



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Aram Shokor Qasim

Förvärvsbolag: Investerarskydd, informationsplikt och intressekonflikt

- En undersökning av samspelet mellan Nasdaqs nordiska
förvärvsbolagsregler och de unionsrättsliga informationskraven
på värdepappersmarknaden

LAGF03 Rättsvetenskaplig uppsats

Kandidatuppsats på juristprogrammet
15 högskolepoäng

Handledare: Kacper Szkalej

Termin: HT2021

Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	2
Summary.....	3
Förkortningar.....	4
1 Inledning.....	5
1.1 Bakgrund.....	5
1.2 Syfte och frågeställningar.....	6
1.3 Metod, material och perspektiv.....	6
1.4 Forskningsläge.....	8
1.5 Avgränsningar.....	8
1.6 Disposition.....	9
2 Marknadsöverblick.....	9
2.1 Om lagreglering på EU:s värdepappersmarknad.....	9
2.2 Om självreglering på EU:s värdepappersmarknad.....	10
3 Information som investerarskydd.....	11
3.1 Prospektförordningen.....	11
3.2 Undantagsförordningen.....	12
3.3 MiFiD II.....	14
3.4 Nasdaqs harmoniserade nordiska regelverk för förvärvsbolag.....	15
4 Särskilda riskfaktorer och intressekonflikter i förvärvsbolagskonstruktionen.....	17
4.1 Esmas uttalande.....	17
4.2 Proportionalitetsprincipen.....	18
4.3 Principal/Agent-problemet.....	18
4.4 Optionsprogram.....	19
4.5 Optionsprogram - avslutande reflektioner.....	21
4.6 Inlösenrätten.....	22
4.7 Inlösenrätten – avslutande reflektioner.....	23
5 Analys.....	24
5.1 Vilket investerarskydd finns i handel med förvärvsbolagsaktier?.....	24
5.2 Bör småsparares tillgång till förvärvsbolagsaktier begränsas?.....	25
5.3 Hur kan aktieägarnas ställning vid förvärvsstämman stärkas?.....	26
6 Slutsats.....	28
Käll- och litteraturförteckning.....	29

Sammanfattning

Ett skalbolag utan egentlig verksamhet (förvärvsbolag) kan noteras på Nasdaqs nordiska marknader och därefter förvärva ett onoterat bolag (målbolag) genom fusion. Ett förvärv är avhängigt på att aktieägarna röstar för förslaget vid en särskild bolagsstämma (förvärvsstämma). Tanken är, bland annat, att målbolaget tar en genväg in på börsen.

Den här uppsatsen undersöker omfattningen av investerarskyddet vid handel med förvärvsbolagsaktier, huruvida småsparares tillgång till förvärvsbolagsaktier bör begränsas till följd av bolagskonstruktionens inneboende komplexitet samt hur aktieägarnas ställning vid förvärvsstämman kan stärkas. För att kunna analysera de olika regelsystemen som är parallellt tillämpliga har en rättsanalytisk metod tillämpats som tillåter friare resonemang kring rättskällorna.

Investerarskyddet på aktiemarknaden bygger på investerares tillgång till rättvisande information. Bolagen ska vara transparenta och ge investerare förutsättningar att fatta välgrundade investeringsbeslut genom offentliggörandet av ett prospekt enligt EU:s prospektförordning. Men investerare garanteras inget skydd utöver lika tillgång till information. Informationskraven kombinerat med börsens noteringskrav efter fullbordat förvärv medför att den inledande noteringens kostnadseffektivitet blir illusorisk eller i varje fall inte representativ för de efterföljande kostnaderna.

Bolaget emitterar teckningsoptioner till sponsorer (finansiärer av förvärvsbolagsnoteringen) och finansierar därmed sitt rörelsekapital. Detta medför agentkostnader till följd av intressekonflikter mellan bolagsledningen och aktieägarna. EU-rätten kräver att värdepappersföretag informerar sina kunder om värdepapperna bedöms vara opassande för den ifrågavarande kunden. Genom att hämta in information från kunden kan denna passandebedömning göras. Dessa aktiebolagsrättsliga incitamentprogram är emellertid inte ovanliga, därför bör inte ett förvärvsbolags aktier bedömas som opassande för att det har ett optionsprogram för sponsorerna. I stället bör kundens personliga befattning med derivatinstrument (såsom optioner) vara avgörande för utfallet i passandebedömningen.

Esma uppmanar behöriga nationella myndigheter att godkänna prospekt om de innehåller detaljerad information om det framtida förvärvet, bland annat avseende villkoren för transaktionen och förväntade synergier. Tanken är att detta ska väga upp för att undantagsdokumentet, som kan bli relevant om förvärvet sker genom fusion och som kommer presenteras för aktieägarna som beslutsunderlag vid förvärvsstämman, inte behöver godkännas. Detta är problematiskt eftersom bolagets styrelse svårigen kan förutse tilltänkta synergier innan de identifierat ett målbolag, och även om de kan förutspå dessa detaljer så kan offentliggörandet av dem skada bolagets förhandlingskraft och därmed även investerarnas intressen. I stället bör överväganden ske kring huruvida undantagsdokumentet bör bli föremål för ett godkännande av behöriga nationella myndigheter innan det får offentliggöras.

Summary

A shell company without an actual operation (acquisition company) can be listed on Nadaqs nordic market and acquire an unlisted company (target company) by merger. A merger is dependent on the shareholders approval at a special shareholders meeting. The idea behind this, among other things, is that this creates a fast track into the stock market for the latter.

This paper investigates the extent of the investor protection in relation to the trading of shares in acquisition companies, if retail investors accessibility to these securities should be limited because of the complexity of acquisition companies and how the position of shareholders at the special shareholders meeting can be strengthened. In order to analyze the different regulatory systems which are applicable simultaneously, a legal analytical method is chosen in order to allow more open arguments revolving the sources of law.

The investor protection rules on the securities market is predicated on investors being given access to fair information. The companies need to be transparent and disclose information to investors on a basis as to allow them to make sound investment decisions (for instance through the publication of a prospectus in accordance with the EU prospectus regulation). Apart from the access to information, however, investors are not given any further protection. The information disclosure requirements combined with the exchanges rule that the business, post-merger, needs to undergo a new listing process, renders the cost effectiveness of the acquisition companys listing illusory, or at least not representative of the subsequent costs.

The acquisition company issues warrants to its sponsors (financiers of the acquisition companys intial public offering) and thereby finances its working capital. These warrants issued to the sponsors brings with them agency costs as a result of conflicts of interest that arise between the company management and the shareholders. EU law stipulates that investment firms inform their customers if the securities the customer wants to trade in are deemed inappropriate. The assesment of appropriateness is done by requesting information from the customer. These incentive programs, however, aren't unusual and therefore acquisition compani shares shouldn't be deemed as inappropriate because the underlying company structure includes incentive programs based on warrants. Instead, the customers personal dealings with derivatives (such as warrants) should be decisive in the outcome of the assesment of appropriateness.

Esma encourages national competens authorities to approve prospectuses if they contain detailed information regarding the future acquisition, among other things the provisions for the deal and anticipated synergies. The idea is that this will make up for the exemption document, which can be used if the acquisition is executed through a merger. This exemption document will be presented to the shareholders at the special shareholder meeting and does not, in contrast to a prospectus, need to be approved beforehand by a national competent authority. This is problematic because the company's board of directors is hardly able to foresee the intended synergies before they've identified a target company, and even if they can anticipate which details to include then the public disclosure of this information might hurt the companys negotiation leverage and thereby hurt the shareholders interests. Instead, consideration should be taken to the possibility of making exemption documents subject to approval by national competent authorities before they are disclosed to shareholders.

Förkortningar

Rådet – Europeiska rådet

Parlamentet - Europaparlamentet

Kommissionen – Europeiska Kommissionen

Esma – Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten

EU/Unionen – Europeiska unionen

EES – Europeiska ekonomiska samarbetsområdet

FEU – Fördraget om Europeiska unionen

FEUF – Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt

QA – Questions and answers

Regelverket – Nasdaq nordic main market rulebook for issuers of shares

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Det krävs stora resurser för att notera ett bolag och det hör inte till ovanligheten att det kostar miljontals kronor för ett bolag att bli börsfäigt.¹

En särskild skalbolagskonstruktion (*förvärvsbolag*) utan egentlig verksamhet kan sedan den 1 februari 2021² noteras på Nasdaqs (*börsen*) nordiska marknader (Stockholm, Köpenhamn, Island och Helsingfors) och sedan förvärva en onoterad verksamhet (målbolag) vilket, enligt förespråkare för investeringsformen, resulterar i en kostnadseffektiv börsnotering för målbolaget.³ Förvärvet, som normalt sett sker genom fusion, finansieras genom en nyemission i förvärvsbolaget där småsparare är de tilltänkta investerarna.⁴ Finansiären av skalbolagets noteringsprocess (*sponsor*) bidrar med rörelsekapital i utbyte mot teckningsoptioner (*sponsoroptioner*) och genom sitt nätverk och renommé ska hen, för bolagets räkning och inom en deadline, genomföra ett eller flera förvärv (därav namnet). Misslyckas sponsorn med uppdraget avnoteras och likvideras bolaget.⁵

Förvärvsbolagen undantas kraven på bland annat finansiell- och verksamhetshistorik, vilket i normalfallet är en förutsättning för att kunna noteras på börsen.⁶

Om förvärvet ska fullbordas genom fusion kan styrelsen upprätta ett *undantagsdokument* i stället för ett *prospekt* och presentera det för aktieägarna vid den särskilda bolagsstämma som behandlar styrelsens förslag till förvärv (*förvärvsstämman*). De huvudsakliga skillnaderna är att prospekt är mer omfattande avseende bolagets informationsplikt till investerare och behöver dessutom godkännas av en behörig myndighet innan det får offentliggöras. Därutöver finns särskilda riskfaktorer och intressekonflikter som normalt sett inte görs gällande vid notering av traditionella aktiebolag.

¹ Eklund och Stattin (2021) s. 424.

² Se regelverkets försättsblad.

³ Pressrelease i Dagens industri (2021-12-06).

⁴ Esmas uttalande s. 1.

⁵ Se punkt 2.9.3; 2.9.8 i regelverket.

⁶ Se punkt 2.9.1 i regelverket.

1.2 Syfte och frågeställningar

Det råder en viss grad av skepsis mot investeringsformen, inte minst europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (*Esma*) har med anledning av bolagskonstruktionen offentliggjort ett uttalande med uppmaningar om strängare godkännandeprocesser från behöriga myndigheter, men de har även uttalat en erinran om att värdepappersföretag *kan* begränsa icke-professionella investerares tillgång till handel med förvärvsbolagsaktier.

Syftet med den här uppsatsen är att undersöka om regleringen inom unionen sammantaget ger ett tillräckligt skydd för enskilda privata investerare som positionerat sig i förvärvsbolag och huruvida skyddet bör stärkas. Syftet tillfredsställs genom att besvara följande frågeställningar:

- (i) Vilket investerarskydd finns i handel med förvärvsbolagsaktier?
- (ii) Bör småsparares tillgång till förvärvsbolagsaktier begränsas?
- (iii) Hur kan aktieägarnas ställning vid förvärvsstämman stärkas?

1.3 Metod, material och perspektiv

Det talas i litteraturen om bunden respektive fri rättsdogmatisk argumentation där det förstnämnda inriktar sig på en strikt förhållning till rättskälleläran och den fria argumentationen utgår från skälighet och rättvisa.⁷ Av betydelse för metodvalet för den här framställningen är att självregleringen på marknaden präglas av ändamålsargument, och i den EU-rättsliga argumentationen är kravet på rättssäkerhet ständigt närvarande.⁸ Dessa regelsystem ska analyseras parallellt men inte dogmatiskt redas ut vilket får konsekvensen att en rättsanalytisk metod är bättre lämpad för uppsatsen istället för någon av de förstnämnda metoderna.⁹

⁷ Nääv och Zamboni (2018) s. 28 f.

⁸ Eklund och Stattin (2021) s. 411 f.

⁹ Sandgren (2015) s. 45 f.

Materialet består främst av EU-rättsakter och Nasdaqs nordiska regelverk för emittenter (*regelverket*). Förarbeten har inte samma höga dignitet i den EU-rättsliga metoden som i svensk juridisk metod.¹⁰ Ingressen (mer specifikt, *skälen*) används dock för att kasta ljus på rättsakternas syfte även om ingressen i sig inte utgör en del av rättsaktens normativa del.¹¹ Esmas betydelse i värdepapperssammanhang och marknadens lyhörighet i förhållande till myndighetens uttalanden innebär att dess uttalanden tillskrivs normativt värde eftersom denna sorts *atypiska rättsakter* används av EU:s institutioner vid rättstillämpning och som tolkningsunderlag, även om de inte är rättsligt bindande.¹²

För regelverket finns det en tillhörande handledningstext med funktionen av regelkommentarer, och börsen har även publicerat ett QA¹³ med anledning av Esmas uttalande. Dessa QA har i litteraturen kategoriserats som en del av självregleringen, och även om uttalandena inte är lika normativa som regelverket själv, är de auktoritativa och efterlevs.¹⁴

Samtliga offentlig- och privaträttsliga källor i uppsatsen (EU-rättens primär- och sekundärrättsakter borträknat) saknar offentligrättsligt bindande karaktär, men de är i varje fall auktoritativa på marknaden och i praktiken normerande på grund av marknadsaktörers vilja till regulatorisk stabilitet.¹⁵ Utöver det nämnda materialet kommer litteratur användas främst för resonemang kring betydelsen av information för marknadens aktörer. Två svenska förvärvsbolagsprospekt har använts för att, i enstaka fall, illustrera den praktiska tillämpningen av börsens regler, och en pressrelease, publicerad i Dagens Industri, har använts för att redogöra för opinion. Den sistnämnda källan är i princip reklam men används som representativ för en populär åsikt som senare kommer bemötas.

Metoden förankras i ett investerarskyddsperspektiv; Bolagens, marknadens och unionslagstiftarens mål analyseras utifrån aktieägarens intressen.

På grund av nyhetsvärdet i frågeställningen kommer framställningen stundvis vara deskriptiv. Det är konsekvensen av att flera regelmassor och uttalanden offentliggjorts på relativt kort tid. Utläggningar om regler blir således oundvikliga men kommer att hållas så korta som möjligt.

¹⁰ Bergström och Hettne (2014) s. 56–62.

¹¹ EU:s interinstitutionella publikationshandbok avsnitt 2.2.

¹² Bergström och Hettne (2014) s. 34 f.

¹³ Questions and answers.

¹⁴ Jfr Sevenius och Örtengren (2021) s. 195 ff.

¹⁵ Jfr Söderström (2018) s. 183; Sevenius och Örtengren (2021) s. 195 ff.

1.4 Forskningsläge

Det finns inte någon egentlig litteratur om europeiska förvärvsbolag. Sevenius och Örtengren har dedikerat en halv sida¹⁶ i boken Börsrätt (2021) till att presentera Nasdaqs nyligen publicerade regler. Bolagens informationsplikt är dock omskriven, särskilt Per Samuelssons bidrag till den värdepappersmarknadsrättsliga informationsdoktrinen har varit till nytta för den här framställningen.

1.5 Avgränsningar

Framställningen fokuserar på förvärvsbolagets konstruktion ur ett investerarperspektiv och samspelet mellan aktieägarna och bolagsledningen. Det finns med anledning av detta inget behov av fördjupade fallstudier eller komparativa exkurser utöver enstaka jämförelser av optionsprogram.

Det begränsade omfånget innebär dels att mycket unions- och självreglering lämnas obehandlad, dels att endast ett fåtal riskfaktorer och intressekonflikter utreds. De privaträttsliga sanktionssystemen på värdepappersmarknaden lämnas, tillsammans med redogörelser för nationella sanktionssystem, därhän. Uppsatsen handlar om en investeringsform som nyligen gjort entré på den nordiska marknaden efter att för relativt kort tid sedan ha försvunnit. Anledningarna till att reglerna togs ner och hur de skiljer sig från de nya reglerna kommer inte undersökas.

På grund av brist på litteratur som behandlar kärnfrågan kommer analysen bestå i egna reflektioner, därmed kommer oundvikligen många aspekter falla mellan stolarna både i utredningen och analysen. Ett exempel på detta är att Nasdaq inte har monopol som marknadsoperatör på värdepappersmarknaderna. Logiskt följer att andra regelverk med avvikande regler inte blir belysta. Uppsatsen gör därför inga anspråk på att vara uttömmande.

Uppsatsen utgår från att undantagsförordningen är tillämplig utan djupare redogörelse för tillämplighetens förutsättningar. Det är konsekvenserna av dess tillämplighet som är av intresse, inte förutsättningarna. Jag ber avslutningsvis om överseende för bristen på ett terminologiskt avsnitt - även det fick falla bort till följd av det begränsade omfånget.

¹⁶ Sevenius och Örtengren (2021) s. 159.

1.6 Disposition

Efter det inledande avsnittet presenteras en överblick över reglerna på marknaden. Informationsreglerna presenteras därefter för att kontextualisera investerarskyddet och börsens förvärvsbolagsregler. Esmas kritik presenteras i syfte att grundlägga det efterföljande avsnittet som problematiserar bolagskonstruktionen utifrån de angivna frågeställningarna.

Avsnitt 4.4 – 4.7 innehåller löpande reflektioner, men den huvudsakliga analysen och slutsatsen presenteras i slutet av uppsatsen.

2 Marknadsöverblick

2.1 Om lagreglering på EU:s värdepappersmarknad

Regleringstakten från Bryssel har ökat explosionsartat och inom unionen är värdepappersmarknaderna idag huvudsakligen reglerade i EU:s sekundärrätt.¹⁷ Expansionen motiveras med förverkligandet av en starkt inre kapitalmarknad.¹⁸ Rättsakterna som flödar ut innehåller både grundläggande förutsättningar för marknadens aktörer och mer detaljrika, tabellformade bestämmelser samt krav på att värdepappersföretag¹⁹ ska informera sig om sina kunders kunskapsnivåer.²⁰ Reglerna är tänkta att stärka både den institutionella och enskilde investerarens ställning, bland annat genom utjämnandet av *informationsasymmetrier*.²¹

Esma samordnar tillsynen av värdepappersmarknaden inom unionen och har en central roll i framtagandet av reglering. Kommissionen ger Esma i uppdrag att framställa råd vid antagande av delegerade rättsakter och Esma kan även, på generellt mandat eller från parlamentet eller rådet, upprätta förslag till tekniska standarder för tillsyn och genomförande av regler på värdepappersmarknaden. Med tanke på att unionsregleringen av värdepappersmarknaderna förväntas växa förmodas även Esmas roll utvecklas.²²

¹⁷ Eklund och Stattin (2021) s. 414.

¹⁸ Se Punkt 7 i ingressen till prospektförordningen; artikel 25.2 1 stycket MiFiD II.

¹⁹ Ett värdepappersföretag är enligt definitionen i artikel 4.1.1 i MiFiD II en juridisk person som tillhandahåller eller utför investeringstjänster.

²⁰ Sevenius och Örtengren (2021) s. 74 f.

²¹ Sevenius och Örtengren (2021) s. 271.

²² Sevenius och Örtengren (2021) s. 78 ff.

2.2 Om självreglering på EU:s värdepappersmarknad

Utöver de EU-rättsliga och nationella reglerna som marknaden har att inrätta sig efter får den även bilda egna regler, så kallad självreglering.²³ Gränsen mellan dessa system är svårångad, särskilt i en internationell kontext. En enande princip som genomsyrar marknaden är emellertid att bibehålla allmänhetens förtroende för marknaden, vilket framgår på många ställen i regelsystemen.²⁴

Nasdaq Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares (*regelverket*) är, vad beträffar reglerna om förvärvsbolag, privaträttsligt fullharmoniserat på samtliga fyra marknader.²⁵

EU-rättsakterna som behandlas i den här framställningen är införlivade i EES-avtalet, innebärande att Nasdaqs nordiska marknader (EU-länder och EES-länder) harmoniserats både offentlig- och privaträttsligt avseende förvärvsbolagsreglerna.²⁶

När börsen återigen öppnade upp den nordiska marknaden för förvärvsbolag publicerade de efter en tid även ett QA. I introduktionen anför börsen att dokumentet ska ses som ett supplement till regelverket men att inte är bindande; det utgör endast en tolkning av rådande praxis.²⁷ Ändå får uttalandena normativ verkan eftersom de utgör relevant tolkningsdata för regelverket.²⁸

²³ Söderström (2019) s. 182.

²⁴ se punkt 2.2.1 i regelverket; punkt 7 i ingressen Prospektförordningen.

²⁵ jfr avsnitt 2.18 i regelverket och brist på hänvisningar till supplerande regler.

²⁶ Se följande införlivandeakter till EES-avtalet:

Beslut av gemensamma EES-kommittén 84/2019 den 29 mars 2019 (prospektförordningen);

Beslut av gemensamma EES-kommittén 78/2019 den 29 mars 2019 (MiFiD II);

Beslut av gemensamma EES-kommittén 188/2019 den 10 juli 2019 (kompletteringsförordningen);

Beslut av gemensamma EES-kommittén 216/2021 den 9 juli 2021 (undantagsförordningen).

²⁷ Börsens QA s. 4.

²⁸ Jfr Eklund och Stattin (2021) s. 419 f.

3 Information som investerarskydd

3.1 Prospektförordningen

*Prospektförordningen*²⁹ utgör en etapp mot förverkligandet av en *europaisk kapitalmarknadsunion* som syftar till att stimulera tillväxt och ge företag tillgång till mer kapital genom att effektivisera kapitalallokering inom unionen.³⁰ Förordningen redogör för de grundläggande reglerna som sedan detaljstyrs i *kompletteringsförordningen*.³¹ Genom att använda en förordning som lagstiftningsinstrument minskar risken för inkonsekvent tillämpning mellan jurisdiktioner och reglering av tillsyn, granskning och godkännande av prospekt blir samtidigt harmoniserad på grund av förordningars fullständiga direkta effekt.³² Dessutom blir regleringssystemet mindre komplext vilket sänker företagens operationskostnader.³³ Offentliggörande av information är, enligt unionslagstiftaren, central för investerarskyddet i och med att informationssymmetrin mellan investerare och emittent delvis undanröjs.³⁴

Bolagens förvaltnings- lednings- och tillsynsorgan ansvarar för upprättandet av, och innehållet i, prospekt.³⁵ I praktiken faller ansvaret på styrelsen.³⁶

De civilrättsliga ansvarsreglerna som finns i den nationella rätten *ska* vara tillämpliga på de personer som anges som ansvariga i prospektet, det ska därför inte få uppstå situationer där en styrelseledamot på grund av bristande nationella ansvarsförutsättningar går fri från att reparera skador till följd av uppsåtliga eller oaktsamma felaktigheter i prospektet.³⁷

²⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 av den 14 juni 2017 om prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av direktiv 2003/71/EG.

³⁰ Yttrande från Europeiska ekonomiska och sociala kommittén om meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeisk ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén: Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion KOM(2015) 468 slutlig.

³¹ Kommissionens delegerade Förordning (EU) 2019/980 av den 14 mars 2019 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 vad gäller formatet på, innehållet i och granskningen och godkännandet av de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad, och om upphävande av kommissionens förordning (EG) nr 809/2004.

³² Se artikel 288 FEUF

³³ Se punkt 5 ingressen till prospektförordningen.

³⁴ Se punkt 3 ingressen till prospektförordningen; Jfr Moberg (1989) s. 160

³⁵ Se artikel 11.1 prospektförordningen.

³⁶ Eklund och Stattin (2021) s. 152.

³⁷ Se artikel 11.2 prospektförordningen; Eklund och Stattin (2021) s. 152.

Prospektförordningen anger som huvudregel att prospekt måste upprättas innan en emittents värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad.³⁸ Detta innebär generellt att notering, listning och emission av värdepapper till allmänheten medför prospektskyldighet.³⁹

Ett prospekt får inte offentliggöras om inte behörig myndighet dessförinnan godkänt det.⁴⁰ Regeln utgör en efterlevnadsregel *ex ante* innebärande att redan innan tillträde till marknaden givits finns instrument för efterlevnadskontroll.⁴¹ Med tanke på den omfattande mängd information som finns i ett prospekt är syftet med godkännandeprocessen inte att bedöma sanningshalten i prospekt. Inte heller är syftet att bedöma enskilda transaktioners affärsmässiga gångbarhet.⁴² Men syftet är inte heller att handläggarna mekaniskt ska bocka av informationen under granskningen.⁴³ Esma menar att fokus vid godkännandeprocessen bör läggas vid bland annat prospektens fullständighet [*completeness*], konsekvens [*consistency*] och begriplighet [*comprehensibility*].⁴⁴

3.2 Undantagsförordningen

Prospekt behöver varken upprättas eller offentliggöras vid erbjudande av värdepapper till allmänheten om de erbjuds i samband med en *fusion* förutsatt att ett dokument (*undantagsdokument*) upprättas och tillgängliggörs för allmänheten med en beskrivning av transaktionen och dess inverkan på emittenten. Detsamma gäller för värdepapper som ska tas upp på en reglerad marknad.⁴⁵ Undantagsdokumentet behöver, till skillnad från ett prospekt, *inte* godkännas av behörig myndighet.⁴⁶

³⁸ Se artikel 3.1-3 i prospektförordningen.

³⁹ Eklund och Stattin (2021) s. 417.

⁴⁰ Se artikel 20.1 prospektförordningen.

⁴¹ Se Schammo (2011) s. 213.

⁴² Se Schammo (2011) s. 217.

⁴³ Se Schammo (2011) s. 217.

⁴⁴ Esma: Good practices in the approval process s. 5; jfr Schammo (2011) sid 218.

⁴⁵ Se artikel 1.5.f; 1.4.g; 21.2 i prospektförordningen.

⁴⁶ Jfr artikel 1.5b i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

*Undantagsförordningen*⁴⁷ reglerar vad dessa dokument behöver innehålla. Syftet är att göra det möjligt för investerare att fatta *välgrundade investeringsbeslut* genom tillgång till tillräcklig, objektiv och lättbegriplig information även när det saknas anledning att upprätta ett mer omfattande prospekt.⁴⁸ Esmas antar att undantagsdokumentet blir det som presenteras för förvärvsstämman som beslutsunderlag vid röstning.⁴⁹ Det finns inte mycket att invända mot det antagandet eftersom bolagsstyrelsen, precis som aktieägarna, förmodas vara *nyttomaximerande* (se avsnitt 4.3), och i linje med det vore det rationella att använda ett påkostat dokument i fler än ett sammanhang – undantagsdokumentet torde även tillfredsställa börsens krav på ett informationsmemorandum (se avsnitt 3.4).

Undantagsdokumentet ska beskriva målbolagets huvudsakliga verksamhet inklusive vilka produkter eller tjänster målbolaget tillhandahåller.⁵⁰ Marknadstrender, förändringar i målbolagets finansiella ställning, åtaganden och andra händelser som kan ha en väsentlig inverkan på bolagen ska också presenteras.⁵¹ Den finansiella informationen som ska upprättas i undantagsdokumentet är omfattande och bägge bolags årsbokslut och halvårsrapporter som offentliggjorts de senaste 12 månaderna ska presenteras och kompletteras med revisionsberättelser som upprättats i enlighet med särskilt angivna internationella standarder.⁵²

Undantagsdokumentet ska innehålla en beskrivning av *förväntningar och mål* med fusionen genom att tydliggöra dess syfte och de synergiska effekter som förväntas härröra från den.⁵³ I samband därmed ska förfarandet och villkoren för transaktionen beskrivas. Reglerna är formulerade i allmänna ordalag och ställer krav på att all nödvändig information ska framgå för att till fullo förstå bland annat transaktionens finansieringsstruktur, tidsplan, avgifter, villkor och garantier.⁵⁴ Därutöver ska riskfaktorer, intressekonflikter samt anbudsbeloppets storlek och värderingsmetod beskrivas.⁵⁵

⁴⁷ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2021/528 av den 16 december 2020 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1129 med avseende på vilken information som minst ska ingå i de dokument som ska offentliggöras vid undantag från skyldigheten att offentliggöra ett prospekt i samband med ett offentligt uppköpserbjudande genom ett erbjudande om utbyte av värdepapper, en fusion eller en delning.

⁴⁸ Se punkt 1 i ingressen i undantagsförordningen.

⁴⁹ Esmas uttalande s. 2

⁵⁰ Se punkt 2.2-2.2.3 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

⁵¹ Se punkt 2.3 och 2.5.3 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

⁵² Se punkt 2.5-2.5.2 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

⁵³ Se punkt 3.1-3.1.3 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

⁵⁴ Se punkt 3.2-3.2.6 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

⁵⁵ Se punkt 3.3-3.5.5 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

3.3 MiFiD II

MiFiD II⁵⁶ (ett fullharmoniseringsdirektiv)⁵⁷ syftar till att få medlemsstater att säkerställa att värdepappersföretag agerar med utgångspunkt i kundernas bästa intresse genom krav på att företagen ska förstå särdragen hos de finansiella instrumenten som förmedlas till allmänheten, samt för att identifiera lämpliga (och olämpliga) målgrupper inom angivna kundkategorier och anpassa sin informationsgivning utefter kundernas kunskapsnivå.⁵⁸

Åtgärderna som krävs för att uppfylla syftet med investerarskyddet bör anpassas med hänsyn till de särskilda förhållanden som gäller för varje kundkategori; Icke-professionella, professionella samt (i förhållande till värdepappersföretagen själva) jämbördiga motparter. Icke-professionella kunder erhåller högst skydd genom informationskrav, och jämbördiga motparter erhåller det lägsta skyddet.⁵⁹

En icke-professionell kund definieras negativt som någon som inte är en professionell kund. Professionella kunder kan vara råvaruhandlare, kreditinstitut, nationella eller regionala regeringar och andra institutionella placerare, för att nämna några.⁶⁰

När en kund på eget initiativ genomför en order ska värdepappersföretaget genomföra en *passandebedömning* avseende kundens kompatibilitet med det finansiella instrumentet.⁶¹ Detta görs på basis av information som inhämtas från kunden vilket sedermera definierar kategorin kunden faller in under. Om ordern bedöms vara opassande på grund av exempelvis värdepapprets komplexitet i förhållande till kundens kunskapsnivå ska kunden informeras om det, men sedan är det upp till kunden att avgöra om denne vill fullgöra transaktionen eller inte.⁶² Härvid kan man tala om en handelsbegränsning eftersom transaktionskostnaderna ökar för bägge parter, och eventuella kunder kan avskräckas från handel.

⁵⁶ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU.

⁵⁷ Sevenius och Örtengren (2021) s. 100.

⁵⁸ Se punkt 71 i ingressen till MiFiD II.

⁵⁹ Jfr Sevenius och Örtengren (2021) s. 111 f.

⁶⁰ Jfr Art 4.10-11; punkt 1.1-2 Bilaga 2 i MiFiD II.

⁶¹ Se artikel 25.3 1 stycket MiFiD II.

⁶² Se artikel 25.3 3 stycket MiFiD II; Sevenius och Örtengren (2021) s. 113.

3.4 Nasdaqs harmoniserade nordiska regelverk för förvärvsbolag

För att börsen ska besluta om notering av ett bolag behöver bolaget sända över ett godkänt prospekt i samband med noteringsprocessen.⁶³

Börsen framhåller emellertid att den inte kommer upprätthålla prospektkravet vid förvärvet om undantagsförordningen är tillämplig. Motiveringen är främst att förvärvsbolagsaktierna redan är noterade och att förenligheten med prospektförordningen är huvudsaken.⁶⁴ Däremot stipulerar börsen att tillräcklig information ska lämnas till aktieägarna vid förvärvsstämman så att dessa ska kunna fatta ett välgrundat beslut (genom ett s.k. *informationsmemorandum*).⁶⁵ Vad beträffar förvärvsbolagsprospektens innehåll uppmanar börsen presumtiva emittenter att följa Esmas uttalande och vara extensiva i sin informationsgivning.⁶⁶

I normalfallet ska finansiella redovisningshandlingar för de senaste tre åren offentliggöras.⁶⁷ Informationen ska vara tillräcklig för att börsen och investerare ska kunna utvärdera verksamhetens utveckling och fatta ett välgrundat investeringsbeslut.⁶⁸ Bolagen ska typiskt sett även ha en tydlig affärsstrategi och kunna demonstrera en pågående affärsverksamhet med en tillräcklig drifthistorik.⁶⁹

Kravet på att offentliggöra tre årsredovisningar och verksamhetens drifthistorik gäller inte för förvärvsbolagen.⁷⁰ Det finns vare sig verksamhet eller finansiell historia i bolaget utöver finansiering av rörelsekapital och dittills av börsen och myndigheter påförda kostnader. Det är dessa regellättnader som föranlett uppfattningen av att målbolag får en kostnadseffektiv väg in på börsen. Om verksamheten på väsentliga sätt genomgår förändringar i affärsstrategi, mål eller verksamhet innan noteringen så kan emellertid detta medföra att kravet på tillräcklig historik inte uppnås eller att mer information krävs. Detta kan vara fallet vid exempelvis ett *omvänt förvärv* men kan även vara fallet om bolaget förvärvar ett målbolag utanför den i prospektet angivna målsektorn – om sådan angivits.⁷¹

⁶³ Se punkt 2.6.1 i regelverket.

⁶⁴ Se börsens QA punkt 4.2.

⁶⁵ Se börsens QA punkt 4.2.

⁶⁶ Se börsens QA punkt 2.4.

⁶⁷ Se Punkt 2.7.1 i regelverket.

⁶⁸ Se punkt 2.7.2 i regelverket och jfr bestämmelsens handledningstext.

⁶⁹ Se punkt 2.8.1-2 regelverket.

⁷⁰ Se punkt 2.18.1 i regelverket.

⁷¹ Jfr handledningstexten till punkt 2.8.2 i regelverket. Notera dock att om transaktionen utgör ett omvänt förvärv blir undantagsförordningen inte tillämplig, se artikel 1.6a.a i prospektförordningen.

Finansieringen av det framtida förvärvet kan ske genom en nyemission när noteringsprocessen är klar.⁷² Minst 90% av det anskaffade kapitalet ska deponeras på ett spärrat bankkonto som administreras av en oberoende finansiell institution.⁷³ En finansiell rådgivare *kan* vara en oberoende depositarie förutsatt att rådgivaren inte är en del av förvärvsbolagets verksamhet.⁷⁴

Bolaget har, *som mest*, 36 månader på sig att genomföra ett eller flera förvärv av målbolag. Marknadsvärdet av dessa transaktioner får inte understiga 80% av kapitalet på det spärrade kontot – exklusive skatter, avgifter och arvoden i samband med emissionen.⁷⁵

Innebörden av en missad deadline eller minimikravet på 80% är en avnotering som följs av en likvidation. Därefter återbetalas kapitalet som anskaffats via emissionen till aktieägarna med avdrag för skatter och avgifter. Att likvidation kommer inträda är inte föreskrivet i regelverket och är således upp till bolagen att reglera i sin bolagsordning.⁷⁶

Varje rörelseförvärv måste godkännas av en majoritet av oberoende styrelseledamöter.⁷⁷ Därefter kallas aktieägarna till förvärvsstämman där förslaget måste godkännas med enkel majoritet.⁷⁸ Om aktieägarna är missnöjda med förslaget har de, i begränsad omfattning, rätt att lösa in sina aktier mot kontanter till erbjudandepris (minus skatter och avgifter).⁷⁹

Innan styrelsen offentliggjort att de hittat ett målbolag ska den underrätta börsen om varje förvärv som föreslås. Varje ny fusion ska resultera i ett nytt bolag som behöver *genomgå en ny noteringsprocess*.⁸⁰ Om noteringskraven därmed inte tillfredsställs eller verksamheten befaras kunna skada förtroendet för värdepappersmarknaden kan börsen besluta att avnotera bolagets aktier.⁸¹

⁷² Jfr Sevenius och Örtengren (2021) s. 323.

⁷³ Se punkt 2.18.2 i regelverket.

⁷⁴ Se Börsens QA punkt 6.4.

⁷⁵ Se punkt 2.18.3 i regelverket

⁷⁶ Det kan dock argumenteras för att likvidationen impliceras i punkt 2.18.1 i regelverket i och med att ett förvärv inom den angivna tiden är bolagets uttryckliga syfte.

⁷⁷ Se punkt 2.18.4 i regelverket.

⁷⁸ Se punkt 2.18.5 i regelverket; Sevenius och Örtengren (2021) s. 159.

⁷⁹ Se punkt 2.18.7 1 stycket regelverket.

⁸⁰ Se punkt 2.18.6 i regelverket; Sevenius och Örtengren (2021) s. 159.

⁸¹ Se punkt 2.18.6; 4.3.1 i regelverket.

4 Särskilda riskfaktorer och intressekonflikter i förvärvsbolagskonstruktionen

4.1 Esmas uttalande

Esma har i ett offentligt uttalande uttryckt en skepsis mot det informationsunderlag förvärvsbolagen kommer presentera för aktieägarna vid förvärvsstämman. Om förvärvet omfattas av undantagsförordningen kan styrelsen välja att enbart presentera ett undantagsdokument, dessa behöver inte godkännas. Om detta är möjligt att förutse bör styrelsen, i *förvärvsbolagsprospektet*, detaljerat beskriva informationen som kommer redogöras enligt undantagsförordningen. Redogörelsen i prospektet angående innehållet i ett eventuellt undantagsdokument bör vara likvärdig informationen som ges i ett prospekt.⁸²

Esma anför vidare att komplexiteten hos förvärvsbolag kan, i det enskilda fallet, leda till uteslutande av en icke-professionella investerare (småsparare) från den positiva målgruppen i enlighet med MiFiD II – och de vill även se en bredare tillämpning av möjligheten att inkludera småsparare i värdepapprets negativa målgrupp.⁸³

Att ingå i ett värdepappers negativa målgrupp innebär inte ett uteslutande från handel med instrumentet, snarare innebär det att kundprofilen utesluts från värdepappersbolagets *rådgivning* avseende instrumentet. En småsparare kan således ha öppen tillgång till handel med traditionella aktier, men om samma person vill handla med komplicerade instrument som optioner eller terminer behöver personen lämna upplysningar om sin kunskapsnivå innan värdepappersföretaget bedömer att det är passande kombination av kund och instrument.⁸⁴

Att instrumentet bedöms opassande för kunden utgör inte ett hinder för personen att handla, i stället innebär det att kunden informeras om vad instrumentet är och varför värdepappersföretaget anser det vara en opassande order.⁸⁵ Denna passandebedömning, påpekar Esma, sker på individuell basis och bör avse förvärvsbolagsaktierna som sådana; när det nya bolaget bildats och gått igenom den nya noteringsprocessen är det möjligt att värdepapperna blir lämpliga för småsparare.⁸⁶

⁸² Esmas uttalande s. 2 ff.

⁸³ Esmas uttalande s. 2.

⁸⁴ Jfr Hobza och Vondráčková (2018) s. 10 ff; artikel 25.3 1 stycket MiFiD II.

⁸⁵ Se artikel 25.3 2 stycket MiFiD II.

⁸⁶ Se fotnot 2 i Esmas uttalande

4.2 Proportionalitetsprincipen

Proportionalitetsprincipen är en av EU-rättens tidigaste allmänna rättsprinciper som innebär att målet (*investerarskydd*) helgar medlem (*begränsning av tillgång till handel med förvärvsbolagsaktier*) endast om medlen inte brukas i större utsträckning än vad som är nödvändigt för att uppnå syftet, och om hänsyn tagits till bägge intressen som vägs emot varandra.⁸⁷ I det här sammanhanget torde de stridande intressena vara flexibilitet och rättssäkerhet på marknaden. Esma (en av EU:s institutioner) måste i sitt arbete beakta proportionalitetsprincipen som en konstitutionell/grundläggande princip och inte enbart som en allmän rättsprincip.⁸⁸

4.3 Principal/Agent-problemet

Principal- och agentteori handlar om intressekonflikter mellan bolagsledningen (*agenten*) och aktieägarna (*principalen*) och kostnader förenade med konflikterna. Agentkostnaden är skillnaden mellan den nytta agenten gör när den agerar för att optimera bolagets verksamhet, och agentens faktiska beteende.⁸⁹ Agent-problematiken är en del av syftet bakom bolagsrättslig reglering som ger principalen verktyg att utöva inflytande genom exempelvis rösträtt vid bolagsstämmor.⁹⁰

Bägge parter antas vara nyttomaximerande, men balansen är rubbad till agentens fördel.⁹¹

En tydlig fördel som bolagsledningen har är bättre tillgång till information om väsentliga förhållanden inom verksamheten.⁹² Att det finns en regulatorisk vilja till att utjämna dessa informationsasymmetrier torde ha framgått så här långt i framställningen.

Vid intressekonflikter mellan agent och principal uppstår agentkostnader som bolaget får uppbära, exempelvis om emissionsvillkoren vid riktad nyemission formas utefter agentens intresse på principalens bekostnad.⁹³

⁸⁷ Se artikel 5.4 FEU; Bergström och Hettne (2014) s. 166 f.

⁸⁸ Se artikel 5.4 2 stycket FEU; Bergström och Hettne (2014) s. 167.

⁸⁹ Sevenius och Örtengren (2021) s.373.

⁹⁰ Jfr Dotevall (2015) s. 189.

⁹¹ Jfr Eklund och Stattin (2021) s. 162 f.

⁹² Dotevall (2015) s. 189.

⁹³ Bergström och Samuelsson (2015) s. 21; 177.

Genom att undanröja dessa förutsättningar sänks agentkostnaderna för verksamheterna.⁹⁴ Desto större bolagen är desto mer passivt blir aktieägandet och principalens insyn och inflytande, detsamma kan sägas när principalens inflytande späds ut genom teckning av optioner mot nyemitterade aktier.⁹⁵

4.4 Optionsprogram

Rörelsekapitalet kan finansieras genom att förvärvsbolaget beslutar om emission av teckningsoptioner⁹⁶ till sponsorn (*sponsoroptioner*) till en förmånlig teckningspremie. Konstruktionen kan resultera i att sponsorn befinner sig i bolaget i några år till dess att optionen kan nyttjas eller löptiden gått ut och garanterar därmed ett visst engagemang. I varje fall skapar det ett rörelsekapital för bolaget i dess initiala stadie som, förhoppningsvis, leder till avkastning för aktieägarna, verksamheten och sponsorn.⁹⁷

Härvid föreligger risk för s.k. self-dealingkostnader, innebärande att sponsorn (agenten) träffar ett fördelaktigt avtal med sig själv och bolaget på bolagets bekostnad.⁹⁸

När sponsoroptionerna tecknas kan det, beroende på hur fördelaktiga villkoren är för sponsorerna, leda till kraftiga utspädningseffekter avseende principalens ägande och inflytande.⁹⁹ Så blir även fallet om kapitalet som tillförts bolaget genom emission inte är tillräckligt för att genomföra ett tilltänkt förvärv – då kan ytterligare emission behövas varvid befintliga aktieägare kommer se en ägarandelsutspädning och därmed ett minskat inflytande i bolaget (såvida inte befintliga aktieägare har företrädesrätt).¹⁰⁰

Eftersom sponsoroptionerna inte är reglerade är informationsbehovet avseende utspädningseffekterna särskilt viktigt.

⁹⁴ Eklund och Stattin (2021) s. 366 ff.

⁹⁵ Jfr Dotevall (2015) s. 189.

⁹⁶ En option är ett derivatinstrument vars värde är knutet till en underliggande tillgång, exempelvis en aktie. En teckningsoption kan i den här uppsatsens sammanhang nyttjas till teckning mot en aktie genom nyemission, jfr Borg (2003) s 75.

⁹⁷ Jfr Borg (2003) s. 22 f.

⁹⁸ Jfr Dotevall (2015) s. 190.

⁹⁹ Jfr Sevenius och Örtengren (2021) s. 375.

¹⁰⁰ Westermark och Lagercrantz (2013) s. 173 ff.

Effekten kan i vissa fall uppgå till 18.6% (förutsatt att emissionserbjudandet fulltecknas och förvärv sker utan förekomst av inlösen) för övriga aktieägare.¹⁰¹ Utspädningseffekterna måste presenteras som en risk både i förvärvsbolagsprospektet och undantagsdokumentet.¹⁰²

För att illustrera tillämpningen av dessa minimiregler kan två optionsprogram nämnas. I ett bolag emitterades 4 miljoner sponsoroptioner till en optionspremie om 10 SEK, och varje sponsoroption gav rätt att teckna en B-aktie (utan inlösenrätt) till en teckningskurs om 115 SEK. Detta ska kontrasteras mot aktiens noteringskurs på 100 SEK och att *optionerna kunde nyttjas redan vid fullbordat förvärv* till och med den 31 maj 2028.¹⁰³ Om erbjudandet fulltecknades skulle sponsorerna komma att äga 26.7% av kapitalet och rösterna.¹⁰⁴

Ett annat optionsprogram innebar att optionerna kunde användas till teckning av aktier *tidigast* fem år efter genomför förvärv, dock inte senare än tio år. Sponsorn tecknade optionerna vederlagsfritt, men finansierade rörelsekapitalet genom ett ovillkorat aktieägartillskott om 19.5 MSEK.¹⁰⁵ En option berättigade till teckning av en aktie i bolaget till en teckningskurs om 130 SEK.¹⁰⁶ Detta ska kontrasteras mot att noteringskursen även i det här fallet var 100 SEK. Tanken är att 130 SEK ska vara ett förmånligt pris för aktien inom fem till tio år.

Optionsprogram är emellertid vanligt förekommande och inte unika för förvärvsbolag.¹⁰⁷ Skillnaden är att ett optionsprogram inom ett förvärvsbolag kan syfta till att göra risken sponsorn tar i och med tillskjutande av rörelsekapital mer attraktiv så till den grad att optionsprogrammet framstår som en bonus än ett incitamentsprogram byggt på gemensam nyttomaximering.¹⁰⁸ Om optionerna emitteras i syfte att belöna sponsorn för risken denne tagit, kan det ifrågasättas huruvida detta teoretiskt sett är ett incitamentsprogram över huvud taget eftersom motivet bakom programmet är att gynna agenten före principal (i motsats till att gynna bägge genom att ge agenten incitament att engagera sig i verksamheten).¹⁰⁹

¹⁰¹ Se Aligro Planet Acquisition Company prospekt s. 6.

¹⁰² Se punkt 3.1 i Bilaga 1 i kompletteringsförordningen; punkt 4.1 i Bilaga 1 i undantagsförordningen.

¹⁰³ Se Aligro Planet Acquisition Company prospekt s. 60.

¹⁰⁴ Se Aligro Planet Acquisition Company prospekt s. 79; 7.

¹⁰⁵ Se ACQ BURE Equity prospekt s. 34; 37.

¹⁰⁶ Se ACQ BURE Equity prospekt s. 13.

¹⁰⁷ Borg (2003) s. 10 ff.

¹⁰⁸ Borg (2003) s. 23.

¹⁰⁹ Borg (2003) s. 23.

Särskilt tydligt är detta i fall där optionerna kan tecknas redan vid genomfört förvärv och agenten kan, relativt omgående, lämna bolaget. I ljuset av agentteorin är det emellertid ett rationellt beteende från agenten som förmodas vilja hålla sin ansträngning till ett minimum och samtidigt maximera sin nytta.¹¹⁰ Ett sådant bristande engagemang i bolagets verksamhet är en s.k. indirekt agentkostnad och kan minimeras genom att, som vi sett att vissa bolag gör, behäfta optionerna med en karantäntid på några år.¹¹¹

4.5 Optionsprogram - avslutande reflektioner

I exemplet med optionerna som tecknades vederlagsfritt är agentkostnaderna lägre eftersom de befinner sig i karantän i fem år innan optionerna kan nyttjas, innebärande att det ligger i sponsorns intresse att skapa bästa möjliga förutsättningar för synergiska effekter till följd av fusionen, risken är att aktiekursen annars sjunker under optionens löptid.

Jämför man med de optionerna som tecknades för 10% av noteringskursen saknas ett lika starkt incitament eftersom optionerna kunde nyttjas vid genomfört förvärv, men det har balanserats genom att sponsorerna sköt till drygt dubbelt så mycket kontanter i bolaget samt att eventuell kapitalvinst förutsätter att aktiekursen behöver stiga tillräckligt för att täcka både teckningskursen på 100 SEK och optionspremien på 10 SEK.

Att ha en karantäntid för optionerna bör därför fungera som bästa försäkring för principalen avseende engagemanget i verksamheten. Att ha en lång löptid fungerar också som ett incitament och ökar dessutom optionens värde eftersom det ger aktiekursen tid att öka, men är inte lika *övertalande* som en karantäntid. Börsens regler är till synes milda och ett minimum av vad marknaden kan tänkas uppbära, och avseende optionsprogrammen privaträttsligt oreglerade (god sed på värdepappersmarknaden i respektive jurisdiktion måste dock beaktas vid djupare studier) trots den betydande effekten de kan få på övriga aktieägares ställning i bolagen.

¹¹⁰ Eklund och Stattin s. 163.

¹¹¹ Jfr Eklund och Stattin (2021) s. 162 ff.

4.6 Inlösenrätten

De aktieägare som röstar emot förslaget vid förvärvsstämman och i samband därmed begär att lösa in sina delägarätter mot kontanter har rätt till sådan inlösen.¹¹² Inlösenrätten ska framgå av bolagsordningen och påminnas om i kallelsen till förvärvsstämman.¹¹³

Inlösenrätten tillkommer alla aktieägare förutom styrelseledamöter, förvaltare eller stiftare samt deras närstående.¹¹⁴

Inlösenrätten motsvarar respektive delägars andel av medlen på det spärrade kontot (minus skatter och förvaltningsavgifter) och förutsätter att förvärvet röstas fram och genomförs.

Inlösenrätten måste avse minst 10% av den totala mängden aktier som givits ut vid tidpunkten för förvärvsstämman. Resterande 90% av aktierna behöver inte behäftas med inlösenrätt om inte bolagsordningen anger en högre andel, men hur ordningen vid inlösen går till har börsen inte reglerat.¹¹⁵

På frågan om huruvida en först-till-kvarnprincip tillämpas om förslaget vinner majoritet vid stämman men *fler* än 10% av aktierna begärs inlösta, har börsen anfört att detta är upp till förvärvsbolagen att reglera och kommunicera, företrädesvis genom sin bolagsordning och prospekt.¹¹⁶

Föga förvånande är förekomsten av inlösenregler på regelverksminimum.

Presumptiva inlösare fick i ett sammanhang lösa in hela sitt innehav (minus avdrag för förekommande skatter, avgifter och arvoden) ”så långt lagret räckte”. Fördelningen skedde i förhållande till antalet aktier varje ägare anmält till inlösen och vid ojämnt utfall genomfördes – rätt och slätt – ett lotteri.¹¹⁷

¹¹² Se punkt 2.18.7 1 st regelverket.

¹¹³ Se punkt 2.18.7 regelverket in fine.

¹¹⁴ Se punkt 2.18.7 2 st a-f regelverket.

¹¹⁵ Se börsens QA s. 12.

¹¹⁶ Se börsens QA s. 12.

¹¹⁷ Se ACQ BURE Equity prospekt s. 53

4.7 Inlösenrätten – avslutande reflektioner

En teoretisk möjlighet är att exempelvis 30% av rösterna vid stämman ogillar förvärvet men att förslaget ändå vinner med enkel majoritet. Detta hade inneburit att 20% av dessa, när börsens minimum tillämpats, inte kan lösa in sina aktier och får se sitt kapital gå till ett förvärv de röstat emot.

Kvarvarande alternativen blir då att de antingen säljer av innehavet till förlust (en vilja att nyttja inlösenrätten torde förutsätta att aktiekursen är lägre än inlösenbeloppet) eller håller i innehavet tills vidare och hoppas på att kursen stiger.

Således kan ett upplägg om endast 10% av aktier behäftade med inlösenrätt ifrågasättas ur det individuella investerarintresset, men det kan även ligga i aktieägarkollektivets intresse att konstruera en flaskhals som förhindrar kapitalläckage inför förvärv. En inlösenrätt på regelverkets miniminivåer skapar därmed förutsättningar för en intressekonflikt inom aktieägarkretsen som investerare bör vara medvetna om.

5 Analys

5.1 Vilket investerarskydd finns i handel med förvärvsbolagsaktier?

Den sammantagna skyddsnivån kan sägas bygga på tillgång till information. Det är inte ett skydd som syftar till att ikläda aktieägare rättigheter i förhållande till bolagen likt de tvingande konsumentskyddsreglerna, och skyddet fungerar av naturliga skäl inte heller som en garanti för att placerare faktiskt gör välgrundade investeringsbeslut. Vid lika tillgång till information är det den enskildes förutsättningar som avgör hur välgrundat investeringsbeslutet blir, men genom krav på att värdepappersföretag ska göra grundläggande kartläggningar av sina kunders kunskapsnivåer utjämnas till viss del denna obalans, företrädesvis genom att en kund som tänkt göra en opassande order antingen läser på innan eller avstår helt.

Genom prospektförordningen och dess supplerande regler uppställs omfattande krav på offentliggörande av information, men även när undantagsförordningen är tillämplig finns det omfattande krav på information i undantagsdokumenten – nackdelen ur ett investerarperspektiv är emellertid att dessa inte behöver godkännas innan de offentliggörs.

Skyddet blir dessutom tvådelat, dels genom det EU:s arbete, dels genom de noteringskrav som ställs upp av börserna.

Denna skyddsnivå gör att den allmänna tanken om att målbolagen får en kostnadseffektiv väg in på den nordiska marknaden inte kan stämma. Dels belastas bolag med prospektkrav, dels ska noteringsprocessen fullbordas. Senare inför fusionen ska ett undantagsdokument (eller till och med prospekt) och, i teorin, ett informationsmemorandum upprättas. När förvärvet är fullbordat ska hela noteringsprocessen göras om på nytt. Dessa samlade kostnader upp bärs naturligtvis av bolagen själva, och även om förvärvsbolaget erbjuder sig att besörja noteringskostnaderna faller dessa tillslut ändå tillbaka på målbolaget som ju post-fusion *är* förvärvsbolaget.

Sammanfattningsvis kan investerarskyddet sägas grundas i en informationsplikt som kräver transparens av marknadsaktörer och påkallar eget ansvar från enskilda privata investerare.

5.2 Bör småsparares tillgång till förvärvsbolagsaktier begränsas?

Det framgår av utredningen att värdepappersföretag ska bedöma sina kunders kunskapsnivå innan de tillåts handla med ett visst instrument. Det bör påminnas om att småsparare, även om det finansiella instrumentet bedöms opassande för deras kunskapsnivå, har tillgång till förvärvsbolagsaktier. Det är således inte fråga om ett kategoriskt uteslutande, något sådant verktyg finns inte inom ramen för de behandlade regelverken och efterfrågas inte heller av Esma. Snarare är det en fråga om att försöka begränsa olämplig handel.

En option är som bekant ett derivat vars värde är knutet till den underliggande tillgången som optionen kan nyttjas mot och bör därför anses vara komplicerad i förhållande till vanliga aktier. Men detta innebär inte att ett *förvärvsbolag med ett optionsprogram* har komplicerade aktier enbart på den grunden. Det finns många aktiebolag med optionsprogram vars aktier i sådana fall bör begränsas för småsparare – det är för långtgående att anse att incitamentsprogram i sig föranleder en begränsning av handel utan att först läsa de enskilda bolagens prospekt. Det sagt så ger sponsoroptionerna upphov till stora utspädningseffekter, och agentkostnaderna kan vara väldigt höga vilket framgår när en begrundar att en sponsor i vissa fall kan avsluta sitt engagemang genom att teckna sina optioner redan vid fullbordat förvärv.

Inlösenrätten ger upphov till särskilda intressekonflikter inom aktieägarkretsen, men det är ytterst den individuella investerarens risktolerans som avgör om hen är villig att befatta sig med sådana flaskhalskonstruktioner. Den huvudsakliga risken investeraren löper är att bli stående efter ett ogillat förvärv med fortsatt innehav i bolaget, och då antingen sälja av innehavet till förlust eller se om det finns skäl att stanna i bolaget en tid framöver.

Riskscenariot påminner om ett typiskt aktieinnehav. Det finns därför inte anledning att bedöma inlösenrättens risker som särskilt komplexa – i varje fall inte så till den grad att aktieägar i ett förvärvsbolag med inlösenrätt *i sig själv* innebär att värdepappret är mer komplicerat än en typisk aktie.

I stället för att huvudsakligen fokusera passandebedömningen vid optionsprogrammen eller inlösenrätten bör i stället *småspararens egna engagemang* i bolaget vara särskilt avgörande. Som exempel kan en tänka sig ett förvärvsbolag som inte har ett optionsprogram, men som erbjuder presumtiva aktieköpare teckningsoptioner per visst antal aktier köpta.

Det vore opassande för en investerare utan vetskap om vad en option innebär att teckna aktier som medför en teckningsoption – denne vet inte hur rätten förknippad med optionen ska bevakas, och emissionen av optionen har sannolikt påverkat aktiens teckningspris.

Värdepappersföretagen bör placera passandebedömningarna *här* på grund av den icke-professionella kundens befattning med *derivatinstrument* – inte på grund av att denne äger andelar i ett bolag med eller utan ett sponsororienterat incitamentsprogram – det skulle göra i princip all aktiehandel föremål för fördjupade passandebedömningar eftersom dessa incitamentsprogram är vanligt förekommande.

5.3 Hur kan aktieägarnas ställning vid förvärvsstämman stärkas?

Esma fokuserar huvuddelen av uttalandet på att försöka samordna granskningen av förvärvsbolagsprospekt. Bland annat vill de att prospektet innehåller detaljerad information om de uppgifter som kommer finnas i ett (eventuellt) undantagsdokument – och detta utvidgade undantagsdokument ska innehållsmässigt vara likvärdigt ett prospekt.

Att stärka investerarskyddet den här vägen är problematiskt ur proportionalitetshänsyn eftersom förslaget till synes försummat vederbörlig hänsyn till förvärvsbolagsstyrelsens (och till viss del även aktieägarnas) intressen.

Det är fråga om svåra och kostsamma framtidsprognoser och projektioner som begärs. Esma vill se bland annat detaljerad information om värdering av målbolaget, villkor för transaktionen och förväntade synergiska effekter. Risken att informationen som ges i förvärvsbolagsprospektet inte motsvarar den information som offentliggörs vid stämman (till följd av de faktiska förhandlingarna) hänger över styrelsen som i värsta fall kan ställas till civilrättsligt ansvar för felaktigheter i prospektet.

Att på ett tillfredsställande sätt förse investerare med den informationen redan i förvärvsbolagsprospektet kan bli en utmaning för styrelsen om de inte redan på förhand vet vilket målbolag som avses. För mycket information om förvärvsstrategin gör det dessutom

enkelt för ett presumtivt målbolag att läsa förvärvsbolagets prospekt och därmed vinna förhandlingsfördel.

Offentliggörandet av denna information redan i prospektet kan därför, aningen ironiskt, vara skadligt för investerarnas intressen eftersom de därmed har både potentiella agentkostnader och ökade förhandlingskostnader som upp bärs av deras investerade kapital.

Kärnan i Esmas kritik är att undantagsdokument inte behöver godkännas och att man därför bör göra prospektet framtungt genom att ta höjd för både vad som rimligen kan krävas och vad som, vilket torde framgå ovan, ger upphov till oproportionerligt betungande (på gränsen till orimliga) krav på bolagsstyrelsen.

Som ett *alternativ* kan i stället övervägas huruvida undantagsdokuments giltighet vid förvärvsstämman kan göras beroende av ett godkännande från en behörig myndighet likt prospektgodkännanden. Med tanke på att godkännandeprocessen för prospekt inte syftar till att analysera riktigheten i dem hade godkännande av undantagsdokument kunnat grundas på samma materiella förutsättningar (fullständighet, begriplighet och konsekvens).

Genom att *införa godkännandeprocesser för undantagsdokumenten* avlastas styrelsen från bördan att göra problematiskt komplicerade framtidsprojektioner samtidigt som investerarskyddet, såsom unionslagstiftaren formulerat det i undantagsförordningens bestämmelser, tillgodoses.

Att införa krav på godkännande av undantagsdokument är dessutom förenlig med kärnan i informationsteorin som strömmar i regelsystemen, och det kan därutöver påkallas med hänsyn till agent-problematiken och behovet av transparens på marknaden.

Tillsyn och efterlevnadskontroll hade därmed skett i två led i två parallellt tillämpliga regelsystem. Vid godkännandet av förvärvsbolagsprospektet och undantagsdokumentet, samt genom börsens krav vid förvärvsbolagsnoteringen och noteringsprocessen post-fusion.

6 Slutsats

Skyddet som uppstår till följd av unions- och självregleringen bygger på att investerare tar den information som bolagen förpliktas att offentliggöra, och använder den för att fatta välgrundade investeringsbeslut. Informationsplikten är både kvalitativ (innehållsrika informationsdokument måste upprättas och offentliggöras) och kvantitativ (värdepappersföretag måste känna sina kunder). Både unionslagstiftaren och marknadens privata aktörer har ett intresse av stabilitet och förtroende på marknaden, men medlen för att uppnå syftet skiljer sig. Det framgår att unionslagstiftaren premierar säkerhet på marknaden medan börserna sätter effektivitet och flexibilitet i främsta rummet.

På grund av de omfattande privat- och offentlighetsrättsliga efterlevnadsmekanismerna blir den inledande kostnadseffektiviteten vid notering av förvärvsbolaget illusorisk, och föreställningen om att målbolag får en snabb väg in på börserna raderas vid beaktande av att en *helt ny noteringsprocess* måste företas efter fusionen. Denna bekostas av målbolaget själv som nu är en del av förvärvsbolaget.

Diskrepansen i förvärvsbolagens riskprofiler till följd av den flexibla regleringen belyser svårigheten med att förutse riskerna med dem, men härvid inträder den individuella investerarens ansvar. Optionsprogram och inlösenrätter är visserligen komplicerade, men det förstnämnda är inte unikt för förvärvsbolag, och detsamma kan sägas om den begärda risktoleransen avseende rätten till inlösen. För att inte höja transaktionskostnaderna inom kapitalmarknadsunionen i onödan bör begränsningar av handel med förvärvsbolagsaktier ske på basis av den enskilda investerarens befattning med komplicerade värdepapper.

För att stärka aktieägarnas ställning vid förvärvsstämman bör, i stället för att ställa krav på styrelsen att offentliggöra omfattande information om bland annat villkoren för framtida förvärv, undantagsdokument bli föremål för en godkännandeprocess av behörig myndighet innan det får offentliggöras. Att kräva information i prospekt som redogör för förväntade synergier och transaktionsvillkor för ett ännu inte påbörjat förvärv är för betungande för styrelsen och kan dessutom skada aktieägarna eftersom det riskerar att försvåra sponsorernas förhandlingsposition med målbolagen.

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur:

Bergström, Claes och Samuelsson, Per (2015), *Aktiebolagets grundproblem*, femte upplagan, Stockholm, Norstedts Juridik AB

Borg, Mikael (2003), *aktierelaterade incitamentsprogram*, Stockholm, Jure Förlag AB

Carl Fredrik Bergström och Jörgen Hettne (2014), *Introduktion till EU-rätten*, första upplagan, Lund, Studentlitteratur AB

Dotevall, Rolf (2015), *Aktiebolagsrätt fördjupning och komparativ belysning*, första upplagan, Stockholm, Norstedts Juridik AB

Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2021), *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, tredje upplagan, Uppsala, Iustus förlag AB

Hansson, Sigurd (2009), *Aktier optioner obligationer: en introduktion*, Lund, Studentlitteratur AB

Kleineman, Jan (2018) "Rättsdogmatisk metod". i: Nääv, Maria och Zamboni, Mauro (red.) *Juridisk metodlära*, 2 uppl. Lund, Studentlitteratur AB

Kågerman, Pontus (2001), *Värdepappersmarknadens regelsystem – Lagreglering, självreglering och etik*, Stockholm, Norstedts Juridik AB

Moberg, Krister och Samuelsson, Per (1989), *Börsrätt*, Stockholm, Norstedts Förlag AB

Orrbeck, Martin (2007), *Företagsförvärv i praktiken*, första upplagan, Studentlitteratur AB

Samuelsson, Per (1991), *Information och ansvar om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden*, Stockholm, Norstedts Juridikförlag

Sandgren, Claes (2015), *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, tredje upplagan, Stockholm, Norstedts Juridik AB

Schammo, Pierre (2011), *EU prospectus law: new perspectives on regulatory competition in securities markets*, Cambridge, Cambridge university press

Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (2021), *Börsrätt*, femte upplagan, Lund, Studentlitteratur AB

Söderström, Rebecca (2019), *kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Uppsala, Iustus förlag AB

Westermark, Dennis och Lagercrantz, Monica (2013), *Om nyemission*, första upplagan, Stockholm, Norstedts Juridik AB

EU

Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion

Yttrande från Europeiska ekonomiska och sociala kommittén om meddelande från kommissionen till Europaparlamentet, rådet, Europeisk ekonomiska och sociala kommittén samt regionkommittén: Handlingsplan för en kapitalmarknadsunion KOM(2015) 468 slutlig, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020AE4974&from=SL>> (besökt 2021-11-22)

Esma: Good practices in the approval process

Esmas Prospectus Directive: Peer Review Report on good practices in the approval process [ESMA/2021/300] <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-300.pdf>> (besökt 2021-11-15)

Esmas uttalande

Esma public statement: SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations 12 juli 2021 [ESMA32-384-5209]

<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf> (besökt 2021-11-15)

EU:s interinstitutionella publikationshandbok

<<https://publications.europa.eu/code/sv/sv-120200.htm>> (besökt 2021-11-27)

EES

Införlivandeakt till EES-avtalet: Prospektförordningen

Gemensamma EES-kommitténs beslut nr 84/2019 av den 29 mars 2019 om ändring av bilaga IX (Finansiella tjänster) till EES-avtalet [2019/1400], <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:22019D1400&from=EN>> (besökt 2021-11-27)

Införlivandeakt till EES-avtalet: MiFiD II

Gemensamma EES-kommitténs beslut nr 78/2019 av den 29 mars 2019 om ändring av bilaga IX (Finansiella tjänster) till EES-avtalet 2019/1836, <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:22019D1836&from=SV>> (besökt 2021-11-27)

Införlivandeakt till EES-avtalet: Kompletteringsförordningen

Gemensamma EES-kommitténs beslut nr 188/2019 av den 10 juli 2019 om ändring av bilaga IX (Finansiella tjänster) till EES-avtalet [2019/1401] <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/HTML/?uri=CELEX:22019D1401&from=SV>> (besökt 2021-11-27)

Införlivandeakt till EES-avtalet: Undantagsförordningen

Gemensamma EES-kommitténs beslut nr 216/2021 den 9 juli 2021 om ändring av bilaga IX (Finansiella tjänster) till EES-avtalet [ännu inte publicerad, men ändå i kraft, se artikel 3] <<https://www.efta.int/media/documents/legal-texts/eea/other-legal-documents/adopted-joint-committee-decisions/2021%20-%20English/216-2021.pdf>> (besökt 2021-11-27)

Övriga källor

Nasdaq nordiska regelverk (regelverket)

Nasdaq Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares: Harmonized part effective 1 February 2021

<<https://www.nasdaq.com/docs/2021/09/10/Clean%20Nordic%20Main%20Market%20Rulebook%20for%20Issuers%20of%20Shares%20-%2011%20October%202021.pdf>> (besökt 2021-11-19)

Nasdaq QA

Nasdaq Nordic Main Market Q&A on SPAC listings: Questions and Answers on the admission requirements, the admission process and disclosure requirements for SPACs and the Business Combination, last updated 2021-09-15 <[https://www.nasdaq.com/docs/2021/09/16/Nasdaq-Nordic-Main-Market-QA-on-SPAC-listings_version%205%20\(2100908\)%20CLEAN.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2021/09/16/Nasdaq-Nordic-Main-Market-QA-on-SPAC-listings_version%205%20(2100908)%20CLEAN.pdf)> (besökt 2021-11-19)

Aligro Planet Acquisition Company AB (publ): Prospekt.

Inbjudan till förvärv av A-aktier i Aligro Planet Acquisition Company AB (publ) samt upptagande till handel på Nasdaq Stockholm

<[https://uploads-ssl.webflow.com/608d2ef63583f515d838e164/60a1a18406d44a1952fd381d_Aligro%20Planet%20Acquisition%20Company%20AB%20\(publ\)%20-%20Prospekt%20\(la%CC%8Ast\).pdf](https://uploads-ssl.webflow.com/608d2ef63583f515d838e164/60a1a18406d44a1952fd381d_Aligro%20Planet%20Acquisition%20Company%20AB%20(publ)%20-%20Prospekt%20(la%CC%8Ast).pdf)> (besökt 2021-11-14)

ACQ BURE Equity AB (publ): Prospekt

Inbjudan till teckning av aktier i ACQ BURE AB <[https://assets.website-files.com/600187ddc3b0e03b7843ccad/604f03194fc50c1c48dbe7e0_ACQ%20Bure%20AB%20Prospekt%20\(Svenska\).pdf](https://assets.website-files.com/600187ddc3b0e03b7843ccad/604f03194fc50c1c48dbe7e0_ACQ%20Bure%20AB%20Prospekt%20(Svenska).pdf)> (besökt 2021-11-21)

Pressrelease från Analyst group, publicerat i Dagens Industri 2021-12-06

Möjlighet att investera i en svensk SPAC som skall skapa värde i ett attraktivt segment, <<https://www.di.se/pressreaser/2021/12/06/analyst-group-mojlighet-att-investera-i-en-svensk-spac-som-skall-skapa-varde-i-ett-attraktivt/>> (besökt 2021-12-30)