikel 3(1) Takeover-direktivet.

⁹⁶ Se artiklar 7 och 9 Takeover-direktivet.

⁹⁷ Wouters, Van Hooghten & Bruyneel i *The European Takeover Directive and its implementation*, s. 13ff.

⁹⁸ Artikel 11(3)(3) och artikel 12 Takeover-direktivet. Samt Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 158.

3.2 Reglering

Regelverket i Sverige är uppdelat i tre delar, en lag, myndighetsföreskrifter och självreglering.⁹⁹ De regler som är av störst betydelse är lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) och *Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden* (Takeover-reglerna).¹⁰⁰ Övervakning av regelverket sker av Finansinspektionen (FI), Aktiemarknadsnämnden (AMN) och de berörda börserna och marknadsplatserna.¹⁰¹

3.2.1 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

LUA tillkom som en del av genomförandet av Takeover-direktivet i svensk rätt. Takeover-utredningen förespråkade ett upplägg likt det i Storbritannien med lag, myndighetsföreskrifter och självreglering. På så sätt skulle reglerna även i framtiden kunna påverkas av näringslivet och dess breda expertkompetens.¹⁰² Utredningen kom fram till att det bästa var att i lag kräva att börser och auktoriserade marknadsplatser skall ha regler för offentliga uppköpserbjudanden och i lag kräva att budgivare skall åta sig att följa dessa. Samt att budpliktsreglerna görs lagstadgade.¹⁰³

Dessa lagregler infördes i LUA.¹⁰⁴ 2 kap. 1 § 1 st. LUA kräver att en budgivare skall åta sig att följa börsens Takeover-regler samt underkasta sig de sanktioner som är förknippade med reglerna. Något förenklat gäller skyldigheten att åta sig att följa Takeover-reglerna när målbolaget är noterat på en svensk reglerad marknad.¹⁰⁵

Den ovan nämnda genombrottsregeln är införd i 6 kap. LUA. Vill ett svenskt aktiebolag som är upptaget till handel vid en reglerad marknad införa genombrottsregeln krävs det samtliga vid bolagsstämman närvarande aktieägare biträder beslutet och att dessa företräder minst 90 procent av samtliga aktier.¹⁰⁶ Det är således mycket osannolikt att en genombrottsregel införs i ett svenskt aktiebolag. Skulle regeln införas och medföra att en aktieägare eller annans rättighet bortfaller eller försämras, ska budgivaren betala skälig ersättning till rättighetsinnehavaren.¹⁰⁷ Ersättningsrätten bygger på artikel 11.5 i Takeover-direktivet. Regeringen gjorde dock bedömningen att det i de allra flesta fallen inte kommer att uppstå någon

⁹⁹ SOU 2005:58 s. 71ff.

¹⁰⁰ Myndighetsföreskrifter existerar i form av delegering från FI till AMN, FFFS 2007:17.

¹⁰¹ Budgivare har en skyldighet att informera FI om bud och åtagande att följa Takeover-reglerna, 2 kap. 2 § 1 st. LUA.

¹⁰² SOU 2005:58 s. 71ff.

¹⁰³ SOU 2005:58 s. 75.

¹⁰⁴ Kravet på börser att ha regler om offentliga uppköpserbjudanden återfinns i 13 kap. 8 § VpmL.

¹⁰⁵ 2 kap. 1 § 2 st. LUA.

¹⁰⁶ 6 kap. 1 § 2 st. LUA.

¹⁰⁷ 6 kap. 6 § LUA.

ersättningsgill skada. Detta då aktieägarna i ett aktiebolag kan ändra bolagsordningen på ett sätt som innebär att enskilda aktiers rätt, eller ett helt aktieslags rätt, i bolaget i olika hänseenden försämras. Minoritetsskyddet mot detta bygger på i ABL uppställda stränga majoritetskrav för sådana bolagsordningsändringar. Men någon rätt till ersättning för aktieägare som genom beslutet får sin rätt försämrad följer emellertid inte av ABL. Regeringen ansåg att det inte fanns skäl att principiellt se annorlunda på ett beslut att i bolagsordningen införa en bestämmelse om genombrott än på beslut om andra ändringar av bolagsordningen.¹⁰⁸ Bernitz är däremot av åsikten att en nedsättning av röstvärdet bör resultera i att ersättning betalas till de drabbade aktieägarna. Han tar sin utgångspunkt i skyddet för äganderätten i *Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna* (EKMR) och anser att en minskning av röstvärdet är en inskränkning av äganderätten och ersättning skall utges enligt artikel 17 EKMR. Han hänvisar också till en rapport beställd av Europaparlamentet som slår fast att en premie på 15 procent bör vara tillräcklig. Bernitz resonemang ger också stöd för prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier i uppköpserbjudanden.¹⁰⁹

3.2.2 Självreglering

Självregleringen i Sverige utgörs av Takeover-reglerna¹¹⁰ som författas av Näringslivets börskommitté (NBK) och därefter görs till en del av NASDAQ OMX Stockholm och Nordic Growth Market (NGM) regelverk. Reglerna anses spegla god sed på den svenska värdepappersmarknaden.¹¹¹ Takeover-reglerna inleds med en uppräknig av de från Takeover-direktivet hämtade principerna.¹¹² Vid tolkning av reglerna skall de tolkas så att det underliggande syftet bakom uppnås, det vill säga med principerna i åtanke. Detta gäller dock inte regler om budplikt, lagstadgade som självreglerade. Där krävs det att situationen som skall tolkas omfattas av regelns lydelse. Såvida inte reglerna om budplikt uppenbart kringgås. AMN tolkar Takeover-reglerna och kan efter ett bemyndigande från FI lämna dispenser till reglerna om budplikt.¹¹³

3.2.2.1 Näringslivets börskommitté

NBK är ett självregleringsorgan grundat 1968 av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund. Numera är Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden huvudman för NBK. NBK:s uppgift är att verka för god sed på aktiemarknaden genom utgivande av regler för agerandet på denna.¹¹⁴

¹⁰⁸ Prop. 2005/06:140 s. 68.

¹⁰⁹ Bernitz, U., i *Modern Company Law for a European Economy*, s. 170ff.

¹¹⁰ Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm 2009.

¹¹¹ Wallinder & Marcellius s. 14.

¹¹² Takeover-reglerna s. 5. Takeover-direktivet artikel 3(1).

¹¹³ Wallinder & Marcellius s. 14. 7 kap. 10 § LUA samt 8 och 9 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument, (FFFS 2007:17).

¹¹⁴ http://www.naringslivetsborskommitt.se/om-naringslivets-borskommitt__4, 2010-01-18. http://www.godsedpavpmarknaden.se/om-foreningen__3, 2010-01-18.

Utöver reglerna för börser har NBK även gett ut liknande regler för de aktier som handlas på marknadsplatserna First North, NGM och Aktietorget.¹¹⁵

3.2.2.2 Aktiemarknadsnämnden

AMN grundades 1986 av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund, men är idag precis som NBK ett av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden sakorgan.¹¹⁶

Samtliga åtgärder av bolag noterade vid NASDAQ OMX Stockholm och NGM eller åtgärder av aktieägare i dessa bolag kan prövas av AMN om det är av betydelse för en aktie i det noterade bolaget. FI har även delegerat arbetsuppgifter rörande LUA. AMN har i uppgift att fatta beslut om:

- a) förlängning av tidsfristen för upprättande och ansökan om godkännande av erbjudandehandling;
- b) om budplikt ska fullgöras av någon som är närstående till budgivaren;
- c) besked om huruvida budplikt gäller enligt bestämmelserna i 3 kap LUA;
- d) besked om huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. LUA;
- e) undantag från bestämmelserna om budplikt;
- f) undantag från bestämmelserna om försvarsåtgärder.

Beslut av AMN kan överklagas till FI av den som beslutet angår.¹¹⁷

Både NASDAQ OMX Stockholm och NGM har delegerat tolkningen av undantag från Takeover-reglerna till AMN. Detta framkommer direkt av Takeover-reglerna. AMN kan också lämna undantag till Takeover-reglerna, undantagen till reglerna kan förenas med villkor.¹¹⁸

Nämnden kan meddela uttalanden både på eget initiativ samt efter framställning. Nämnden avgör dock själv om den skall ta upp en framställning till behandling. De uttalanden som nämnden avger är skriftliga och offentliggörs i regel på AMN:s hemsida.¹¹⁹

3.3 Budförberedelse

För att lämna ett offentligt uppköpserbjudande är budgivaren skyldig att åta sig att följa Takeover-reglerna. Detta görs enkelt genom att underteckna ett kort avtal som finns tillgängligt på börsens hemsida.¹²⁰ När långtgående

¹¹⁵ http://www.naringslivetsborskommitte.se/om-naringslivets-borskommitt__4, 2010-01-18.

¹¹⁶ http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25, 2010-01-18.

¹¹⁷ 8 kap. 1 § LUA.

¹¹⁸ Takeover-reglerna I.2. http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25, 2010-01-18.

¹¹⁹ http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25, 2010-01-18. Jfr 7 kap. 9 § LUA, krav på kungörelse av beslut.

¹²⁰ 2 kap. 1 § 1 st. LUA. Åtagandavtal finns tillgängligt på Nasdaq OMX Stockholms hemsida.

diskussioner förts om att lämna ett bud och budgivaren är noterad på Nasdaq OMX Stockholm följer också en skyldighet att konfidentiellt informera börsen när förberedelser sker för att kunna lämna ett bud på ett annat börsbolag. Även ett noterat målbolag har en skyldighet att informera börsen när det blivit kontaktat av en utomstående part med avsikt att lämna ett bud.¹²¹

För att få lämna ett erbjudande krävs det att köparen kan fullfölja budet. I detta inbegrips att köparen ska vidtagit förberedelser med hjälp av expertis för att säkerställa att budet går att genomföra. Samt att finansieringen av budet täcker hela acceptfristen.¹²² Det krävs dock inte att budgivaren förväntat sig om att erhålla nödvändiga myndighetsbeslut eller att nödvändiga bolagsstämmobeslut kommer att fattas. Något krav på att budgivaren skall säkerställa att de större aktieägarna i målbolaget accepterar budet bör inte heller föreligga.¹²³ Det är även av vikt att förberedelserna dokumenteras. Budgivaren förväntas nämligen att i efterhand med skriftlig dokumentation kunna visa hur förberedelsearbetet gått till. Det är nämligen inte tillåtet att offentliggöra ”Indikativa bud” och därav är det av vikt att kunna visa att det varit möjligt att genomföra budet.¹²⁴

I vissa fall kan budgivaren ges en möjlighet att genomföra en due diligence-undersökning av målbolaget. Ges budgivaren denna möjlighet får budgivaren i regel inte handla i målbolagets aktier förrän det informationsövertag som budgivaren får del i är utjämnat.¹²⁵

3.4 Olika typer av bud

Offentliga uppköpserbjudanden kan delas in i frivilliga bud och budplikts bud. Reglerna om när budplikt uppstår återfinns i 3 kap. LUA och omfattar alla förvärv av svenska aktiebolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad.¹²⁶ Innebörden av att budplikten regleras i Takeover-reglerna som också reglerar frivilliga bud. Största skillnaden är att vid frivilliga bud kan budgivaren själv bestämma typen av vederlag men vid budplikt måste budet alltid innehålla ett kontantalternativ.¹²⁷ Budplikts bud får ej heller vara förenade med villkor.¹²⁸

Man kan även skilja på förhandlade bud, fientliga bud och konkurrerande bud. Vid förhandlade bud har budgivaren i regel varit i kontakt med kontrollaktieägare och styrelsen i målbolaget för att utbyta information och vinna stöd till sitt bud. Fientliga bud syftar till att målbolagets styrelse

¹²¹ Nasdaq OMX Stockholm – Regelverk för emittenter avsnitt 3.4.1.

¹²² Takeover-reglerna II.1. Jfr AMN 2003:29. RoschierRaidla s. 175.

¹²³ Takeover-reglerna II.1 Kommentar. Nyström, Ohlsson & Skog s. 18.

¹²⁴ Takeover-reglerna II.1 Kommentar. Nyström, Ohlsson & Skog s. 18f. RoschierRaidla s. 173. Jfr AMN 2001:17.

¹²⁵ Takeover-reglerna II.2. Se även nedan avsnitt 3.7.1.

¹²⁶ 3 kap. 1 § 2 st. LUA.

¹²⁷ Takeover-reglerna II.21. Wallinder & Marcelius s. 30. Nyström, Ohlsson & Skog s. 46.

¹²⁸ Wallinder & Marcelius s. 30.

rekommenderar sina aktieägare att inte anta budet. Det är inte helt ovanligt att andra än den ursprunglige budgivaren tillkännager ett konkurrerande bud.¹²⁹ Anledningen till detta kan till exempel vara att målbolagets styrelse har hittat en *vit riddare* som är villig att lämna ett bättre bud.¹³⁰

Vid frivilliga bud tillåter Takeover-reglerna även att bud endast ges för en specifik procentandel av aktierna, ett partiellt bud. Partiella bud förekommer dock sällan i Sverige.¹³¹ Ett frivilligt bud bör också kunna rikta sig mot enbart ett aktieslag, givetvis förutsätter detta att budplikten ej aktualiseras när budet är genomfört.¹³²

3.4.1 Budplikt

Budplikt utlöses då en aktieägare ensam eller tillsammans med närstående¹³³ genom förvärv av aktier går från att kontrollera mindre än 30 procent av rösterna till mer än 30 procent av rösterna.¹³⁴ Om kontrollaktieägaren kommer att kontrollera mer än 30 procent av rösterna genom annans eller målbolagets agerande uppstår budplikt om kontrollaktieägaren förvärvar ytterligare aktier.¹³⁵ Budplikt uppstår också när nya koncernförhållanden eller avtalsförhållanden gör att närstående kontrollerar mer än 30 procent.¹³⁶ En budgivare som genom ett frivilligt bud på samtliga aktier i målbolaget förvärvar mer än 30 procent av rösterna drabbas inte av budplikt därefter.¹³⁷ Budgivaren är även fri att i framtiden förvärva fler aktier på samma sätt utan att budplikt aktualiseras.¹³⁸

Vid beräkning av aktieägandet tas även de aktier som målbolaget själv äger med, detta innebär att återköp av aktier inte är budpliktsutlösande. För innehav av köpoptioner, konvertibler och liknade instrument som innebär ett åtagande att förvärva aktier i framtiden gäller det att de aktier som kommer att tillföras räknas inte in förrän de är de facto tillförda till aktieägaren.¹³⁹ Budplikten omfattar samtliga värdepapper utgivna av bolaget som kan påverkas av en avnotering av målbolaget.¹⁴⁰

När en aktieägare uppnår ett ägande på över 30 % måste detta omedelbart offentliggöras. Aktieägaren måste då ta ställning till om ett bud skall avges eller inte. Om aktieägaren inte avser att lägga ett bud måste innehavet minskas till under 30 % inom fyra veckor.¹⁴¹ Om innehavet minskas och

¹²⁹ Sevenius i Sandeberg & Sevenius s. 312. RoschierRaidla s. 176.

¹³⁰ Se nedan, avsnitt 3.7.2.

¹³¹ Takeover-reglerna II.16. Wallinder & Marcelius s. 22.

¹³² Takeover-reglerna II.3.

¹³³ Se 3 kap. 5 § LUA.

¹³⁴ 3 kap. 1 § 1 st. LUA.

¹³⁵ 3 kap. 2 § 1 st. 1 p. LUA.

¹³⁶ 3 kap. 2 § 1 st. 2 p. LUA.

¹³⁷ 3 kap. 3 § LUA.

¹³⁸ AMN 2009:30, s. 8.

¹³⁹ Wallinder & Marcelius s. 25.

¹⁴⁰ Wallinder & Marcelius s. 25. Takeover-reglerna II.12.

¹⁴¹ 3 kap. 5 § LUA. Wallinder & Marcelius s. 26.

budplikt inte längre föreligger skall aktieägaren omedelbart offentliggöra detta.¹⁴² Även indirekta förvärv av aktier i målbolaget kan resultera i budplikt om förvärvaren och det förvärvade bolagets innehav tillsammans uppgår till över 30 %.¹⁴³

Genom bemyndigande av FI kan dispens från budplikt lämnas av AMN när:

- a) innehavet uppstår på grund av gåva eller arv;
 - b) innehavet uppstår på grund av en "räddningsoperation" för ett företag med svåra ekonomiska problem;
 - c) innehavet uppstår efter utgivandet av nya aktier som köpeskilling vid ett företagsförvärv;
 - d) det de facto inte har skett ett kontrollskifte, t.ex. vid omstruktureringar och generationsskiften;
 - e) bolagsordningen hos målbolaget innehåller rösträttsbegränsningar.
- Till ett undantag kan AMN foga de villkor som nämnden anser behövas.¹⁴⁴

LUA reglerar alltså när budplikt föreligger, men Takeover-reglerna reglerar hur bud under budplikt ska utformas. Förutom de regler som gäller frivilliga erbjudanden gäller även:

- *"erbjudandet ska avse samtliga aktier i målbolaget,*
- *erbjudandet ska innehålla ett vederlagsalternativ som innebär att alla aktieägare har rätt att få kontant betalning,*
- *budgivaren har rätt att villkora erbjudandets fullföljande endast av att denne erhåller nödvändiga myndighetstillstånd, samt att*
- *en förlängning av acceptfristen för kontanterbjudandet förutsätter att utbetalning av vederlag till dem som redan har accepterat erbjudandet inte fördröjs."*¹⁴⁵

Att endast ha en gräns för budplikt och därefter är kontrollaktieägaren fri att förvärva fler aktier utan att budplikt uppstår kan leda till orimliga resultat. Det är i mina ögon en stor skillnad på en kontrollaktieägare som äger under 50 procent och en som äger över 50 procent. NBK har nu föreslagit att ytterligare budpliktsgräns bör införas vid 50 procent för att stärka förtroendet för den svenska aktiemarknaden.¹⁴⁶ Detta kan jämföras med den finska regleringen som redan idag har två budpliktsgränser, 30 och 50 procent.¹⁴⁷

¹⁴² 3 kap. 6 § 3 st. LUA.

¹⁴³ Wallinder & Marcelius s. 29.

¹⁴⁴ Wallinder & Marcelius s. 25f. 7 kap. 5 och 10 §§ LUA samt 8 och 9 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument, (FFFS 2007:17).

¹⁴⁵ Takeover-reglerna II.21.

¹⁴⁶ Skrivelse från NBK till Justitiedepartementet 2009-10-07.

http://www.naringslivetsborskommitte.se/UserFiles/NBK_HemstallanOmAndringIIagen2006_451Underskriven_publicerad091009.pdf . Se även FI:s *Yttrande om förslag till ny budpliktsgräns* 2010-03-15.

http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/30_Remissvar/2010/budplikt_50proc.pdf .

¹⁴⁷ Ilmonen, K., i *The European Takeover Directive and its implementation*, s. 255.

3.4.2 Partiella erbjudanden

Vid frivilliga erbjudanden är det tillåtet att endast en del av aktierna i målbolaget omfattas av budet. Budgivaren, tillsammans med närstående, får då inte komma upp i mer 30 procent av rösterna. Partiella erbjudanden är också tillåtna om budgivaren redan kontrollerar 30 procent eller mer och budplikt inte föreligger. Detta kan ske när budgivaren ligger utanför budplikten till följd av att innehavet är äldre än lagen eller att en dispens är meddelad av AMN som tillåter en ökning av innehavet.¹⁴⁸

När ett partiellt erbjudande offentliggörs skall det största antalet aktier som omfattas anges, samt om budgivaren förbehåller sig rätten att förvärva fler aktier under erbjudandet. Om antalet aktier överskrider skall budgivaren som huvudregel göra en proportionell minskning av de aktieposter som accepterat erbjudandet. Om budgivaren förbehållit sig rätten att välja vilka poster som skall ingå i erbjudandet måste detta ske på ett förutsebart, rättvist och likformigt sätt.¹⁴⁹

3.5 Offentliggörande av budet

Information som offentliggörs i anledning av ett uppköpsförfarande ska vara korrekt, relevant och tydlig. Informationen skall lämnas så att den snabbt blir tillgänglig för allmänheten på ett icke-diskriminerande sätt.¹⁵⁰ Det ska också gå att komma åt informationen på budgivarens och målbolagets hemsida. Samtidigt som informationen offentliggörs skall den också lämnas till Börsen, AMN och FI.¹⁵¹

Takeover-reglerna ställer även upp vad ett offentliggörande av budet skall innehålla. Offentliggörande skall ske så snart som möjligt efter att budgivaren bestämt sig. Om information om erbjudandet läckt ut eller misstänks läcka ut är budgivaren skyldig att gå ut med ett särskilt pressmeddelande för att utjämna informationsläget för börsens aktörer. Bland det som skall lämnas uppgift om är vilka värdepapper som omfattas av budet.¹⁵²

I och med att budet offentliggörs skall både budgivaren och målbolaget informera sina anställda och berörda fackliga organisationer.¹⁵³

¹⁴⁸ Takeover-reglerna II.16 Kommentar.

¹⁴⁹ Takeover-reglerna II.16. Jfr AMN 1994:2.

¹⁵⁰ Takeover-reglerna I.4. Jfr 17 kap. 2 § VpmL.

¹⁵¹ Takeover-reglerna I.4. Vad gäller informationsplikten till FI se även 2 kap. 2 § 2 st. LUA.

¹⁵² Takeover-reglerna II.3.

¹⁵³ 4 kap. 1-3 §§ LUA.

3.6 Erbjudandehandlingen och dess villkor

Efter att budet är offentliggjort skall budgivaren upprätta en erbjudandehandling och inom 4 veckor ansöka hos FI om godkännande.¹⁵⁴ Om budgivaren inte åtagit sig att följa Takeover-reglerna är FI förhindrad från att godkänna erbjudande handlingen.¹⁵⁵ Om det innan acceptfristen är till ända inträffar något som kan påverka bedömningen av budet eller något fel i erbjudandehandlingen uppdragas skall ett tillägg upprättas och inges för godkännande till FI.¹⁵⁶

Ett erbjudande får vara förenat med villkor förutsatt att dessa är uppställda så att det går att objektivt fastställa om de är uppfyllda. Vidare får inte budgivaren ha ett avgörande inflytande över villkoret.¹⁵⁷ En budgivare får endast återkalla ett bud om ett i erbjudandet uppställt villkor inte uppfylls.¹⁵⁸ Erbjudandet kan liknas vid ett anbud och avtalsbundenhet följer därav för budgivaren. Ett återkallande som saknar stöd i villkor torde vara överksamt. Aktieägarna i målbolaget bör kunna kräva att avtalet fullgörs eller att ersättning motsvarande det positiva intresset utges.¹⁵⁹

Acceptfristen för budet regleras också av Takeover-reglerna. Denna måste minst vara tre veckor och högst tio veckor. Fristen kan dock förlängas, men den sammanlagda tiden får som huvudregel ej överstiga tre månader.¹⁶⁰ Aktieägare som accepterar budet är i regel bundna av sin accept. De kan dock i särskilda fall återkalla en accept, dessa fall skall tydligt anges i erbjudande handlingen. Återkallelse får t.ex. ske när acceptfristen är längre än tio veckor, aktieägare har då från och med elfte veckan rätt att återkalla accepten.¹⁶¹ Budgivaren har en rätt att revidera sitt erbjudande om det kvarstår minst två veckor av acceptfristen. Ett erbjudande kan t.ex. behöva ändras om budplikt uppstår eller om budgivaren gjort sidoaffärer under acceptfristen. Om inget förbehåll har gjorts i erbjudandehandlingen måste ändringarna vara till fördel för aktieägarna. Vid en bedömning av villkorsändringar så skall varje villkor bedömas för sig.¹⁶²

Takeover-reglerna innehåller flera föreskrifter om prissättning och hur denna påverkas av affärer före, under och efter erbjudandetiden.¹⁶³ Mer om det i avsnitt 4, nedan.

¹⁵⁴ Takeover-reglerna II.6. 2 kap. 3 § LUA.

¹⁵⁵ 7 kap. 3 § LUA.

¹⁵⁶ Takeover-reglerna II.6.

¹⁵⁷ Takeover-reglerna II.4. RoschierRaidla s. 186.

¹⁵⁸ Takeover-reglerna II.5.

¹⁵⁹ Lindskog, S., i Sandeberg & Sevenius s. 65.

¹⁶⁰ Takeover-reglerna II.7.

¹⁶¹ Takeover-reglerna II.8.

¹⁶² Takeover-reglerna II.9.

¹⁶³ Se Takeover-reglerna II.10-15.

3.6.1 Utformningen av en erbjudandehandling

Ansvarig för utformandet av en erbjudandehandling är budgivaren och i det fall att det rör sig om ett aktiebolag styrelsen i detta budgivarbolag.¹⁶⁴ Målbolagets styrelse skall dock, om möjligt, samverka med budgivaren vid upprättandet av erbjudandehandlingen. Om så inte har skett skall detta anges i erbjudandehandlingen samt hur budgivaren inhämtat information om målbolaget.¹⁶⁵ En sådan bristande medverkan från målbolaget får inte påverka om och när ett erbjudande lämnas.¹⁶⁶ Om målbolagets styrelse medverkat vid utformningen skall erbjudandehandlingens finansiella delar granskas av målbolagets revisor avseende historisk finansiell information. En granskningsberättelse skall därefter avges av revisorn.¹⁶⁷ Om vederlaget i budet består helt eller delvis av aktier skall även budgivarens revisor granska relevanta delar av erbjudandehandlingen, samt avge en granskningsberättelse.¹⁶⁸ Revisorernas granskningsberättelser skall tas in i erbjudandehandlingen.¹⁶⁹

Innehållet i erbjudandehandlingen är i stort lagreglerat samt reglerat av EU:s prospektförordning.¹⁷⁰ Huvudregeln är att erbjudandehandlingen skall innehålla den information som behövs för att aktieägarna i målbolaget skall kunna fatta ett välgrundat beslut.¹⁷¹ Handlingen skall innehålla de i 2a kap. 2 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument uppräknade punkterna. Om vederlaget utgörs helt eller delvis av aktier skall även reglerna om prospekt i 2 kap. följas.¹⁷²

Om budgivaren upprättar en informationsbroschyr för att komplettera erbjudandehandlingen gäller att:

- broschyren får inte ge intryck av att ersätta erbjudandehandlingen;
- på framsidan skall det tydligt anges att en erbjudandehandling existerar samt hur denna kan erhållas;
- broschyren skall innehålla grundläggande information om budgivaren, målbolaget och erbjudandet;
- den skall präglas av saklighet och balans;
- uppgifter som inte ingår i erbjudandehandlingen får ej tas in i broschyren.¹⁷³

Detta för att informationsbroschyren skall vara just ett komplement och inte en ”minierbjudandehandling”. En broschyr med hänvisning till en

¹⁶⁴ Takeover-reglerna IV.1 st. 1. Vid marginella förvärv kan ansvaret eventuellt förflyttas från styrelsen till VD:n. Se Takeover-reglerna IV.1 Kommentar st. 1.

¹⁶⁵ Takeover-reglerna IV.1 st. 2.

¹⁶⁶ Takeover-reglerna IV.1 Kommentar st. 4.

¹⁶⁷ Takeover-reglerna IV.2 st. 1. Om målbolagets styrelse ej medverkar vid upprättandet av erbjudandehandlingen kan revisorn ej heller delta, se Takeover-reglerna IV.2 Kommentar st. 2.

¹⁶⁸ Takeover-reglerna IV.2 st. 2.

¹⁶⁹ Takeover-reglerna Bilaga.

¹⁷⁰ Se även Bilagan till Takeover-reglerna som listar innehållet i en erbjudandehandling.

¹⁷¹ Takeover-reglerna IV.3.

¹⁷² 2a kap. 3 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

¹⁷³ Takeover-reglerna IV.4.

erbjudandehandling i elektronisk form är dock tillräcklig för att sprida information om erbjudandet.¹⁷⁴

3.7 Målbolagets agerande

Styrelsen i målbolaget skall agera i aktieägarnas intresse rörande eventuella bud. Styrelsen skall då se till aktieägarkollektivets intresse och inte till en majoritetsägares intresse.¹⁷⁵ För att tillse att så sker ställer Takeover-reglerna upp jävsregler. Styrelseledamot eller VD i målbolaget får inte delta i handläggningen av erbjudandet om de kan ha ett intresse i frågan som strider mot aktieägarnas intresse. En styrelseledamot som är aktieägare i målbolaget är inte enbart därför i intressekonflikt. Om ett avtal om aktieöverlåtelse träffats med budgivaren eller om styrelseledamoten förbundit sig att acceptera budet skall ledamoten anses vara i intressekonflikt. Uppllysning om en sådan överenskommelse skall lämnas både i pressmeddelandet om budet samt i erbjudandehandlingen.¹⁷⁶

Om flera bud har riktats till målbolagets aktieägare får inte styrelsen utan saklig grund främja någon budgivares bud.¹⁷⁷ I enlighet med 5 kap. LUA får styrelsen ej utan aktieägarnas samtycke vidta åtgärder som försvårar genomförandet eller lämnandet av bud. Mer om försvarsåtgärder nedan under avsnitt 3.7.2.

När ett bud offentliggörs har målbolagets styrelse en skyldighet att offentliggöra sin uppfattning om budet. Detta skall ske senast två veckor före acceptfristens slut. Om budgivaren ändrar villkoren för budet ska styrelsen så snart som möjligt, senast en vecka före acceptfristens utgång, offentliggöra sin uppfattning om det ändrade budet. Styrelsen skall redogöra för den inverkan som ett genomförande av budet får för bolaget. Här skall styrelsen särskilt beakta budgivarens strategiska planer och hur dessa kan påverka sysselsättningen på de platser där målbolaget bedriver verksamhet. Om styrelsen erhåller ett separat uttalande från företrädare för de anställda med en avvikande uppfattning skall detta bifogas till styrelsens uttalande. Kravet på att redovisa styrelsens uppfattning om påverkan på sysselsättningen härstammar från Takeover-direktivet.¹⁷⁸ Uttalandet skall även redovisa de styrelseledamöter som inte deltagit på grund av intressekonflikt samt eventuella reservationer mot uttalandet. I de fall som styrelsen inte är beslutsförd på grund av för många intressekonflikter från ledamöterna, t.ex. vid management utköp, skall ett oberoende värderingsutlåtande inhämtas och offentliggöras.¹⁷⁹ Detta sker i regel även när

¹⁷⁴ Takeover-reglerna IV.4 Kommentar.

¹⁷⁵ Takeover-reglerna II.17.

¹⁷⁶ Takeover-reglerna II.18.

¹⁷⁷ Takeover-reglerna II.17.

¹⁷⁸ Takeover-reglerna II.19. Wallinder & Marcelius s. 78.

¹⁷⁹ Takeover-reglerna II.19. Se också III.3.

styrelsen är beslutsförd och har ett värderingsutlåtande inhämtats skall det alltid offentliggöras.¹⁸⁰

Ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv är styrelsen inte att anse som ett bolagsorgan när de agerar i en budsituation. Detta då bolaget inte har ett egenintresse av budfrågan, utan det är istället aktieägarnas intresse som bevakas. Styrelsen bör därför betraktas som en *kollektiv gestor*¹⁸¹ för aktieägarna. Detta får som resultat att vid felaktiga rekommendationer om uppköpserbjudanden kan ABL:s ansvars bestämmelser ej användas. Det bör dock föreligga ett oaktsamhetsansvar för styrelsen.¹⁸²

3.7.1 Due diligence-undersökning av målbolaget

Önskar en potentiell budgivare genomföra en due diligence-undersökning av målbolaget är det upp till målbolagets styrelse att ta ställning till hur och om det kan ske. Ett ställningstagande får inte ske förrän den potentielle budgivaren skriftligen krävt att få genomföra en undersökning, det tilltänkta budet skall då också bedömas vara av intresse för aktieägarna. Takeover-reglerna stadgar att undersökningen bör begränsas till vad som är nödvändigt för att lämna och genomföra ett erbjudande. Om undersökningen omfattar tidigare icke-offentliggjort material som kan påverka aktiekursen är det målbolagets skyldighet att så snart som möjlig offentliggöra denna, senast en vecka före utgången av acceptfristen.¹⁸³ Det är också förbjudet för budgivaren att handla i målbolagets aktier till dess att informationen är offentliggjord.¹⁸⁴ Om ett bud inte lämnas bortfaller skyldigheten att offentliggöra informationen. För att undvika att icke offentlig information då sprids är det viktigt att styrelsen tillser att det sekretessavtal upprättas som begränsar spridningen av den utlämnade informationen. Ett informationsutlämnande bör inte ske utan att budgivaren skrivit under ett sekretessavtal.¹⁸⁵ Due diligence-undersökningen är därför i regel mindre omfattande än vid privata företagsförvärv. Om det finns flera potentiella budgivare skall dessa ges samma möjlighet till en due diligence-undersökning. Avsteg kan dock göras på grund av konkurrenssituationer och det är upp till målbolagets styrelse att bedöma vad som kan lämnas ut i varje enskilt fall.¹⁸⁶ Due diligence-undersökningar skall som huvudregel inte tillåtas efter att ett uppköpserbjudande offentliggjorts.¹⁸⁷

¹⁸⁰ Wallinder & Marcelius s. 78. RoschierRaidla s. 197. Takeover-reglerna II.19 kommentaren.

¹⁸¹ Uppdragstagare utan uppdrag.

¹⁸² Lindskog, S., i Sandeberg & Sevenius s. 67f.

¹⁸³ Takeover-reglerna II.20.

¹⁸⁴ Takeover-reglerna II.2.

¹⁸⁵ Takeover-reglerna II.20. Wallinder & Marcelius s. 42. Lindskog, S., i Sandeberg & Sevenius s. 66. RoschierRaidla s. 179.

¹⁸⁶ Wallinder & Marcelius s. 42.

¹⁸⁷ Takeover-reglerna II.20. Wallinder & Marcelius s. 42. RoschierRaidla s. 179.

3.7.2 Försvarsåtgärder

Målbolagets möjligheter till försvarsåtgärder regleras dels av LUA men också av allmänna bolagsrättsliga principer. Som en del av Takeoverdirektivets krav kräver LUA att styrelsen skall ha aktieägarnas samtycke för att vidta försvarsåtgärder.¹⁸⁸ Aktiebolagsrättsligt kan bolaget inte ha en åsikt om vem som är lämplig eller olämplig som aktieägare. Styrelsens möjligheter till att genomföra försvarsåtgärder utan bemyndigande av bolagsstämman är därför ytterst begränsade. Det faktum att budgivaren avser att lägga ner målbolagets verksamhet motiverar inte heller till försvarsåtgärder direkt från styrelsen, förutsatt att borgenärsskyddsintressena bevakas.¹⁸⁹ Skulle styrelsen genomföra försvarsåtgärder utan bemyndigande är detta ett kompetensöverskridande. När kompetensen överskrids, t.ex. när rådgivare anlitas för att misskreditera ett bud, bör de kostnader som styrelsen för till bolaget anses vara till skada för bolaget. Denna skada skall ersättas av styrelsen.¹⁹⁰ Finansinspektionen har också möjlighet att vid vite förbjuda en försvarsåtgärd.¹⁹¹ Om vite döms ut drabbas målbolaget av skada och skadeståndskrav kan riktas mot styrelsen. Vid en skadebedömning enligt 29 kap. ABL ligger det nära tillhands att tala om en culpapresumtion vid överträdelse av LUA.¹⁹²

Även bolagsstämmans möjligheter att vidta försvarsåtgärder kan begränsas av aktiebolagsrättsliga principer. Nämligen likhetsprincipen och rätten att fritt överlåta och förvärva aktier. Det är således inte tillåtet att missgynna en namngiven aktieägare i målbolaget. Vid en tillämpning av principerna på beslut vid bolagsstämman torde dock prövningen bli formell och inte gå på syftet med ett visst beslut.¹⁹³

Styrelsen har dock rätt att söka konkurrerande bud från andra företag, så kallade *vita riddare*.¹⁹⁴ Dispens från förbudet mot ej bemyndigade försvarsåtgärder kan sökas hos AMN.¹⁹⁵ Det är även möjligt att genomföra vissa preventiva försvarsåtgärder innan förbudstidpunkten vid ett förvärv inträder.¹⁹⁶

3.7.3 Jävsbestämmelser

Jävsbestämmelserna i 3 kap Takeover-reglerna riktar sig mot styrelseledamöter, styrelsesuppleanter, vd, vice vd, innehavare av annan ledande befattning, samt personer som nyligen haft sådan ställning i målbolaget eller

¹⁸⁸ 5 kap. 1 § LUA. RoschierRaidla s. 198f.

¹⁸⁹ Det torde endast vara möjligt då det framkommer för målbolagets styrelse att budgivaren avser agera kriminellt med avseende på målbolaget, se Lindskog, S. i Sandeberg & Sevenius s. 69.

¹⁹⁰ Lindskog, S. i Sandeberg & Sevenius s. 69.

¹⁹¹ 7 kap. 6 § 3-4 st. LUA.

¹⁹² Stattin s. 85f.

¹⁹³ Lindskog, S. i Sandeberg & Sevenius s. 70.

¹⁹⁴ 5 kap. 1 § 2 st. LUA. RoschierRaidla s. 198f.

¹⁹⁵ Sevenius, R., i Sandeberg & Sevenius s. 319. 7 kap. 5 § 1 st. LUA.

¹⁹⁶ Stattin s. 74.

dess dotterbolag.¹⁹⁷ Även make, sambo eller barn som står under vårdnad av dessa befattningshavare omfattas av reglerna. Detsamma gäller juridiska personer där bestämmande inflytande utövas av dessa.¹⁹⁸ Bakgrunden till regleringen är att begränsa effekterna av ett informationsövertag vid ett erbjudandeförfarande. En effektiv aktiemarknad kräver att informationsläget är jämställt. Detta är givetvis omöjligt att åstadkomma, då personer verksamma i ett bolag alltid har mer information än investerarna. Därav är det inte lämpligt att dessa personer sitter på två stolar i ett erbjudandeförfarande, dels som rådgivare till aktieägarna och dels som budgivare (eller på budgivarens sida). Av samma anledning skall reglerna tillämpas när budgivaren är moderbolag till målbolaget.¹⁹⁹ Vid ett offentliggörande av erbjudandet skall eventuell inblandning enligt ovan anges, det skall också framgå att ett värderingsutlåtande kommer att inhämtas och offentliggöras.²⁰⁰

Bestämmelserna är tillämpliga när ovan nämnda personer knutna till målbolaget lämnar eller deltar i bud på målbolaget. Det avgörande för om en person skall antas delta i ett bud är huruvida han eller hon på grund av sin ställning kan påverka villkoren i erbjudandet, placeringar av ren kapitalplaceringskaraktär skall inte påverka bedömningen.²⁰¹ Även när ett skriftligt åtagande att acceptera ett bud ges av en styrelseledamot som är aktieägare i målbolaget är jäv förhanden.²⁰² När bestämmelserna om jäv är tillämpliga förlängs acceptfristen till att minst omfatta fyra veckor.²⁰³ Detta för att tid skall finnas för att inhämta värderingsintyg och offentliggöra detta senast två veckor innan acceptfristens utgång.²⁰⁴ Värderingsutlåtandet skall författas av oberoende expertis och omfatta en värdering av aktierna i målbolaget samt den ersättning som inte utgörs av kontanter.²⁰⁵ Om konkurrerande bud existerar faller kravet på att inhämta ett värderingsutlåtande.²⁰⁶ Målbolagets styrelse brukar dock inhämta ett värderingsintyg från en oberoende firma oavsett om reglerna i 3 kap är tillämpliga eller ej.²⁰⁷

3.8 Efter acceptfristens utgång

När acceptfristen är över måste budgivaren så snart som möjligt offentliggöra utfallet av budet och hur stor del av målbolaget som kontrolleras av budgivaren. Budgivaren måste då även tillkänna ge hur många aktier som förvärvats utanför erbjudandet samt huruvida eventuella fullföljandevillkor uppfyllts. Tidpunkten för utbetalning av vederlaget skall

¹⁹⁷ Takeover-reglerna III.1 st. 1 och 2 och st. 3 c.

¹⁹⁸ Takeover-reglerna III.1 st. 3.

¹⁹⁹ Takeover-reglerna III.4.

²⁰⁰ Takeover-reglerna III.5.

²⁰¹ Takeover-reglerna III.1.

²⁰² AMN 2008:43.

²⁰³ Takeover-reglerna III.2.

²⁰⁴ Takeover-reglerna III.3 och kommentar till III.2.

²⁰⁵ Takeover-reglerna III.3 st. 1. Som värderingsutlåtande räknas även en "fairness opinion".

²⁰⁶ Takeover-reglerna III.3 st. 2.

²⁰⁷ Wallinder & Marcellius, s. 78.

också tillkännages. Budgivaren skall också tillkännage beslut om att förlänga acceptfristen, reducera de aktieposter som omfattas av gjorda accepter, begära tvångsinlösen av återstående akter och förvärva ytterligare aktier på marknaden.²⁰⁸

Om en budgivare väljer att inte fullfölja ett erbjudande eller återkallar sitt erbjudande får budgivaren ej lämna ett nytt erbjudande förrän efter 12 månader. Budgivaren får under denna tid ej heller förvärva aktier så att budplikt uppstår. I syfte att hindra kringgåenden gäller bestämmelsen även närstående till budgivaren.²⁰⁹ Denna begränsning bygger på den grundläggande principen att ett offentligt uppköpserbjudande inte ska hindra målbolaget från att bedriva sin verksamhet längre än vad som är skäligt.

Förvärvar budgivaren aktier i målbolaget under de sex månaderna efter utbetalning av vederlaget påbörjats räknas detta som efteraffärer. För det fall att villkoren i efteraffärerna är förmånligare än i det avslutade erbjudandet skall de aktieägare som accepterat erbjudandet kompenseras.²¹⁰

3.8.1 Utbetalning av vederlag

Utbetalning av vederlag skall ske så snart som möjligt.²¹¹ Vederlaget betalas i regel via *Euroclear*²¹² och det sker typiskt sätt inom tre till fem bankdagar efter offentliggörandet av utfallet.²¹³ Vid en förlängning av acceptfristen efter dess utgång skall vederlag utgå till de aktieägare som accepterat budet utan påverkan av förlängningen.²¹⁴ Vid ett frivilligt bud har budgivaren ofta förbehållit sig rätten att förlänga acceptfristen och även skjuta fram tidpunkten för utbetalning av vederlaget.²¹⁵

3.8.2 Förvärv av återstående aktier

3.8.2.1 Tvångsinlösen

Om budgivaren med närstående uppnår en ägarandel på över 90 procent efter budet är det möjligt att inleda ett förfarande om tvångsinlösen enligt reglerna i 22 kap. ABL.²¹⁶ Tvångsinlösen kan även påkallas av de kvarvarande minoritetsägarna.²¹⁷ Rätten till tvångsinlösen är alltså ömsesidig, den är dessutom obligatorisk och kan inte ändras i

²⁰⁸ Takeover-reglerna II.22. RoschierRaidla s. 193.

²⁰⁹ Takeover-reglerna II.24.

²¹⁰ Takeover-reglerna II.15.

²¹¹ Takeover-reglerna II.23.

²¹² Euroclear har tagit över Värdepappers centralens uppgifter.

²¹³ Wallinder & Marcellius s. 54.

²¹⁴ Takeover-reglerna II.23 Kommentar.

²¹⁵ Wallinder & Marcellius s. 54.

²¹⁶ Ägarandelen syftar till andelen av det totala antalet aktier, någon hänsyn till röstvärdesskillnader tas ej. Se Nerep & Samuelsson del 2, s. 459f. Samt RoschierRaidla s. 199 och 201f.

²¹⁷ 22 kap. 1 § ABL.

bolagsordningen. Rätten att tvångsinlösa aktier enligt detta tillvägagångssätt gäller endast svenska aktiebolag.²¹⁸

När tvångsinlösen föregås av ett offentligt uppköpserbudande med en anslutningsgrad på över 90 procent skall lösenbeloppet motsvara det i erbjudandet erlagda vederlaget. Annars skall det motsvara börskursen vid inledandet av förfarandet. Någon hänsyn till de särskilda omständigheter som råder vid tvångsinlösen skall inte göras utan priset skall motsvara det som gällt under normala förhållanden. Det finns visst utrymme att frångå ovan nämnda beräkningssätt om särskilda skäl föreligger.²¹⁹ HD har slagit fast att det aktiernas marknadsvärde som skall ersättas och börskursen skall ses som en måttstock mot vilken marknadsvärdet skall prövas. Övervärden som inte speglas i börskursen skall som huvudregel inte påverka lösenbeloppet.²²⁰

Om det ej kan träffas en överenskommelse om inlösen, vilket bör vara fallet vid ett avslutat uppköpserbudande. Skall budgivare skriftligen till målbolagets styrelse begära att tvångsinlösen avgörs av skiljemän. Målbolagets styrelse skall därefter underrätta minoriteten genom brev och kungörelse.²²¹

Förutsatt att budgivaren kan ställa säkerhet för lösenbeloppet samt ränta kan budgivaren begära förhandstillträde till minoritetsaktierna. Är säkerheten tillfredställande beviljas förhandstillträdet och budgivaren har rätt att utöva de rättigheter som aktierna ger.²²²

När ett förfarande om tvångsinlösen inletts startar i regel även ett avnoteringsförfarande.²²³

3.8.2.2 Fusion

En annan möjlighet för budgivaren är att fusionera med målbolaget.²²⁴ Budgivaren kan härigenom absorbera målbolaget. I samband med fusionen skall de kvarvarande aktieägarna i målbolaget erhålla ett fusionsvederlag, värdet av vederlaget måste till mer än hälften bestå av aktier i budgivaren.²²⁵ Värdering av aktierna i målbolaget torde ske på samma grunder som vid tvångsinlösen.²²⁶

För att genomföra en fusion krävs endast 2/3 majoritet vid stämman som godkänner fusionsplanen. Om målbolaget har olika aktieslag krävs 2/3 majoritet inom varje aktieslag. Detta förutsätter dock att budgivaren är ett publikt aktiebolag som handlas vid en reglerad marknadsplats. Annars höjs

²¹⁸ Bland de bolag som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm finns även utländska aktiebolag, för exempel se Bilaga A.

²¹⁹ 22 kap. 2 § 2-4 st. ABL. Vad gäller värderingsdag se Nerep & Samuelsson del 2 s. 470f.

²²⁰ NJA 1996 s. 293. Nerep & Samuelsson del 2 s. 468f.

²²¹ 22 kap. 6, 7 och 28 §§ ABL.

²²² 22 kap. 13 § ABL.

²²³ Wallinder & Marcellius s. 81.

²²⁴ 23 kap. ABL. Se Nerep & Samuelsson del 3 s. 3 ff.

²²⁵ 23 kap. 2 § ABL.

²²⁶ Nerep & Samuelsson del 3 s. 8f.

majoritetskravet till att samtliga aktieägare på stämman skall rösta för förslaget och de företräder minst 90 procent av samtliga aktier. Innehav av budgivaren eller företag i samma koncern som budgivaren beaktas inte vid stämmobeslut om fusion.²²⁷

3.9 Sanktioner

Om en budgivare bryter mot Takeover-reglerna eller mot AMN:s tolkning av reglerna kan Börsens disciplinnämnd besluta att en särskild avgift skall tas ut. Avgiften tas ut av budgivaren och är lägst 50 000 kronor och högst 100 miljoner kronor. Takeover-reglernas sanktioner har exklusivitet för budgivare och sanktioner i Börsens *Regelverk för emittenter* är således ej tillämpliga även om budgivaren själv är bunden av samma börskontrakt som målbolaget. Om ett noterat målbolag överträder Takeover-reglerna är dock Börsens *Regelverk för emittenter*, och sanktionerna i detta, tillämpligt.²²⁸ Målbolaget kan vid grova överträdelser avnoteras och i andra fall kan disciplinnämnden ålägga målbolaget ett vite motsvarande högst 15 gånger den årsavgift som målbolaget erlägger till börsen.²²⁹ Om en överträdelse är mindre allvarlig eller ursäktlig kan Börsens disciplinnämnd avstå från att ta ut en påföljd.²³⁰

Om budgivaren inte har åtagit sig att följa Takeover-reglerna skall FI förbjuda erbjudandet samt besluta att budgivaren skall betala en särskild avgift. Denna avgift är lägst 50 000 kronor och högst 100 miljoner, alltså samma belopp som Takeover-reglerna stadgar.²³¹ FI kan också förelägga den som inte fullgör sin budplikt att göra rättelse. FI kan också utfärda förelägganden gällande brister i informationen till anställda samt otillåtna försvarsåtgärder. FI:s förelägganden kan förenas med vite.²³²

²²⁷ 23 kap. 16-17 §§ ABL.

²²⁸ Takeover-reglerna V st. 1, samt Kommentar.

²²⁹ Börsens regelverk för emittenter, s. 42.

²³⁰ Takeover-reglerna V st. 2. Börsens regelverk för emittenter, s. 42.

²³¹ 7 kap. 2 § LUA.

²³² 7 kap. 6 § LUA.

4 Särskilt om prisskillnad vid röstvärdesskillnader

Den 1 oktober 2009 blev Takeover-reglerna uppdaterade och i samband med detta minskade möjligheterna för prisskillnader mellan röststarka och röstsvaga aktier. Beslutet att ändra på reglerna om prisskillnad var inte enhälligt inom NBK. Bland annat ledamoten Anders Nyrén, Industrivärdens VD, var av en avvikande mening. Tillsammans med de välkända finansmännen Fredrik Lundberg och Gustaf Douglas argumenterade han att samma pris för aktier med röstvärdesskillnader motverkar ett stabilt och långsiktigt ägande.²³³ Även Aktiespararna, som i regel ser till minoritetens intresse, var kritiska till förslaget.²³⁴

I det andra lägret återfinns de Institutionella ägarna som länge har ansett att den premie som ägare av röststarka aktier fått varit otillbörlig.²³⁵ Detta föranledde förslaget från NBK, och Nyrén var den enda ledamot som reserverade sig mot förslaget.²³⁶

4.1 Likhetsprinciperna

4.1.1 Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen

Likabehandling av aktier av samma slag är en grundprincip inom svensk associationsrätt.²³⁷ Den regleras i 4 kap. 1 § ABL och likställer aktierna med varandra. Syftet med regeln är att den skall fungera som en motvikt till majoritetsprincipen vid stämmobeslut.²³⁸ Flera viktiga avsteg från likhetsprincipen finns reglerade i ABL och avsteg görs i bolagsordningen. Bland annat går det att inta en klausul om olika aktieslag med röstvärdesskillnader.²³⁹ För att förtroendet för aktiebolagsformen skall kvarstå brukar en sträng och strikt syn på undantagen från likhetsprincipen förespråkas.²⁴⁰

²³³ Nyrén A., Lundberg F. & Douglas G., DN Debatt, Börskommitténs förslag hotar svensk aktiemodell, 2009-03-15.

²³⁴ di.se, Aktiespararna: "Rösträttsförslag leder till styckning" 2009-03-16
<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3FarticleId%3D2009%255C03%255C16%255C328970%26SectionID%3DEttan%26menusection%3DStartsidanHuvudnyheter>

²³⁵ AMN 2007:24. di.se, Nylander, J., *Fonduppror mot Milestone* 2007:06:14,
<http://di.se/Artiklar/2007/6/14/107342/NY-VERSION--Fonduppror-mot-Milestone/>

²³⁶ Pressmeddelande från NBK 2009-03-16.
http://www.naringslivetsborskommitte.se/UserFiles/Pressmeddelande_Forslag_till_nya_regler_om_offentliga_uppkopserbjudanden_pa_den_svenska_aktiemarknaden_takeovers.pdf, 2010-03-07.

²³⁷ Andersson m.fl. s. 4:3.

²³⁸ Sandström s. 196.

²³⁹ 4 kap. 5 § ABL. De undantag som kan göras regleras i 4 kap. 2-5 §§ ABL.

²⁴⁰ Sandström s. 21, 197. Nerep & Samuelsson del 1 s. 229f.

Viktigt att uppmärksamma är att likhetsprincipen bygger på en lika rätt för aktier och inte aktieägare. Denna distinktion syftar till att visa på att personliga förhållanden och egenskaper hos en aktieägare inte ska påverka en bedömning enligt bestämmelsen.²⁴¹ Detta får till resultat att situationer där aktierna formellt behandlas lika men ägarna reellt särbehandlas faller utanför regeln. När en majoritetsägare gynnas genom ett fördelaktigt affärsavtal drabbar detta samtliga aktier lika mycket, även majoritetsägarens, och likhetsprincipen ger därför inget skydd.²⁴²

En annan viktig aspekt av likhetsprincipen är den immunitet mot förändringar av aktierätten som den innebär. Aktieägare kan bara påverka principen då det följer av lag eller bolagsordning och endast de delar som är fakultativa. Vid en uppdelning av aktierätten i individualrättigheter och innehavsberoende rättigheter står det klart att likhetsprincipen inte skyddar minoriteten fullt ut från majoritetens utnyttjande av sina innehavsberoende rättigheter. De innehavsberoende rättigheterna kan utnyttjas av majoriteten för att driva igenom fakultativa ändringar av bolagsordningen som kan ge ett reellt otillfredsställande resultat.²⁴³ Detta uppmärksammades redan 1941 av Nial.²⁴⁴

Vid samtycke från de drabbade aktieägarna kan avsteg från likhetsprincipen göras vid enstaka tillfällen.²⁴⁵ Avsteg från likhetsprincipen kan dock möjligen göras i vissa fall utan samtycke från aktieägarna. Till exempel när det vid en bedömning på sakliga skäl framstår att majoritetens intressen för en ett avsteg är väsentligt större än minoritetens intresse av att principen upprätthålls.²⁴⁶

Bolagsstämmebeslut som strider mot likhetsprincipen kan klandras med hjälp av 7 kap. 50 § ABL såsom stridande mot lag.

4.1.1.1 Samspelet med generalklauslerna

Likhetsprincipen skyddar inte i alla otillbörliga situationer. Men genom ett samspel med generalklausulerna hindras de flesta otillbörliga utnyttjanden av innehavsberoende rättigheter. Införandet av generalklausuler i ABL 1944 skedde just för att begränsa missbruk av majoritetsprincipen och de innehavsberoende rättigheterna.²⁴⁷ Idag återfinns generalklausulerna i 7 kap. 47 § ABL (för bolagsstämman), och 8 kap. 41 § 1 st. ABL (för styrelse och VD).

Generalklausulerna tar sikte på beslut som kan medföra en otillbörlig fördel för en aktieägare eller annan. Därigenom överlappar tillämpningen av

²⁴¹ Nerep & Samuelsson del 1 s. 215.

²⁴² Sandström s. 197.

²⁴³ Nerep & Samuelsson del 1 s. 215ff.

²⁴⁴ Nial s. 720.

²⁴⁵ Johansson s. 151.

²⁴⁶ Johansson s. 151. Sandeberg s. 132. NJA 1977 s. 393 (s. 400), NJA 2009 s. 550 (s. 555).

²⁴⁷ Nerep & Samuelsson del 1 s. 218ff. Andersson m.fl. s. 7:91f. Nial s. 720.

likhetsprincipen och generalklausulerna varandra. Då likhetsprincipen ger ett strikt förbud medans generalklausulerna ställer upp ett otillbörlighetskrav är det lämpligt att först pröva om likhetsprincipen kan tillämpas på ett beslut. Men om särbehandlingen inte kommer in under likhetsprincipen, till exempel vid fördelaktiga kontrakt mellan aktieägare och bolag, måste generalklausulerna tillämpas. Fördelen med generalklausulerna är att käranden endast behöver visa att särbehandlingen var ägnad att ge en otillbörlig fördel, någon fördel måste faktiskt inte uppstå. Om svaranden i sin tur kan visa på en rimlig förklaring till särbehandlingen bör transaktionen stå fast. Beslut som ger en majoritetsägare fördelar men kan visas affärsmässigt motiverade är därigenom möjliga.²⁴⁸

4.1.2 Aktiemarknadens likhetsprincip

Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen gäller rättigheter mot bolaget. Därav är olika ersättningar vid uppköp, till aktieägare i målbolag ej i strid med 4 kap. 1 § ABL. Inom aktiemarknaderna har likhetsprincipen genom självreglering förts ett steg framåt och omfattar även en budgivares agerande mot aktieägare i ett målbolag.²⁴⁹ Storbritannien var ett av de första länderna att införa självreglering av aktiemarknaden genom The City Code on Takeovers and Mergers (City Code), och NBK hämtade inspiration från denna vid författandet av Takeover-reglerna.²⁵⁰ City Code (1979) byggde på två huvudprinciper varav den ena var likabehandling av aktieägare i målbolaget.²⁵¹ City Code (1979) stadgade som en av fjorton generella principer att aktieägare av samma aktieslag skall bli behandlade på liknande sätt (*En: treated similarly*) av budgivaren.²⁵² Ytterligare en generell princip i City Code (1979) var att om ett uppköpserbjudande på samtliga aktier gavs efter riktade förvärv av aktier (förfärrer) skulle ägare av aktier av samma aktieslag få samma eller bättre villkor som i förfärrerna.²⁵³

Denna princip har nu fastslagits av lagstiftande organ genom utfärdandet av Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG (Takeover-direktivet). Artikel 3(1)(a) av Takeover-direktivet slår fast likhetsprincipen inom aktiemarknadsrätten:

”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.”

Denna och övriga principer i artikel 3 var snarlika de dåvarande svenska principerna inom takeover regleringen, som hade kunnat behållas oförändrade. Takeover-utredningen förespråkade dock att principerna i artikel 3 skulle ersätta lydelsen av de svenska principerna och de återfinns

²⁴⁸ Andersson m.fl. 7:91 ff. Sandström s. 196 ff. Nerep & Samuelsson del 1 s. 228f.

²⁴⁹ Sandström s. 161.

²⁵⁰ Nyström, Ohlsson & Skog s. 9f.

²⁵¹ Weinberg & Blank 1979 para. 1206. Idag gäller The Takeover Code vars generella principer är direkt hämtade från Takeover-direktivet.

²⁵² City Code i Weinberg & Blank 1979 para. 2741.

²⁵³ City Code i Weinberg & Blank 1979 para. 2742.

nu i Takeover-reglerna.²⁵⁴ Likhetsprincipen i Takeover-direktivet är en del av minoritetsskyddet i direktivet och tillsammans med reglerna om budplikt i artikel 5 så uppnås ett effektivt skydd av minoritetsägarna.²⁵⁵

Reglerna om budplikt kan också ses som en tillämpning av likhetsprincipen. Budplikt säkerställer att en minoritetsägare kan sälja sitt innehav till samma premie som en kontrollerande aktieägare när denne avyttrar sitt innehav. Likhetsprincipen tar här sitt uttryck i att samtliga aktieägare får vara med och dela på den premie som en budgivare är beredd att betala för att uppnå kontroll över målbolaget.²⁵⁶

Takeover-reglerna skall alltid tolkas så att likhetsprincipen upprätthålls och om en regel visar sig var ändamålsstridig i ett visst fall skall likhetsprincipen ha företräde.²⁵⁷ Detta var fallet även innan utfärdandet av Takeover-direktivet. Redan 1973 slog Fondbörsutredningen fast vikten av likhetsprincipen på aktiemarknaden.²⁵⁸ HD har även fastställt vikten av likhetsprincipen som en generell princip inom aktiemarknadsrätten.²⁵⁹ HD uttalade i målet:

*”Att rekommendationerna har begränsats till fall av offentliga erbjudanden i och för samgående mellan bolag kan inte tolkas så att likabehandlingsprincipen skulle ha ansetts sakna eller ha väsentligt mindre betydelse utanför rekommendationernas direkta tillämpningsområde.”*²⁶⁰

Avgörande byggde delvis på kontraktsheden mellan börsbolag och börsern, men det ger ändå ett starkt stöd för likhetsprincipen inom aktiemarknadsrätten.

Stockholmsbörsen värnar också indirekt om den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen genom att ställa upp oberoendekrav för vissa styrelseledamöter.²⁶¹

Takeover-reglerna innehåller förutom principen i inledningen också regler som specifikt hanterar likabehandling, nämligen regel II.10 och II.11. Dessa regler handlar om vederlaget för aktierna och behandlas nedan i avsnitt 4.2.

²⁵⁴ SOU 2005:58 s.100ff. Takeover-reglerna, Inledning s. 5f.

²⁵⁵ Wouters, Van Hooghten & Bruyneel i The European Takeover Directive and its implementation, s. 14. Ekonomisk forskning har visat budplikts regler skyddar minoritetsägare mot ineffektiva kontrollskiften i bolag. Budplikts regler kan dock även innebära vissa effektiva kontrollskiften inte genomförs. Se Burkart & Panunzi s. 12 ff. samt Berglöf & Burkart s. 196 ff.

²⁵⁶ Wouters, Van Hooghten & Bruyneel i The European Takeover Directive and its implementation, s. 25.

²⁵⁷ Takeover-reglerna, Inledning s. 5.

²⁵⁸ SOU 1973:60 s. 81 ff. Godtogs av departementschefen i Prop. 1975/76:175 s. 19f.

²⁵⁹ NJA 1985 s. 343.

²⁶⁰ NJA 1985 s. 343, citat s. 351.

²⁶¹ Örtengren T. i Sandeberg & Sevenius s. 114f.

4.2 Vederlagets form och storlek

Vi ett frivilligt uppköp från aktiemarknaden kan antingen kontant vederlag erbjudas eller vederlag i annan form, vanligtvis aktier. Även kombinationer av aktier och kontanter förekommer, dessutom går det i teorin att erbjuda även annan ersättning än aktier och kontanter.²⁶² Budgivaren har i linje med likhetsprincipen en skyldighet att erbjuda ägare till aktier med samma villkor lika vederlag.²⁶³ Vidare gäller att när olika aktieslag existerar i målbolaget skall vederlag av samma form erbjudas för samtliga aktieslag.²⁶⁴

För det fall att budgivaren förvärvat 10 procent av aktierna mot kontantbetalning inom kortare tid än sex månader innan budet offentliggjorts skall erbjudandet ha ett kontantalternativ.²⁶⁵ Detsamma gäller om budgivare förvärvar aktier under erbjudandetiden mot kontant betalning och tillsammans med tidigare innehav kommer upp i 10 procent.²⁶⁶ När ett budpliktsbud är förhanden krävs också ett kontantalternativ i erbjudandet.

4.2.1 Kontantbetalning

Vid kontant betalning är huvudprincipen i Takeover-reglerna att samma ersättning skall utgå för både röststarka och röstsvaga aktier.²⁶⁷ Avsteg från denna princip får göras efter tillstånd från AMN och endast då de olika aktieslagen är noterade. Skillnaden får uppgå i den skillnad mellan aktiekurser som föreligger vid handel på börsen. Eventuell premie för de olika aktieslagen skall då vara procentuellt lika stor.²⁶⁸ Prisskillnader mellan aktier med olika ekonomiska rättigheter i bolaget är däremot accepterad, denna skillnad får dock inte vara oskälig.²⁶⁹

Kursskillnaden mellan A- och B-aktier på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap är i många fall försumbar. Detta beror till stor del på att många investerare föredrar likviditet framför röstvärde. Då det är lättare att avyttra aktier med hög likviditet i handeln. I regel är det röstsvaga aktieslaget mer likvid än det röststarka vilket gör att prisskillnaderna har jämnat ut sig.²⁷⁰

4.2.1.1 Undantag av AMN

AMN får endast lämna undantag från samma ersättning för röst-differentierade aktier om:

- *”likviditeten i de berörda aktieslagen är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild,*

²⁶² Wallinder & Marcelius, s. 50. Se AMN 1994:2.

²⁶³ Takeover-reglerna II.10.

²⁶⁴ Takeover-reglerna II.11 st. 1.

²⁶⁵ Takeover-reglerna II.13 st. 4. Förutsatt att aktierna inte förvärvats genom ett tidigare uppköpserbjudande.

²⁶⁶ Takeover-reglerna II.14 st. 5.

²⁶⁷ Takeover-reglerna II.11 st. 3.

²⁶⁸ Takeover-reglerna II.11 st. 4.

²⁶⁹ Takeover-reglerna II.11 st. 2.

²⁷⁰ RoschierRaidla s. 205. Se t.ex. Ericsson, NCC, SEB, SHB och Volvo.

- *kursskillnaden inte är endast tillfällig och*
- *kursskillnaden inte är hänförlig till endast en eller ett fåtal köparens efterfrågan.*²⁷¹

Kommentaren till Takeover-reglerna II.11 nämner att likviditeten i aktieslagen inte måste vara densamma. Klart är dock att det krävs att likviditeten är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild. Det ges dock ingen ledning till vilken skillnad som skulle vara acceptabel för att AMN skulle tillåta ett undantag från samma pris. Om man ser till de skillnader i likviditet mellan aktier noterade på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap är det värt att notera att av 54 bolag har 35 bolag aktieslag med olika röstvärden. I de fall där både de röststarka och röstsvaga aktierna är noterade är likviditeten högre i fyra av de röststarka aktieslagen.²⁷² Detta kan jämföras med Ericsson där de röststarka aktierna i genomsnitt under den senaste månaden endast stod för 0,23 procent av den totala omsättningen i Ericsson.²⁷³ Vad gäller Hufvudstaden är omsättningen av den mycket röststarka C-aktien ytterst marginell. Minst skillnad i omsättning mellan noterade aktieslag med röstvärdesskillnad är det i Atlas Copco, följt av SSAB och Industrivärden. I Atlas Copco och SSAB står de röstsvaga aktierna för minst del, ca 29 procent respektive ca 10 procent av omsättningen. I Industrivärden står den röststarka A-aktien för ca 10 procent av omsättningen. Skillnader i omsättning mellan aktieslagen är alltså påtaglig. Likviditeten bör därför inte ses som en relativ del av den totala omsättningen av berörda aktieslag. Istället bör en lösning väljas där man ser på om omsättningen är tillräcklig i absoluta tal kopplat till antalet aktier som omsatts. Det är dock inte helt självklart var eller hur en gräns kommer att dras av AMN.

Vad gäller den andra förutsättningen om att kursskillnaden inte endast är tillfällig är problemet istället tidsaspekten, hur långt tillbaka skall kursskillnaden vara bestående. Givetvis bör tidsaspekten kopplas till likviditeten också. Den period som bestäms för att beräkna om kursskillnaden är tillfällig bör också användas för att räkna ut genomsnittlig likviditet. En beräkning av genomsnittlig kursskillnad kan göras genom:

$$\frac{\sum_n \text{StängningskursA} - \sum_n \text{StängningskursB}}{n} = \text{Økursdifferens}$$

Där n = antalet handelsdagar, frågan är då hur många handelsdagar som behövs för att visa på en kursskillnad. Samt vilken kursskillnad som skall användas när det väl är etablerat att en ej tillfällig kursskillnad föreligger. Den kursskillnad som råder på handelsdagen när erbjudandet offentliggörs eller genomsnittlig kursdifferens under den bestämda perioden.

²⁷¹ Takeover-reglerna II.11.

²⁷² Atlas Copco, SEB, SHB och SSAB. I samtliga fall har bolagen gett ut fler röststarka aktier än röstsvaga, enl. bolagsordningar per 2010-03-23.

²⁷³ Beräkningar på omsättningen i Ericsson A och B under perioden 2010-02-23 till 2010-03-23.

Den tredje förutsättningen är i sig inte orimlig och syftar med största sannolikhet till att undvika en otillbörlig påverkan av erbjudandets vederlag för röststarka aktier. Men också till att den kursdrivning som kan orsakas av att en kommande budgivare ”damsuger” marknaden på röststarka aktier inte skall påverka prisskillnaden mellan aktieslagen. Föreligger konkurrerande anbud kan det tänkas att börskursen på de röststarka aktieslaget stiger mer än kursen på det röstsvaga aktieslaget. Utan provisionen skulle detta kunna resultera i att en budsituation orsakar en prisskillnad mellan aktieslagen som inte är representativ för bolaget på lång sikt. NBK har uppenbarligen ansett att detta inte är önskvärt.

AMN har en möjlighet att lämna generella undantag från reglerna.²⁷⁴ Denna möjlighet kan utnyttjas för att lämna undantag från Takeover-reglerna II.11. Undantag skall dock endast lämnas under mycket speciella förhållanden. Ett sådant undantag får endast medges om det efter en helhetsbedömning framstår som att den föreslagna vederlagsstrukturen kommer att gynna samtliga aktieägare. Ett lämnat undantag får ej heller kunna rubba förtroendet för regelverket.²⁷⁵ Det förefaller därför som osannolikt att AMN skulle nyttja denna möjlighet.

4.2.1.2 Äldre reglering

De tidigare takeover-reglerna gav budgivaren en större frihet i utformningen av budet. Huvudprincipen har dock inte förändrats, vid identiska villkor mellan aktieslagen gällde även innan identiskt vederlag per aktie.²⁷⁶ Vid icke identiska villkor tillät de tidigare reglerna att vederlaget skilde sig både i form och värde.²⁷⁷

En eventuell prisskillnad skulle grunda sig i aktiernas marknadsvärde. Vad gällde onoterade röststarka aktieslag var det accepterat att de värderades 10 procent högre än de noterade röstsvaga aktierna.²⁷⁸ Premien skulle dock vara lika stor för samtliga aktieslag. I undantagsfall om särskilda skäl förelåg fick budgivaren erbjuda olika premier.²⁷⁹ Praxis från AMN har i många fall godkänt en ett högre vederlag för röststarka aktier, även högre prisskillnader än 10 procent accepterades i undantagsfall.²⁸⁰ Se nedan avsnitt 4.3 för en genomgång av praxis.

4.2.2 Andra ersättningar

När budet inte föregås av budplikt är budgivaren fri att välja vederlagsform. Vid budplikt måste ett kontantalternativ finnas men budgivaren kan erbjuda

²⁷⁴ Takeover-reglerna I.2.

²⁷⁵ Takeover-reglerna II.11 Kommentar.

²⁷⁶ Takeover-reglerna 2007, II.8. Jfr Takeover-reglerna II.10.

²⁷⁷ Takeover-reglerna 2007, II.9.

²⁷⁸ Wallinder & Marcelius s. 48. AMN 2007:24, AMN 2005:13, AMN 2004:19 och AMN 2004:18.

²⁷⁹ Takeover-reglerna 2007, II.9 st. 1.

²⁸⁰ AMN 2007:24, AMN 2006:27, AMN 2005:13, AMN 2004:18 och AMN 2004:19.

andra vederlag som alternativ.²⁸¹ Den vanligaste ersättningen utöver kontanter är aktier i det förvärvande bolaget. Även annan egendom kan dock erbjudas som vederlag. AMN har accepterat att en budgivare i ett frivilligt lämnat erbjudande erbjuder målbolagets aktieägare värdecheckar, för användning i budgivarens verksamhet, som betalning.²⁸²

När det gäller prisskillnad vid röstvärdesskillnad blir tillämpningen samma som vid kontanterbidanden. Huvudregeln är alltså att samma vederlag i både form och värde skall erbjudas ägarna av de olika aktieslagen. Uppfyller målbolagets aktieslag kraven i Takeover-reglerna II.11 kan dock undantag från huvudregeln beviljas av AMN.²⁸³

Vad som kan komplicera situationen jämfört med kontanta vederlag är var gränsen för vad som anses vara samma form av vederlag skall dras. Även värderingsfrågor aktualiseras beroende på var gränsen för samma vederlag dras. En situation som kan tänkas uppstå är: *Två börsbolag, Buyer och Target, med A- och B-aktier. I båda bolagen ger en A-aktie 10 röster och en B-aktie 1 röst. Target har både A- och B-aktier noterade men Buyer har endast sina röstsvaga B-aktier noterade. Buyer avser att förvärva Target genom ett frivilligt offentligt uppköpserbjudande. I Buyers bud erbjuds aktieägare i Target att byta in 2 st. B-aktier i Target mot 1 st. B-aktie i Buyer, samt 2 st. A-aktier i Target mot 1 st. A-aktie i Buyer. Är detta förenligt med de nya Takeover-reglerna? Huvudregeln är att samma vederlag skall erbjudas för A- och B-aktierna i Target. Detta då Takeover-reglerna ställer upp krav på samma form av vederlag skall erbjudas aktier av samtliga slag.²⁸⁴ I fallet erbjuds ägare av båda aktieslagen i Target aktier i samma bolag, Buyer. Detta talar för att anse att det är samma form av vederlag. Situationen kan jämföras med när ett börsbolag delar ut aktier i ett onoterat dotterbolag. Ett upplägg där moderbolagets A-aktieägare får A-aktier och moderbolagets B-aktieägare får B-aktier i utdelning brukar då inte anses strida mot den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen och är relativt vanligt förekommande.²⁸⁵ Med hänsyn till detta är det inte orimligt att samma bedömning bör göras vid ett uppköpserbjudande. Om vi antar att vederlaget enligt ovan bedöms vara av samma form uppstår givetvis frågan om det är av samma värde. Om man utgår från Takeover-reglerna så bör Buyers A-aktier värderas till samma belopp som börskursen på B-aktierna.²⁸⁶ Detta även om ett marknadsvärde på en fri marknad hade resulterat i ett högre pris. Det är också tänkbart att A-aktierna skulle kunna värderas till ett lägre värde då de inte går att omsätta på en börs. Genom införande av en konverteringsklausul i Buyers bolagsordning löses dock omsättningsproblematiken. Om värdet på A- och B-aktierna i Buyer är samma och börskursen för A- och B-aktier i Target är samma uppstår egentligen inget problem. Om kursen på A-aktierna är högre så bör det*

²⁸¹ Takeover-reglerna II.21.

²⁸² AMN 1994:2. Vikt fästes vid att värdecheckarna var fritt överlåtbara.

²⁸³ Takeover-reglerna II.11.

²⁸⁴ Takeover-reglerna II.11 1 st.

²⁸⁵ Se t.ex. Kinneviks utdelning av Invik och Electroluxs utdelning av Husqvarna.

²⁸⁶ Jfr Takeover-reglerna II.11 3 st.

anses som godtagbart att erbjuda vederlag värderat till värdet på B-aktierna.²⁸⁷ Inte heller om kursen på A-aktierna istället är lägre än kursen B-aktierna²⁸⁸ kan samma värde på vederlaget anses utgöra en otillåten premie.²⁸⁹ Det borde alltså vara möjligt att differentiera vederlaget genom att erbjuda olika aktieslag i budgivaren för olika aktieslag i målbolaget. Inte heller ett vederlag som kombinerar kontanter och aktier bör påverka bedömningen, förutsatt att kontantdelen är lika stor för de aktieslag som endast skiljer i fråga om röstvärde.

AMN kan också lämna ett generellt undantag för att Buyer skall kunna lämna ett vederlag som inte är av samma form eller värde för samtliga aktieslag i Target (se ovan avsnitt 4.2.1.1).

4.3 Uppmärksammade fall

Förutom avgörande rörande prisskillnad vid röstvärdesskillnader kan även budplikts dispenser påverka förtroendet för prissättningen vid röstvärdesskillnader. Detta var fallet när Investor och Wallenberg stiftelserna avyttrade sina Scania-aktier till Volkswagen.²⁹⁰ Nedan refereras ett antal avgöranden om prisskillnad samt budplikts dispenser.

4.3.1 AMN 2009:30 Ticket – Braganza

Braganza har under maj 2009 förvärvat 29,33 procent av rösterna och kapitalet i Ticket. Ticket är noterat på Nasdaq OMX Stockholm, Small Cap. Braganzas andel i Ticket har därefter, genom en indragning av återköpta aktier, ökat till 30,8 procent. Då ökningen skedde genom indragning av aktier aktualiseras inte budplikten. Avgörandet gäller priset i framtida förvärv i Ticket genom uppköpserbudande från Braganza, både vid budplikt och frivilligt erbjudande. AMN slår fast att teckning av aktier i en nyemission inte kan anses utgöra en föreffär. Om Braganza förvärvar ytterligare aktier uppkommer budplikt, villkoren i dessa förvärv är då lägsta nivån i ett bud. Detta förutsätter att förvärven görs på marknadsmässiga villkor. Om Braganza istället lämnar ett frivilligt uppköpserbudande kan de själva bestämma lägsta priset. Efter genomfört frivilligt erbjudande bortfaller också budplikten. Ytterligare förvärv i ett senare skede skulle alltså inte resultera i budplikt. Takeover-reglerna saknar särskilda krav i frivilliga erbjudanden och AMN ansåg sig inte kunna införa några krav men avsåg uppmärksamma de berörda börserna samt lagstiftaren på frågeställningen.

²⁸⁷ Jfr AMN 2006:27.

²⁸⁸ Vilket är fallet för ett flertal av de bolag som är noterade på Large Cap, se t.ex. Ericsson per den 2010-03-16.

²⁸⁹ Jfr Takeover-reglerna II.11 4 st.

²⁹⁰ AMN 2007:08, AMN 2007:36 och AMN 2008:31. Se även Greffäck S., Andersson M., Rudman P. & Lagerqvist M., DN Debatt, *Förtroendet raserat för Stockholmsbörsen*, 2008-04-04.

Värt att nämna är Braganza förvärvade ytterligare aktier och därefter lämnade ett budpliktsbud på resterande aktier. Den 10 mars 2010 hade 89,4 procent anslutit sig till budet.²⁹¹

4.3.2 Scania

Mycket av kritiken mot prisskillnader vid röstvärdesskillnader kommer från Volkswagens anskaffande av 68 procent av rösterna i Scania.²⁹² 2006 kontrollerade Investor och Wallenberg stiftelserna, genom ett innehav av A-aktier, 30,62 procent av rösterna i Scania. Denna post såldes den 5 mars 2008 till Volkswagen för 200 kr per A-aktie, en markant premie då börskursen för A-aktien var 133,95.

Efter införandet av LUA ville Investor och Wallenberg stiftelserna teckna ett samarbetsavtal rörande aktieägandet i Scania. För att detta ej skulle resultera i budplikt för Investor eller stiftelserna söktes dispens hos AMN. Dispensen beviljades med villkor att om parterna ökade innehavet och tillsammans blev störste aktieägare i Scania skulle detta utlösa budplikt. Volkswagen var vid detta tillfälle största ägaren i Scania med 34 procent av rösterna.²⁹³ Volkswagen hade dock på grund av agerande av Scania under 30 procent av rösterna för en kort period vid LUA:s införande. Som en följd av detta skulle ytterligare förvärv av Volkswagen utlösa budplikt. Volkswagen sökte därför dispens från budplikt för att kunna utöka sitt ägande. AMN beviljade dispensen, men villkorade den till att gälla upp till 49,99 procent av rösterna.²⁹⁴ Volkswagen förvärvade därefter ytterligare aktier och den 3 maj 2007 kontrollerade man 36,41 procent av rösterna. För att kunna förvärva mer än hälften av rösterna i Scania ansökte Volkswagen den 27 september 2007 om en utvidgad dispens. AMN beviljade ansökan med motiveringen att om Volkswagen skulle haft mer än 30 procent av rösterna i Scania vid LUA:s ikraftträdande skulle budplikt ej aktualiseras vid ytterligare förvärv. Att Volkswagens andel var lägre än 30 procent berodde på en teknikalitet vid Scantias återköp av aktier. Dessutom ansåg AMN att något kontrollägarskifte inte skedde om Volkswagen skulle öka sin ägarandel.²⁹⁵ Som nämns ovan förvärvade Volkswagen därefter Investors och Wallenberg stiftelsernas aktier i Scania. Volkswagen blev därigenom ägare till 68 procent av rösterna utan att behöva lämna ett budpliktsbud.

Många ansåg att handlandet från Investors och Volkswagens sida skadade förtroendet för aktiemarknaden.²⁹⁶ När kontrollen i Volkswagen skiftade och ett koncernförhållande uppstod med Porsche utlöstes tillslut budplikten.

²⁹¹ <http://di.se/Artiklar/2010/3/10/201816/Braganza-forlanger-Ticketbudet/>, 2010-03-12.

²⁹² Se Grebbäck S., Andersson M., Rudman P. & Lagerqvist M., DN Debatt, *Förtroendet raserat för Stockholmsbörsen*, 2008-04-04.

²⁹³ AMN 2006:44.

²⁹⁴ AMN 2007:08.

²⁹⁵ AMN 2007:36

²⁹⁶ Grebbäck S., Andersson M., Rudman P. & Lagerqvist M., DN Debatt, *Förtroendet raserat för Stockholmsbörsen*, 2008-04-04. Se även <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Porsche-lagger-bud-pa-Scania/>.

AMN uttalade därvid att de affärer som gjorts av Volkswagen innan närståendeförhållandet uppstod inte kunde räknas som förfärer. Detta resulterade i att priset i budet blev den volymvägda genomsnittliga betalkursen under de 20 dagar innan budplikten aktualiserades.²⁹⁷ Väsentligt mindre än vad Investor erhöll för sina A-aktier.²⁹⁸

4.3.3 AMN 2007:24 Milestone - Invik

Avgörandet rör Milestones förvärvande av Invik. Inviks aktier var fördelade på två aktieslag, A- och B-aktier. En A-aktie berättigade till tio röster och en B-aktie berättigade till en röst. I en förfär med kontrollägarna (bl.a. Kinnevik och Emesco) erlade Milestone 10 procent mer för A-aktier än för de B-aktier man förvärvade. Prisskillnaden berodde enligt Milestone inte på skillnader i premie mellan aktieslagen utan i att marknadsvärdet var högre för A-aktierna på grund av röstvärdesskillanden. De övriga aktieägarna erbjöds i ett uppköpserbjudande samma pris som Milestone erlagt i förfären. En grupp av institutionella ägare (fonderna) ansåg att prisskillnaden på A- och B-aktier stred mot då gällande takeover-regler och frågan hänfördes till AMN.

Inviks A-aktier var ej noterade, men handel förekom på en inofficiell lista. Fonderna ansåg att marknadspriset på A-aktier skulle fastställas utifrån den inofficiella handeln av aktierna. Skillnaden i marknadspris på A- och B-aktier skulle då vara obefintlig. För det fall att ett hypotetiskt marknadsvärde skulle beräknas ansåg fonderna att det skulle grunda sig på följande omständigheter:

- Aktuell spridning;
- Följsamhet i prissättningen i jämförelse med B-aktien;
- Bolagsordningens konverteringsmöjlighet;
- Likabehandlingen vid avknoppningen från Kinnevik;
- Generella prisvariationer mellan röststarka respektive röstsvaga aktier på Stockholmsbörsen;
- Prisvariationer avseende Kinneviks A- respektive B-aktie;
- Förekomsten av likabehandling av röststarka och röstsvaga aktier vid offentliga uppköpserbjudanden; och
- Andra värderingsfaktorer.

Fonderna var av åsikten att då Invik har en konverteringsklausul i bolagsordningen talar det för att A- och B-aktier ska anses ha samma värde. Detta då igen kompensation lämnas till de A-aktieägare som konverterar till B-aktier. Vidare pekar man på att en skillnad i värdering av A- och B-aktier i Invik skulle innebära att Kinnevik bröt mot likhetsprincipen vid utdelning av Invik till sina aktieägare. Detta då ägare till Kinnevik B-aktier fick Invik B-aktier och ägare till A-aktier fick A-aktier. Fonderna menar att vid en värdering av Inviks A-aktier skall man utgå från de noterade B-aktierna samt ovan nämnda omständigheter, detta ansåg fonderna talade för att priset på en A-aktie var samma som en B-aktie.

²⁹⁷ AMN 2008:31.

²⁹⁸ <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Porsche-laggar-bud-pa-Scania/>.

Milestone hävdade att den inofficiella noteringen inte kunde ligga till grund för bedömningen av marknadsvärdet på A-aktierna. Men poängterade också att röstvärdesskillnaden mellan aktieslagen kunde motivera en avvikande premie mellan aktieslagen. Milestone ansåg även att vederlaget i förfären motsvarade marknadsvärdet av aktierna. Detta då Milestone lämnat budet på kontrollaktierna i konkurrens med andra aktörer. Priset som Milestone erbjöd för A- respektive B-aktier var der högsta erbjudna i försäljningsprocessen. Det offentliga uppköpserbjudandet på Invik var i sin tur ett resultat av förvärvet av kontrollaktierna. Man ansåg vidare att spridningen och den inofficiella handeln av A-aktie var marginell, åtta ägare ägde 95 procent av A-aktierna. Milestone ansåg inte heller att konverteringsklausulen i Inviks bolagsordning gav en ledning om priset. Detta då möjligheten till konvertering existerade för att säkerställa ett golv för A-aktiens värde. Milestone bemöter även kritiken mot maktpremier vid förvärv. Det argument som bemöts är att då någon vill förvärva samtliga aktier i ett bolag är inte röstvärdesskillnaden av betydelse för förvärvaren då alla aktier, oavsett rösträtt, har samma värde efter förvärvet. Detta bygger på att när det är en ensam ägare uppstår inget mervärde av den kontroll som röststarka aktier ger. Milestone ansåg att detta argument brister i två hänseenden. Dels att kontrollägare torde anse att deras röststarka aktier, som krävs för att ta kontroll över bolaget, är värda mer än röstsvaga aktier; och dels att den som vill förvärva samtliga aktier i ett bolag inte kan vara säkert på att lyckas och därigenom är villig att betala mer för den kontroll som kommer av röststarka aktier. Dessa argument kan endast sättas ur spel av ett frivilligt erbjudande som är villkorat till 90 procent anslutningsgrad. Milestone hänvisade också till tidigare avgöranden från AMN som tillåtit prisskillnader på 12 procent och rättsäkerhetsaspekterna av att inte ändra detta genom praxis.

AMN konstaterar att skillnader i vederlaget mellan olika aktieslag kan bero på antingen olika marknadsvärden, olika premier eller en kombination av båda, men de får aldrig vara oskäligen. AMN ansåg vidare att marknadsvärdet vid en inofficiell notering inte var att likställa med det vid en notering. Nämnden återknöt till tidigare avgöranden, men konstaterade att en prisskillnad på 10 procent möjligen kan ifrågasättas. De ansåg dock att tills ändringar sker av regelverket för uppköpserbjudanden skall viss premie för röststarka aktier anses accepterad. Man kom fram till att Milestone handlande varit förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Nu har takeover reglerna ändrats och en prisskillnad enligt avgörandet kan inte anses vara förenlig med de nya reglerna.²⁹⁹

4.3.4 AMN 2006:27 (Anonymt)

Ett utländskt industribolag övervägde ett samgående med ett svenskt industribolag noterat på Stockholms börsens A-lista. Målbolaget hade både

²⁹⁹ Jfr Takeover-reglerna II.11 st. 3.

röststarka A-aktier samt röstsvaga B-aktier noterade. Röstvärdesskillnaden var en röst till en tiondels röst (1:0,1). Vederlaget i erbjudandet skulle bestå av aktier i budgivaren samt en kontantdel i euro. Mindre aktieägare skulle även erbjudas ett kontant alternativ i svenska kronor. Budgivare avsåg att erbjuda samma totala vederlag för både röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier. Detta skulle kunna innebära att den procentuella premien på de olika aktieslagen då erbjudandet lämnas inte är samma. I fallet hade skillnaden i slutkurs under de sex närmsta månaderna varit högst 2,6 procent. Vid framställningen till AMN handlades A-aktierna till en lägre kurs än B-aktierna. Trots att samma pris skulle medföra ett avsteg från principen om samma procentuella premie ansåg AMN att samma pris var förenligt med god sed på aktiemarknaden vid dessa förutsättningar. Man ansåg också att den särbehandling som erbjöds mindre minoritetsägare var förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Detta avgörande ligger i linje med hur priset skall bestämmas enligt nuvarande reglering.³⁰⁰

4.3.5 AMN 2005:13 Intentia

Ett utländskt, vid Nasdaq noterat, bolag avsåg lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i Intentia. Intentias aktiekapital är fördelat på onoterade A-aktier med 10 röster och noterade B-aktier med 1 röst. Budgivaren avsåg att lämna aktier i Budgivaren som vederlag för aktierna i Intentia. Vederlaget för A-aktierna skulle i erbjudandet motsvara ett värde 12 procent högre än vederlaget för B-aktierna. A-aktierna i Intentia var fördelade på tre aktieägare som tillsammans kontrollerade 53,3 procent av rösterna. Två av dessa hade tidigare samma år förvärvat A-aktier till en premie om 23 procent jämfört med då gällande börskurs på B-aktien. Dessa två aktieägare skulle även förbinda att acceptera erbjudandet samt en inlåsningsperiod om 180 dagar om erbjudandet inte genomfördes. AMN poängterade än en gång att man inte utan vidare kan beteckna en prisskillnad överstigande 10 procent som oskälig. Nämnden ansåg att de aktuella förutsättningarna gjorde en prisskillnad på 12 procent förenligt med god sed på aktiemarknaden.

4.3.6 AMN 2004:19 VLT

En grupp investerare planerade ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i VLT AB. VLT:s aktiekapital var fördelat på två aktieslag, A-aktier med 1 röst och B-aktier med 1/10 röst. A-aktierna var onoterade medan B-aktierna var noterade på Stockholmsbörsen. Gruppen kontrollerade tillsammans redan 45,5 procent av kapitalet och 46,9 procent av rösterna. För att uppnå en hög anslutningsgrad avsåg investerarna att erbjuda en högre premie om de blev ägare till mer än 90 procent av kapitalet och rösterna. Skillnaden i premie mellan aktieslagen var drygt 15 procent

³⁰⁰ Jfr Takeover-reglerna II.11 st. 3 och 4.

vid den högre anslutningsgraden och 9 procent vid den lägre. Skillnaden motiverades i högre synergieffekter vid en anslutning på mer än 90 procent.

AMN konstaterade att inget hindrade en högre premie vid högre anslutningsgrad. Nämnden gick också igenom ca 4 års uppköpserbjudanden gällande bolag med röstdifferentierade aktier. Under den aktuella perioden hade 25 erbjudanden lämnats. I 10 fall hade de röststarka aktierna erbjudits en högre premie och sju av dessa fall rörde onoterade A-aktier. Prisskillnaden i de 10 fallen var: 23 %, 20 %, 19 %, 15 %, 12 %, 11 %, 10 %, 10 %, 10 % och 5 %. Man konstaterar därefter att huvudregeln är att den procentuella premien skall vara samma för samtliga aktieslag, men att den kan vara svårtillämpad när det rör onoterade A-aktier. I avsaknad av utredning om marknadsvärdet av de onoterade A-aktierna får de antas ha samma värde som de noterade B-aktierna. Nämnden ansåg med denna bakgrund att en prisskillnad på 15 procent inte var godtagbar.

4.3.7 AMN 2004:18 Brio

Ett bolag inom Proventusgruppen övervägde att förvärva aktier i Brio av kontrollaktieägarna. Aktierna i Brio var fördelade på två aktieslag, A-aktier med 10 röster och B-aktier med 1 röst. A-aktierna var onoterade men B-aktierna var noterade på Stockholmsbörsen. Då Proventus avsåg att förvärva mer än 30 procent av rösterna skulle affären komma att utlösa budplikt. Fråga var om Proventus kunde erbjuda kontrollaktieägarna en premie på 12 procent för A-aktierna. Proventus ansåg att premien kunde motiveras av det högre röstvärdet samt det inflytandet förvärvet av en betydande post skulle ge. Samt att Proventus skulle ansluta sig till ett aktieägarkonsortium med förköpsrätt vid framtida försäljningar av A-aktier.

AMN konstaterade att det var en spridd uppfattning på aktiemarknaden att prisskillnaden mellan röststarka och röstsvaga aktier bör vara högst 10 procent. Man nämnde också att man i ett icke offentligt uttalande ej ansett att en prisskillnad på 20 procent varit att anse som god sed på aktiemarknaden. Man ansåg dock att det faktum att prisskillnaden var över 10 procent inte automatiskt gjorde den oskälig. I det aktuella fallet ansågs premien på 12 procent inte vara oskälig.

4.3.8 AMN 1994:2 (Anonymt) om likabehandling

Ingivaren av ärendet agerade för Bolaget AB i avsikt att minska antalet aktieägare som inte innehavde en börspost. Detta då de små ägarna i Bolaget AB resulterade i höga register- och distributionskostnader. Ingivaren hade två handlingsplaner, en handel av aktier till rabatterat courtage samt ett uppköpserbud riktat till mindre aktieägare.

Vid handel i aktier skulle Bolaget AB ersätta Ingivaren med en fast avgift för varje transaktion. AMN ansåg att Bolaget AB:s genom detta förfarande skulle särbehandla de mindre aktieägarna, vilket strider mot likhetsprincipen. Men mot bakgrund att avgiften skulle understiga Bolaget AB:s

årliga kostnader ansåg nämnden att det skulle anses som godtagbart att subventionera försäljningar, men inte kompletteringsköp.

Uppköpserbjudandet skulle lämnas av Bolaget Z och vederlaget skulle vara värdecheckar i Bolaget Z. Att erbjudandet skulle endast rikta sig mot mindre aktieägare i Bolaget AB ansågs inte förenligt med NBKs rekommendation. Istället förordade AMN att ett partiellt erbjudande skulle lämnas till samtliga aktieägare med företräde vid överanslutning för de ägare med minst antal aktier. Det faktum att värdecheckarna var fritt överlåtbara ansågs som avgörande för att tillåta vederlaget.

4.3.9 AMN 1991:3 Industrivärden – Bahco

Avgörandet gällde ett uppköpserbjudande från Industrivärden till aktieägarna i Bahco. Aktiekapitalet i Bahco var fördelat på onoterade A-aktier samt noterade B-aktier. Industrivärden erbjöd en premie på ca 10 procent för de röststarka A-aktierna. Sveriges Aktiesparares Riksförbund invände mot prisskillnaden på A- och B-aktierna. Man ansåg att affärs-mässiga skäl till att erlagga en premie för A-aktierna saknades då Industrivärden med närstående redan ägde flertalet A-aktier.

AMN kommer i avgörandet till slutsatsen att ”*[v]id en bedömning av frågan vad som är god sed på aktiemarknaden saknar det enligt nämndens bedömning betydelse huruvida det, med hänsyn till "närstående"-situationen eller av andra skäl, varit nödvändigt att - för att kunna genomföra förvärvet av A-aktierna - erbjuda ett högre vederlag för dessa aktier än för B-aktierna.*”³⁰¹ Premien för A-aktierna ansågs kunna vara kopplad till marknadsvärdet på A-aktierna och var förenlig med god sed på aktiemarknaden.

³⁰¹ AMN 1991:3

5 Analys

Inom EU har Sverige under många år försvarat ett system med röstvärdesskillnader. Nu har vi i Sverige infört nya regler vid offentliga uppköp som likställer priset på röststarka och röstsvaga aktier. Förespråkare för det tidigare systemet med möjlighet till prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier anser att detta är början på slutet för det svenska systemet med röstvärdesskillnader.³⁰²

5.1 Systemet med röstvärdesskillnaders framtid

Internationellt har system med röstvärdesskillnader varit hårt ansatta. Men inom norden är systemet välanvänt och anses ge fördelar för näringslivet. Med det inte sagt att systemet är fritt från nackdelar.³⁰³

Det främsta argumentet för att avskaffa röstvärdesskillnader är att det bör föreligga en proportionalitet mellan kapitalinsats och makt i bolaget. Vid en första granskning kan detta förete sig som självklart att det ska vara proportionalitet mellan kapital och makt. Men vad man bör betänka är dock att insatser i aktiebolag inte är begränsade till den kapitalinsats aktieägaren bidragit med. I innovationsbolag besitter grundaren i regel kompetens som behövs för att föra bolaget framåt. Grundaren har oftast också en idé om hur man bäst når framgång. När kapitalutspädning sker kan det vara av vikt att grundaren får behålla kontrollen i bolaget för att motivera den extra ansträngning, jämfört med passiva ägare, som han eller hon står för. Men röstvärdesskillnader kan också användas för att åstadkomma en starkare maktposition för andra investerare då grundare önskar ta in mer kapital och samtidigt ha kvar ett större antal aktier. En emission av röststarka aktier till överkurs kan då vara en lämplig utväg. Detta upplägg kan ge den nye investeraren proportionerlig makt i förhållande till investerat kapital samtidigt som bolaget tillförs obundet kapital. I ett utvecklingsskede kan detta behövas för att undvika att reglerna om tvångslikvidation aktualiseras. Förekomsten av en kontrollaktieägare innebär också bättre styrelsekontroll än spritt ägande. Detta bör resultera i att styrelsen inte tar sig friheter på aktieägarnas bekostnad.

Klart är att förflyttning av makt mellan ägarna till aktiebolag är ibland nödvändigt eller av nytta för näringslivet. Detta kan ske till exempel genom pyramidstrukturer, röstvärdesskillnader, aktieägaravtal och korsvist ägande. Att åstadkomma maktpositioner genom system med röstvärdesskillnader är då ett transparent system där det går lätt för en tänkt investerare att få grepp

³⁰² Nyrén A., Lundberg F. & Douglas G., DN Debatt, Börskommitténs förslag hotar svensk aktiemodell, 2009-03-15.

³⁰³ Se avsnitt 2.3 för en genomgång av för- och nackdelar.

om maktbilden i det tänkta målbolaget. Systemet har också fungerat väl i Sverige under mycket lång tid. När det gäller börsbolag är inte alltid alla aktieslag noterade och det är vanligt att det är just de röststarka aktierna som inte är noterade. Aktierna är dock i regel noterade med angivande av aktieslagsbeteckning. Om investeraren sätter vikt i hur makten fördelas mellan aktieslagen kan eventuella röstvärdesskillnader lätt utläsas ur den offentliga bolagsordningen, vilken också skall finnas tillgänglig på bolagets hemsida.³⁰⁴ Att det klart och tydligt framgår om ett bolag använder sig av röstvärdesskillnader ligger i linje med vad *OECD Principles of Corporate Governance* förespråkar. När informationen finns tillgänglig är det upp till varje enskild investerare att fatta informerade beslut som bygger på tillgänglig information.

I och med att EU ville införa krav på proportionallitet mellan kapital och makt, *en aktie en röst*, utreddes det om det gick att visa att röstvärdesskillnader hade en negativ effekt på aktiemarknaden och *en aktie en röst* en positiv effekt. Dessa utredningar kom i huvudsak fram till att röstvärdesskillnader inte resulterade i negativa effekter på aktiemarknaden.³⁰⁵ Det hade dessutom varit orimligt att förbjuda system med röstvärdesskillnader samtidigt som man tillåter *golden shares* inom EU. EU-kommissionen har visserligen fört talan mot *golden shares* vid Europeiska unionens domstol och vunnit ett flertal mål. Det slutade dock i att *golden shares* ansågs förenliga med gemenskapsrätten under vissa förhållanden. Ytterligare en anledning till angreppet på systemet med röstvärdesskillnader vara att det var lättare för en aktieägare att blockera uppköpserbjudanden. Det är i sig ostridigt att uppköpserbjudanden i regel är av nytta för samhället. För att underlätta genomförande av uppköp ansåg därför EU att man borde införa *en aktie en röst*. Sverige kunde då visa på en hög andel genomförda uppköp trots röstvärdesskillnader. EU har nu övergett tankarna på att införa *en aktie en röst*. Men i och med de nya Takeover-reglerna är det inte omöjligt att fler kontrollaktieägare kommer att blockera uppköpserbjudanden. Därigenom är det möjligt att frågan om *en aktie en röst* inom EU kommer aktualiseras igen.

Systemet med röstvärdesskillnader är dock just nu ohotat ur lagstiftningssynpunkt, men genom de nya Takeover-reglerna är det istället hotat av självreglering. Det hot som en avskaffande av prisskillnad mellan aktieslag med röstvärdesskillnader innebär är, i min mening, inte att systemet i sin helhet är hotat. Det skulle dock inte vara omöjligt att vi i framtiden kommer att se mer invecklade ägarstrukturer i bolag på väg mot börsen. Makt kan givetvis åstadkommas både genom utgivande av röststarka aktier men också genom ett ägande av fler aktier. För att åstadkomma en kontrollposition som bygger på både makt och kapital till minimal kostnad kan då pyramidstrukturer och korsvist ägande användas. Ser man till helhetsbilden med både noterade och onoterade aktier är det min åsikt att det är önskvärt att behålla systemet med röstvärdesskillnader även om det internationellt går mot *en aktie en röst*. Denna internationella rörelse mot *en aktie en röst*

³⁰⁴ Nasdaq OMX Stockholm - Regelverk för emittenter s. 49.

³⁰⁵ Se ovan avsnitt 2.2.1. Samt bl.a. Khachatryan och Deminor 2005.

märks dock inte i våra nordiska grannländer. Jämfört med dem har vi snarast en mer restriktiv syn på röstvärdesskillnader. I Sverige gäller att röstvärdesskillnaden ej får överstiga 1:10, i övriga länder finns inga begränsningar. Danmark hade tidigare samma begränsning som Sverige men avskaffade begränsningen den 1 januari 2010. Framtiden för röstvärdesskillnader ser således ljus ut i våra grannländer.

5.2 Prisskillnader vid olika röstvärde

Motivet att förbjuda röstvärdesskillnader kan tyckas något oklart. Skulle lagregler införas som tar bort röstvärdesskillnader aktualiseras frågan om ersättning för den skada ägare till röststarka aktier drabbas av. Om du förlorar kontrollen över ett aktiebolag anser nog de flesta att det är till skada för aktieägaren. Om staten skulle ingripa på detta sätt hade det varit en kränkning av äganderätten och aktieägaren borde ha rätt till ersättning enligt EKMR. Det har i litteraturen diskuterats att ersättningen bör uppgå till 15 procent av värdet på de röststarka aktierna. Om man anser att ägare till röststarka aktier har rätt till denna ersättning borde man rimligtvis inte kunna ta åsikten att prisskillnad i uppköpsituationer är orimligt. Detta är dock inte det enda argumentet för att tillåta rimliga prisskillnader vid röstvärdesskillnader.

Om man ser till bakgrunden att förbjuda prisskillnad har den sin grund i affärer som skadat förtroendet för aktiemarknaden. De affärer som kritiserats starkt är uppköpet av Invik samt försäljningen av Investors och Wallenberg stiftelsernas Scaniaaktier. I Inviks fall rörde det sig om ett organiserat budgivningsförfarande på kontrollägarnas aktier, där huvuddelen av de röststarka aktierna återfanns. Köparen, Milestone, erbjöd då 12 procent mer för de röststarka aktierna. Med bakgrund i att en försäljning av denna kontrollpost var nödvändig för att ta kontroll över Invik och att aktieägarna accepterade uppköpserbjudandet är prisskillnaden inte orimlig. Ett antal institutionella placerare ansåg emellertid att bröt mot Takeover-reglerna genom att erbjuda en premie för A-aktierna. AMN avgjorde ärendet till budgivarens fördel och aktieägarna i Invik accepterade som sagt erbjudandet. För att ett uppköpserbjudande skall lyckas måste priset som erbjuds för aktierna ge ett mervärde för aktieägarna i målbolaget jämfört med att behålla aktierna. Då erbjudandet fullföljdes förefaller det som att aktieägarna tillslut ansåg att så var fallet. I Scania-fallet lämnades inte ett offentligt uppköpserbjudande förrän inträdet av Porsche som moderbolag i Volkswagen tvingade fram ett budpliktsbud. Då Volkswagens köp av aktier innan koncernförhållandet uppstod inte kunde hänföras till Porsche blev vederlaget i budet markant lägre än vad Volkswagen betalt Wallenbergsfären för deras röststarka aktier. Detta agerande hade även under de nu gällande Takeover-reglerna varit tillåtet. Det vill säga en av de starkaste bakomliggande grunderna till förbudet mot prisskillnader täcks inte av de nya reglerna. Den ändring som behövs för att komma tillrätta med problemet är ytterligare en eller flera budpliktsgränser. Hade en sådan gräns existerat vid Volkswagens köp av Wallenbergsfärens aktier skulle budplikt utlösts redan då och övriga aktieägare skulle fått ta del av den premie som

erbjöds, bortsett från en rimlig prisskillnad mellan A- och B-aktier. Ett förslag från NBK på att införa ytterligare en budpliktsgräns vid 50 procent är ute på remiss och verkar bli genomfört. Detta är enligt min mening den väg som borde valts från början för att komma åt orimliga aktieaffärer.

Självklart vill samtliga ägare ha så bra betalt som möjligt i ett uppköpsförfarande, men detta innebär inte att priset på röststarka och röstsvaga aktier bör vara samma. En kontrollägare ger upp mer än ekonomiska rättigheter och för att motivera en försäljning av de röststarka aktierna kan en prisskillnad behövas. Då ett genomfört uppköpserbjudande innebär ett mervärde för samtliga aktieägare är det viktigare att uppköp genomförs än att vederlaget är samma för röststarka och röstsvaga aktier. Jag tror att var och en som äger en kontrollpost i röststarka aktier ser ett mervärde i detta. Detta mervärde kapitaliseras dock inte förrän vid ett kontrollskifte. Om ett kontrollskifte inte kan åstadkommas finns det ingen reell anledning att erbjuda ett högre pris för röststarka aktier då de ekonomiska rättigheterna är samma som för de röstsvaga aktierna. I bolag med en uttalad kontrollaktieägare och båda aktieslagen noterade resulterar detta i mycket små prisskillnader mellan aktieslagen. Istället är det på grund av den i regel mindre omsättningen av röststarka aktier inte ovanligt att priset på börsen är lägre för de röststarka aktierna. Detta skulle kunna jämföras med att nyttan av en banan och ett äpple är samma om man bara har en/ett. Men om man har fem äpplen kan man göra äpplepaj vilket ger en högre nytta per äpple. Någon möjlighet till att få högre nytta från bananer existerar inte. Detta bör resultera i att priset på äpplen är högre än priset på bananer. Men en familj äger så många äpplen att det inte går att köpa fem äpplen för någon annan. Detta resulterar i att priset på marknaden är samma för äpplen och bananer. För att familjen skulle vilja sälja sina äpplen skulle de givetvis ta betalt mer än vad priset på marknaden är då de förlorar mer nytta än vad en köpare på marknaden vinner. Det samma gäller aktier, de nya reglerna resulterar i att en budgivare blir skyldig att ge samtliga aktieägare den premie som motsvarar mervärdet av kontroll för att lyckas med uppköpserbjudandet. Detta resulterar i att kostnaden för uppköp av bolag med röstvärdesskillnader ökar dramatiskt. Andelen röststarka aktier är i regel liten och den prisskillnad som ges röststarka aktier påverkar totalkostnaden av budet därefter. Risken är att vi därför kommer att se färre genomförda uppköp, antingen för att kontrollägaren inte anser att priset ersätter mervärdet de röststarka aktierna representerar eller för att budgivaren inte lyckas finansiera den ökade kostnaden som det innebär att lämna kontrollpremien till samtliga aktieägare.

Som argument för att inte tillåta prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier i uppköpserbjudanden används ofta att nyttan av varje aktie är samma om budgivaren förvärvar samtliga aktier i målbolaget. Argumentet är vettigt ur en analys av köparens nytta, men det kommer inte runt att nyttan för säljarna inte är samma som nyttan för köparen. Enligt grundläggande ekonomisk teori kommer inte en säljare att sälja förrän nyttoförlusten täcks av vederlaget. Om man ser till argumentationen ovan kommer kontrollaktieägaren att kräva ett högre pris för att acceptera erbjudandet än det pris som

övriga aktieägare är beredda att acceptera erbjudandet vid. Det krävs trots allt att båda parter i en affär känner att de tjänar på den för att den skall genomföras. Den lösning med viss prisskillnad vid röstvärdesskillnader löste denna problematik på ett rimligt vis. Ser man dessutom till situationer där kontrollaktieposten är mindre än 30 procent resulterar ett ägarbyte av kontrollposten inte i budplikt. Därigenom är det möjligt för köparen att erbjuda en högre premie för dessa aktier än vid ett offentligt uppköpserbjudande. Om ett uppköpserbjudande därefter lämnas av en annan budgivare är det då rimligt att ej tillåta en premie vid det senare förvärvet? För det fall att den förste köparen erlagt mer för aktierna än vederlaget i det offentliga uppköpet är det högst osannolikt att uppköpserbjudandet kommer att accepteras av kontrollaktieägaren. Givetvis förutsatt att värdet på målbolaget inte minskat sen det första förvärvet.

Ytterligare ett argument som förekommer är att vid konvertering av röststarka aktier till röstsvaga genom utnyttjande av en konverteringsklausul i bolagsordningen så får aktieägaren ingen ersättning utöver de konverterade aktierna. Detta argument bortser från anledning till att införa konverteringsklausuler. Klausulerna existerar för att ägare till onoterade eller illikvida aktieslag skall kunna avyttra sina aktier. Detta anknyter till att investerare prissätter likvida aktieslag högre än illikvida allt annat lika. Kopplar man samman resonemangen ovan med detta är det lätt att se att då röstsvaga aktieslag i regel är mer likvida kommer de i många fall värderas högre av marknaden än röststarka aktier. En konverteringsklausul är därför lämplig när det existerar minoritetsägare som äger röststarka aktier, för att undvika att dessa blir inlåsta i sina positioner.

Takeover-reglerna tillåter undantag från samma vederlag på aktier med samma ekonomiska rättigheter men olika röstvärden endast då båda aktieslagen är noterade. Då krävs det att AMN lämnar ett undantag. Reglerna ställer då upp tre förutsättningar, som handlar om likviditeten i aktierna samt kursskillnaden, för att AMN skall lämna ett sådant undantag.³⁰⁶ Förutsättningarna för undantag är inte helt lätta att tolka och innan innebörden av reglerna står helt klar kommer det behövas ett flertal avgöranden från AMN. Det kan tyckas olyckligt att reglerna är så pass otydliga då det gör det svårt att överblicka vilken prisskillnad och vilka upplägg som kan godtas i framtiden. Förvisso är det fullt möjligt att begära ett förhandsavgörande av AMN vilket gör att en praxis om vad som skall anses som godtagbar likviditet i aktieslaget och inte endast tillfällig kursskillnad. Vad som är i mina ögon olyckligt är att dessa krav bygger på flera i dagsläget okända parametrar. Tid, del av totala likviditeten, viss fastställd minsta genomsnittlig dagshandel, volymvägda genomsnitt kurser eller slutkurser för att nämna några. Det är därför svårt att bedöma hur AMN kommer resonera vid en tillämpning av de nya reglerna. Att tillåta prisskillnader som är förankrade i kursskillnader mellan noterade aktieslag kommer i många fall ändå resultera i att ingen prisskillnad tillåts. Detta har sin bakgrund i att ingen eller liten skillnad föreligger mellan börskurserna. Se till

³⁰⁶ Se avsnitt 4.2.1.1.

resonemangen ovan om pris knutet till likviditet och kontrollaktieägare. Men jag tror ändå att upplägg där röststarka aktier i budgivare erbjuds för röststarka aktier i målbolaget och tvärtom för röstsvaga aktier skulle kunna accepteras. Vilket till viss del skulle kunna kompensera för den indragna möjligheten till prisskillnad.³⁰⁷

5.3 De nya Takeover-reglernas påverkan på aktiemarknaden

Bakgrunden till ändringarna av Takeover-reglerna var att allmänheten skulle bibehålla förtroendet för aktiemarknaden. Genom att tillförsäkra samtliga aktieägare rätt till samma ersättning för sina aktier skulle situationer där ägare till onoterade röststarka aktier fick bättre betalat än övriga ägare undvikas. Jag ser det dock som att det inte skadar förtroendet för börserna att tillåta en rimlig prisskillnad vid röstvärdesskillnader, det vill säga en prisskillnad enligt den praxis som tidigare gällde. Det som däremot skadat förtroendet för aktiemarknaden och dess tillsynsorgan är budpliktsreglerna och frikostiga undantag från dessa. Nu har detta uppmärksamats av NBK och med stor sannolikhet kommer ytterligare en budpliktsgräns att införas vid 50 procent.

Själva införandet av de nya Takeover-reglerna kan, som nämns ovan, lätt resultera i att antalet erbjudanden som genomförs minskar. Om man äger en kontollpost som bygger på aktier med högre röstvärde förefaller det normalt att tycka att man skall få högre ersättning än andra aktieägare. Det är inte heller omöjligt att vi kommer att se affärer med längre horisonter för att gå runt reglerna om förfärd. Detta skulle i sin tur resultera i att förtroendet för aktiemarknaden istället för att stärkas kommer att minska. Sådana upplägg skulle med största sannolikhet inte kunna angripas med dagens Takeover-regler. Man skulle kunna argumentera för att det uppläggen skulle strida mot syftet bakom reglerna³⁰⁸, men det är orimligt att utvidga fastställda tidsfrister i enskilda fall.

Då reglerna i högre utsträckning garanterar likabehandling av mindre aktieägare bör dock förtroendet för aktiemarknaden öka. Det ligger nämligen i de större aktörernas intresse att agera på ett ”schysst” sätt, och inte använda sig av olika upplägg för att komma runt reglerna. Dels för att undvika fler och mer betungande regler och dels för att när förtroendet för marknaden ökar så bör rimligtvis även handelsvolymerna öka. Högt likviditet i aktiehandeln resulterar i regel dessutom i högre börskurser. Stora handelsvolymerna är också avgörande för att aktierna skall få så korrekt prissättning som möjligt. Värt att tänka på är att förtroendet för den svenska aktiemarknaden redan innan införandet av de nya Takeover-reglerna var högt, även om det upplevt ett antal törnar. Som nämns ovan innebär dock de nya reglerna inte någon lösning på samtliga problem under de gamla

³⁰⁷ För ett utförligare resonemang se avsnitt 4.2.2.

³⁰⁸ Jfr Takeover-reglerna, Inledning.

reglerna. Det borde varit en bättre lösning att behålla möjligheten till prisskillnad och förlita sig skärpta budpliktsregler. Givetvis är det svårt att bestämma vad som är en rimlig prisskillnad men det måste stå klart att rösterna har ett värde även om de inte ger ekonomiska rättigheter mot bolaget. Mer rimligt än förbudet mot prisskillnad vid onoterade röststarka aktier hade varit att försäkra sig om en grundligare prövning av prisskillnaden. Här kan jämföras med den brittiska takeover-koden som gör det möjligt att erbjuda prisskillnader mellan aktieslag om både budgivarens och målbolagets rådgivare kan motivera en prisskillnad för deras *Takeover Panel*, som är motsvarigheten till AMN.³⁰⁹ En sådan lösning hade med största sannolikhet resulterat i mindre prisskillnader men samtidigt öppnat för en flexiblare syn på prisskillnad vid röstvärdesskillnader.

³⁰⁹ The Takeover Code, The Panel on Takeovers and Mergers, London, 25 januari 2010, Rule 14.1 och Notes on Rule 14.1.

6 Slutsats

För att stärka förtroendet infördes regler om prisskillnader som inte är optimala ur ett större samhällsperspektiv. De nya reglerna går förvisso ett steg längre vad gäller likabehandling på aktiemarknaden. Men de kommer sannolikt också innebära att tröskeln för lönsamma uppköp höjs. Detta borde innebära att tillgångarna, det vill säga målbolaget, stannar längre hos ägare som inte har den samhällsoptimala nyttan av tillgångarna. Med det inte sagt att det alltid är samhällsoptimalt att ta ett bolag från börsen. Prisskillnader mellan röststarka och röstsvaga aktier har länge varit självklara, och det av en anledning. Jag tror att det är väldigt få personer som inte kan se det rimliga i att rösterna har ett visst extra värde när det blir tal om ett kontrollskifte i ett målbolag. Som nämns ovan är det snarare budpliktsreglerna som orsakat ett förtroende tapp för aktiemarknaden. De nya reglerna tog fokus från budplikten som behövde revideras men löser dem inte. Reglerna kan nästan ses som ett spel för gallerierna och var i min mening inte rätt väg att gå. Det faktum att det kan diskuteras vilken prisskillnad som är rimlig betyder inte att alla prisskillnader är orimliga. AMN godkännande av 12 procents prisskillnad mellan Inviks aktieslag kan tyckas något hög men vid omständigheterna inte orimlig. De placerare som ansåg prisskillnaden som orimlig accepterade till slut det erbjudna vederlaget vilket borde betyda att de gjorde en nyttovinst jämfört med att behålla aktierna. Alltså var affären inte till nackdel för dem. Det är däremot mycket olustigt att en aktieägare kan gå från precis över 30 procents ägande till över 50 procents ägande utan att behöva lämna ett offentligt uppköpserbjudande till övriga aktieägare. Innan 50 procents ägande är passerat finns det faktiskt en viss möjlighet för andra att driva igenom frågor på bolagsstämman, må vara endast teoretisk i många fall, efter att 50 procents ägande passerats är det ju inte ens teoretiskt möjligt att ifrågasätta majoritetsägaren. Det är nu på förslag att införa ytterligare en budpliktsgräns vid 50 procent. Detta skulle tillse att minoriteten får del av den premie som betalas av kontrollaktieägaren för att uppnå faktisk majoritet. På så sätt hade agerande som i Scania-fallet omöjliggjorts.

Det tar emot att sträva bakåt men jag kan inte annat än komma till slutsatsen att var fel att inskränka möjligheten till prisskillnad vid röstvärdesskillnader i de nya Takeover-reglerna. Om det vid en utvärdering av reglerna skulle visa sig att antalet genomförda uppköpserbjudanden minskat bör mer flexibla regler gällande prisskillnad vid röstvärdesskillnader återinföras.

Bilaga A – Röstvärdesskillnader på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap

Sammanställning av förekomsten av olika aktieslag samt röstvärdesskillnader mellan dessa. Röstvärdesskillnader anges från noterade till onoterade samt bokstavsordning. Sammanställningen visar också förekomsten av konverteringsklausuler och röstkvoter.

Namn	Not. Aktieslag	Onot. Aktieslag	Röstvärde	0=finns ej, 1=finns i BO
ABB Ltd	1	0	1	0
Alfa Laval	1	0	1	0
Alliance OJ SDB	1	0	1	0
Asa Abloy AB	1	0	1:10	0
AstraZeneca Plc	1	0	1:0	0
Atlas Copco AB	2	0	1:0,1	0
Autoliv Inc	1	0	1	0
Axfood	1	0	1	0
Boildén	1	0	1	0
Castellum	1	0	1	0
Electrolux	2	0	1:0,1	0
Elekta	1	1	1:10	0
Ericsson	2	1	1:10	0
Fabege	2	1	1:0,1:0,001	0
Getinge	1	0	1	0
Hakon Invest	1	1	1:10	0
Hennas & Mauritz	1	1	1:1	0
Hexagon	1	1	1:10	0
Holmen	1	1	1:10	0
Hufvudstaden	2	1	10:1:1	0
Husqvarna	2	0	1:100	0
Industrivärden	2	0	1:0,1	0
Investor	2	0	1:0,1	0
Investment AB Kinnevik	2	0	1:0,1	0
Investment AB Letour	2	0	1:0,1	0
Lindab International	2	1	10:1:1	0
LE Lundbergsföretagen	1	1	1:10	0
Lundin Mining Corp.	1	0	1	0
Meda	1	2	1:1:10	0
Melker Schörling	1	0	1	0
Millicom International	1	0	1:0,1	0
Cellular S.A.	1	0	1	0
MTG	2	1	10:1:1	0

Namn	Säte	Not. Aktieslag	Onot. Aktieslag	Röstvärde Konv.	Röstkvot
NCC	Sv	2	0	10:1	1
Nordea	Sv	1	1	1:0,1	0
Oriflame S.A.	Utl, LUX	1	0	1	0
Ratos	Sv	2	0	1:0,1	1
Saab	Sv	1	1	1:10	1
Sandvik	Sv	1	0	1	0
SCA	Sv	2	1	10:1:1	1
Scanla	Sv	2	0	1:0,1	0
SEB	Sv	2	0	1:0,1	0
Seco Tools	Sv	1	1	1:10	0
Securitas	Sv	1	1	1:10	0
SKF	Sv	2	0	1:0,1	1
SSAB	Sv	2	0	1:0,1	0
Stora Enso	Utl, FIN	2	0	1:0,1	1
SHB	Sv	2	0	1:0,1	0
Svebank	Sv	2	0	1:1	1
Swedish Match	Sv	1	0	1	0
Tele2	Sv	2	1	10:1:1	1
TeliaSonera	Sv	1	0	1	0
Tieto	Utl, FIN	1	0	1	0
Trelleborg	Sv	1	1	1:10	1
Volvo	Sv	2	0	1:0,1	0

Käll- och litteraturförteckning

Regelverk

The City Code on Take-overs and Mergers, 1979.

Danska aktiebolagslagen, 470 af 12/06 2009 Lov om aktie- og anpartsselskaber.

Finska aktiebolagslagen, Aktiebolagslag 21.7.2006/624

Nasdaq OMX Stockholm – Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 1 oktober 2009. [*cit.* Takeover-reglerna]

Nasdaq OMX Stockholm – Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 1 juli 2007. [*cit.* Takeover-reglerna 2007]

Nasdaq OMX Stockholm – Regelverk för emittenter, 11 januari 2010.

Norska aktiebolagslagarna, LOV 1997-06-13 nr 44: Lov om aksjeselskaper & LOV 1997-06-13 nr 45: Lov om allmennaksjeselskaper.

OECD Principles of Corporate Governance, 2004.

The Takeover Code, The Panel on Takeovers and Mergers, London, 25 januari 2010. <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code/download-code>.

Offentligt tryck

Prop. 1975:103

Prop. 1975/76:175

Prop. 1997/98:99

Prop. 2004/05:85

Prop. 2005/06:140

SOU 1941:9

SOU 1973:60

SOU 1986:23

SOU 1988:38

SOU 2005:58

EG

CELEX: 52004X0109(01), Kommissionen drar tillbaka föråldrade förslag

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden

Generaladvokatens förslag på dom i C-112/05, CELEX: 62005C0112

Shareholders right's, Impact assessment, december 2007,
http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm,
(2010-03-08).

Winter, J. W., Schans Christensen, J., Garrido Garcia, J. M., Hopt, K. J., Rickford, J., Rossi, G. & Simon, J., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union*, (10 januari, 2002). REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE, G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, red., Annex 2, pp. 825-924, Oxford (Oxford University Press) 2004. Tillgänglig hos SSRN på: <http://ssrn.com/abstract=315322> eller doi:10.2139/ssrn.315322

Winter, J. W., Schans Christensen, J., Garrido Garcia, J. M., Hopt, K. J., Rickford, J., Rossi, G. & Simon, J., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, (4 november, 2002). Tillgänglig hos EU på: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

Litteratur

Aarbakke M., Aarbakke A., Knudsen, T. & Skåre, J., *Aksjeloven og allmennaksjeloven – Kommentartutgave*, 2. utgave, Universitetsforlaget, Oslo 2004. [cit. Aarbakke]

Andenæs, M. H., *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utgave, Oslo 2006. [cit. Andenæs]

Andersson, S., Johansson, S. & Skog, R., *Aktiebolagslagen – En kommentar*, Supplement 4, Norstedts Juridik, Stockholm 2009. [cit. Andersson m.fl.]

Bernitz, U. (red.), *Modern Company Law for a European Economy – Ways and Means*, Upplaga 1:1, Norstedts Juridik, Stockholm 2006.

Johansson, S., *Nials svensk associationsrätt i huvuddrag*, 8:e upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2001. [cit. Johansson]

Kristiansson, B. & Skog, R., *Bolagsordning: Praktisk vägledning – exempel på formuleringar*, Industrilitteratur, Stockholm 2002. [cit. Kristiansson & Skog]

Krüger Andersen, P., *Aktie- og anpartsselskabsret*, Jurist- og Økonomforbundets forlag, Köpenhamn 2008. [cit. Krüger]

Lau Hansen, J., *Nordic Financial Market Law: The regulation of the financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden*, 1st edition, DJØF Publishing, Köpenhamn 2003. [cit. Nordic Financial Market Law]

Nerep, E. & Samuelsson, P., *Aktiebolagslagen en lagkommentar*, Upplaga 2, Thomson Reuters, Stockholm 2009. [cit. Nerep & Samuelsson]

Nyström, G., Ohlsson, R. & Skog, R., *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure bokhandel, Stockholm 2004. [cit. Nyström, Ohlsson & Skog]

Rodhe, K. & Skog, R., *Aktiebolagsrätt*, 20:e upplagan, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2002. [cit. Rodhe]

The RoschierRaidla Handbook On Takeover Bids For The Nordic-Baltic Region, RoschierRaidla, Stockholm 2008. [cit. RoschierRaidla]

af Sandeberg, C., *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur 2006. [cit. Sandeberg]

af Sandeberg, C., & Sevenius, R., *Börsrätt*, Upplaga 2:1, Studentlitteratur 2008. [cit. Sandeberg & Sevenius]

Sandström, T., *Svensk aktiebolagsrätt*, Upplaga 2:1, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2007. [cit. Sandström]

Stattin, D., *Takeover Offentliga uppköpserbjudanden – Reglering, tolkning och tillämpning*, Thomson Fakta AB, Stockholm 2006. [cit. Stattin]

Tson Söderström, H. (red.), Berglöf, E., Holmström, B., Högfeldt, P. & Meyersson Milgrom, E. M., *Ågarmakt och omvandling – Den svenska modellen utmanad*, Ekonomirådets rapport 2003, SNS Förlag, Stockholm 2003. [cit. Söderström m.fl.]

Van Hooghten, P., *The European Takeover Directive and its implementation*, Oxford University Press, New York 2009. [cit. The European Takeover Directive and its implementation]

Wallinder, T. & Marcelius, P., *Guide to Public Takeovers in Sweden*, Mannheimer Swartling Advokatbyrå AB, Stockholm 2005. [cit. Wallinder & Marcelius]

Weinberg M. A., Blank M. V. & Greystoke A. L., *Weinberg and Blank on Take-overs and Mergers*, Sweet & Maxwell, London 1979. [cit. Weinberg & Blank 1979]

Artiklar

Backer, L. C., *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law*, Tulane Law Review, Vol. 82, No. 1, 2008. Tillgänglig hos SSRN på: <http://ssrn.com/abstract=1135798>

Berglöf, E. & Burkart, M., *European Takeover Regulation*, 2003. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=405660>. [cit. Berglöf & Burkart]

Burkart, M. & Panunzi, F., *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI - Law Working Paper No. 10/2003. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=420940>. [cit. Burkart & Panunzi]

Deminor, *Application of the one share – one vote principle in Europe*, Bryssel 2005. [cit. Deminor 2005]

Khachaturyan, A., *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, European Business Organization Law Review (EBOR), Vol. 8, s. 335-367, 2007. [cit. Khachaturyan]

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, vol. 106, s. 1113-1155, 1998. [cit. La Porta m.fl.]

Nial, H., *Minoritetsskydd i aktiebolag*, SvJT, s. 702-720, 1941.

Vossestein, G.-J., *Volkswagen: The State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, European Company and Financial Law Review, Vol. 5, No. 1, 2008. Tillgänglig hos SSRN på: <http://ssrn.com/abstract=1151098>

Övrigt

di.se, *Aktiespararna: "Rösträttsförslag leder till styckning"* 2009-03-16
<http://di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/Artikel.aspx%3FarticleId%3D2009%255C03%255C16%255C328970%26SectionID%3DEttan%26menusection%3DStartsidanHuvudnyheter>

di.se, *Braganza förlänger Ticketbudet*,
<http://di.se/Artiklar/2010/3/10/201816/Braganza-forlanger-Ticketbudet/>,
2010-03-12.

di.se, Nylander, J., *Fonduppror mot Milestone* 2007:06:14,
<http://di.se/Artiklar/2007/6/14/107342/NY-VERSION--Fonduppror-mot-Milestone/>

FI:s *Yttrande om förslag till ny budpliktsgräns* 2010-03-15.
http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/30_Remissvar/2010/budplikt_50pr oc.pdf

Grefbäck S., Andersson M., Rudman P. & Lagerqvist M., DN Debatt, *Förtroendet raserat för Stockholmsbörsen*, 2008-04-04.

Nyrén A., Lundberg F. & Douglas G., DN Debatt, *Börskommitténs förslag hotar svensk aktiemodell*, 2009-03-15.

Pressmeddelande från NBK 2009-03-16.

http://www.naringslivetsborskommitte.se/UserFiles/Pressmeddelande._For_slag_till_nya_regler_om_offentliga_uppkopserbudanden_pa_den_svenska_aktiemarknaden_takeovers_.pdf, 2010-03-07.

Skrivelse från NBK till Justitiedepartementet 2009-10-07.

http://www.naringslivetsborskommitte.se/UserFiles/NBK_HemstallanOmAndringIlagen2006_451Underskriven_publicerad091009.pdf

Email korrespondens med prof. Jan Schans Christensen, University of Copenhagen, 2010-03-03.

Rättsfallsförteckning

Högsta domstolen

NJA 1977 s. 393

NJA 1985 s. 343

NJA 1996 s. 293

NJA 2009 s. 550

Aktiemarknadsnämnden

AMN 1991:3

AMN 1994:2

AMN 2001:17

AMN 2003:29

AMN 2004:18

AMN 2004:19

AMN 2005:13

AMN 2006:27

AMN 2006:44

AMN 2007:08

AMN 2007:24

AMN 2007:36

AMN 2008:31

AMN 2008:43

AMN 2009:30

Europeiska unionens domstol

C-367/98 Kommissionen mot Portugal

C-483/99 Kommissionen mot Frankrike

C-503/99 Kommissionen mot Belgien

C-463/00 Kommissionen mot Spanien

C-98/01 Kommissionen mot Storbritannien

C-174/04 Kommissionen mot Italien

C-282/04 och C-283/04 Kommissionen mot Nederländerna

C-463/04 och C-464/04, Federconsumatori mot Comune di Milano

C-112/05 Kommissionen mot Tyskland.