

Juridiska institutionen
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
HRO800 Examensarbete, 30 hp
Juristprogrammet
Höstterminen 2023

En komparativ studie avseende likabehandling av aktier med olika röstvärden

- Likabehandling till varje pris?

Alva Kåresen



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Handledare: Erik Lidman
Examinator: Rolf Skog

Abstract

The aim of this thesis is to analyze how Sweden's takeover regulation ensures equal treatment for shareholders with diverse voting rights, in comparison to the approaches that have been adopted in the US, Canada, and the United Kingdom. Thereby, the Swedish regulation is contrasted with the regulations of other countries, allowing us to critically analyze Swedish takeover regulation in a comparative manner. This thesis addresses questions about how equal treatment is safeguarded for shareholders with differing voting rights in the scope of a takeover offer concerning value, consideration format, and inclusivity across these aforementioned countries. To achieve this, I have addressed the current legislation in each jurisdiction with respect to value, consideration format, and inclusivity. This research involved a comprehensive analysis of legal sources such as legislation, legal cases, and doctrinal perspectives, followed by a comparative examination. The results indicate that the majority of the investigated nations only ensure equal treatment within the same category of shares and not between different categories of shares with differing voting rights. Sweden distinguishes itself as the country that guarantees the most equal treatment in terms of both value and consideration format for different categories of shares with differing voting rights. Subsequently, the thesis delves into an exploration of how Sweden's regulatory framework aligns with other nations, and whether there are grounds for evaluating the current legislation in Sweden. The thesis's discussion examines potential drawbacks associated with Sweden's regulation concerning tender offers that prohibits price disparities between shares possessing different voting rights. The thesis suggests a modification aligned with the UK's provision of 'comparable' offer that allows for different treatment when there is a justified price difference. Furthermore, the thesis highlights the positive aspects of Sweden's regulation regarding consideration format, positioning it as a potential role model for other countries. Finally, it explores the existence of a 'regulatory gap' concerning inclusivity in a tender offer within Sweden's regulatory landscape.

Ordlista

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
ASK	Aktiemarknadens Självregleringskommitté
Börs	Värdepappersinstitut som bedriver reglerad marknad
LUA	Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
Londonbörsen	London Stock Exchange
Prop.	Proposition
SEC	United states Securities and exchange commission
SOU	Statens offentliga utredningar
Takeover-regler	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, Aktiemarknadens Självregleringskommitté
Takeover Code	City Code on Takeovers and Mergers, 2016
Takeover-direktivet	Direktiv 2004/25/EG
The panel	Panel on Takeovers and Mergers
Torontobörsen	Toronto Stock Exchange

Begrepp

Bolag	Aktiebolag eller motsvarande utländska bolag
Budgivarbolag	Det bolag som har lagt ett bud på målbolaget
Målbolag	Det bolag vars aktier är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande

Innehållsförteckning

Abstract	3
Ordlista	4
1 Inledande avsnitt	7
1.1 Inledning	7
1.2 Syfte och frågeställningar	8
1.3 Metod och material	8
1.4 Avgränsningar	10
1.5 Disposition	11
2 Takeover-reglerna – en överblick	12
2.1 Allmänt	12
2.2 Bolagsrätt och grunden till offentliga uppköpserbjudanden	12
2.3 LUA	14
2.4 Takeover-reglerna	14
2.5 Aktiemarknadsnämnden	15
2.6 Införandet av röstvärdesskillnader	15
2.7 Likabehandlingsprincipen	16
3 Den svenska regleringen kring prissättning, vederlagsform samt bud enligt takeover-reglerna	18
3.1 Allmänt	18
3.2 Möjligheten till prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier	18
3.2.1 Likabehandling gäller även pris vid för-, sido- och efteraffärer	20
3.3 Möjligheten att betala olika vederlagsform för den röststarka och röstsvaga aktien ..	22
3.3.1 Likabehandling beträffande vederlagets form vid för-, sido- och efteraffärer. ..	23
3.4 Möjligheten att lägga ett bud på endast röststarka/röstsvaga aktier	25
4 En komparativ utblick	28
4.1 Allmänt	28

4.2	USA	28
4.2.1	Möjligheten till prisdifferentiering enligt amerikansk rätt.....	29
4.2.2	Möjligheten att betala vederlag i olika form enligt amerikansk rätt.....	32
4.2.3	Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass enligt amerikansk rätt.....	33
4.3	Kanada.....	34
4.3.1	Möjligheten till en prisdifferentiering enligt kanadensisk rätt.....	35
4.3.2	Möjligheten att betala vederlag i olika form enligt kanadensisk rätt.....	37
4.3.3	Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass enligt kanadensisk rätt....	39
4.4	Storbritannien	40
4.4.1	Möjligheten till en prisdifferentiering enligt engelsk rätt.....	41
4.4.2	Möjligheten att betala vederlag i olika form enligt engelsk rätt	44
4.4.3	Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass enligt engelsk rätt	45
5	Sammanställning och jämförelse av resultat	47
5.1	Allmänt.....	47
5.2	Möjligheten till prisdifferentiering mellan aktieklasser i Sverige, USA, Kanada och Storbritannien.....	47
5.3	Möjligheten att betala vederlag i olika form för olika aktieklasser i Sverige, USA, Kanada och Storbritannien.....	50
5.4	Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass i Sverige, USA, Kanada och Storbritannien.....	53
6	Diskussion om den svenska regleringen i ett internationellt perspektiv.....	57
6.1	Allmänt.....	57
6.2	Värdemässig likabehandling	57
6.3	Formmässig likabehandling.....	60
6.4	Proportionell likabehandling	61
7	Slutsats	63
	Källförteckning.....	65

1 Inledande avsnitt

1.1 Inledning

Röstvärdesskillnader – en aktiestruktur där aktieslag tillåts ha olika röstvärden. Fenomenet har funnits i Sverige en lång tid och regleringen på den svenska aktiemarknaden är därför väl anpassad efter detta. Vissa jurisdiktioner har valt att införa röstvärdesskillnader, medan andra har valt att inte göra det. Det finns därmed en skild bild beträffande röstvärdesskillnaders positiva inverkan på aktiemarknaden. I de länder som röstvärdesskillnader tillåts står valet fritt för bolagen att välja om de vill införa denna aktiestruktur.

Det ligger i sakens natur att aktier som tillskrivits olika egenskaper såsom olika röstvärden även ska behandlas utifrån dess olikhet, dvs. olika aktier behandlas olika. En aktie med högre röstvärde och därmed större möjlighet att utöva kontroll över bolaget anses av många ha ett högre värde i pris än en röstsvag aktie. Principen om likabehandling av aktieägare (såsom närmare förklaras i avsnitt 2.7) förhindrar dock en sådan differentiering i värde. Det är därmed möjligt att skapa olika aktiestrukturer men inte möjligt att behandla dem olika i vissa avseenden. Som Stattin nämner blir det att olika fall behandlas lika.¹

I ett scenario där en budgivare avser att lägga ett offentligt uppköpserbjudande på ett målbolag kan denna problematik uppstå. För att agera förenligt med likabehandlingsprincipen måste en budgivare erlagga samma pris för både röststarka och röstsvaga aktier. Budgivaren blir därför bakbunden i möjligheten att differentiera sitt erbjudande och erbjuda röststarka aktier ett högre pris då priset behöver vara detsamma för varje aktie, röststark som röstsvag. Det kan därför hävdas att röstsvaga aktier ska behandlas lika på bekostnad av röststarka aktier, dvs. en form av diskriminering av röststarka aktier.

Mot bakgrund av det ovan nämnda blir det intressant att utreda hur Sveriges implementering av likabehandlingsprincipen i förhållande till flera aspekter (förutom vederlagsvärde) förhåller sig till andra länder som också har infört röstvärdesskillnader. För att utreda detta

¹ Stattin, *Takeover- offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s.251.

närmare kommer uppsatsen att behandla röstdifferentierade aktiers behandling utifrån pris, vederlagsform och huruvida ett krav ställs på att olika aktieslag ska inkluderas vid ett bud. Med andra ord, hur långt sträcker sig aktieägares likabehandlingsprincip avseende aktier med röstvärdesdifferentiering - likabehandling till varje pris?

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att utreda hur Sveriges reglering om offentliga uppköpserbjudanden har beaktat likabehandlingsprincipen vid röstvärdeskillnader jämfört med länderna USA, Kanada och Storbritannien. Därigenom sätts den svenska regleringen i kontrast till andra länders reglering, vilket möjliggör en kritisk analys av den svenska regleringen.

För att uppnå uppsatsens syfte kommer jag att arbeta utifrån de tre första frågeställningarna inom nämnda jurisdiktioners reglering och med en fjärde frågeställning som sedan kommer att utredas i analysen utifrån resultatet av de tre första frågeställningarna.

- (1) Finns det någon möjlighet att ha en prisskillnad mellan röststarka och röstsvaga aktier?
- (2) Kan man betala vederlag i olika form för röststarka och röstsvaga aktier?
- (3) Går det att lägga ett offentligt uppköpserbjudande på endast röststarka/röstsvaga aktier?
- (4) Hur förhåller sig den svenska regleringen avseende nämnda frågeställningar i ett internationellt perspektiv?

1.3 Metod och material

Vid fastställande av gällande rätt i Sverige avseende frågeställningar 1-3 har en tolkning och analys skett av rättskällor såsom lagstiftning, förarbeten och doktrin.² Aktiemarknaden i Sverige har en utbredd tradition av självreglering i form av god sed på aktiemarknaden (se närmare i avsnitt 2.5) varpå aktiemarknadsnämnden (nämnden) lämnar vägledande uttalanden om hur god sed och reglerna på aktiemarknaden ska tolkas. Dessa uttalanden har således också beaktats. Jag har börjat med att tolka och utreda befintlig lagstiftning på området. För vidare tolkning har jag studerat uttalanden från nämnden samt doktrin. Även en del förarbeten har använts för att bekräfta doktrins tolkningar. En rättsdogmatisk metod har därmed anammats för

² Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, s. 49.

att fastställa gällande rätt i Sverige.³ Metoden har valts i syfte att fastställa vad som är de -lege-lata, det vill säga fastställande av rättsläget som det är idag.⁴

Enligt Valguarnera är det inte rätt att tala om en komparativ metod när rättssystem hanteras parallellt och därför kan metoden som använts i avsnitt fyra av uppsatsen i stället beskrivas som en slags rättsdogmatisk metod vid utredningen av gällande rätt i USA, Kanada och Storbritannien.⁵ Dessa länder bygger på rättssystemet common law vilket innebär att praxis är den främsta rättskällan. I uppsatsen finns det en brist på utländska rättsfall på grund av den bristande tillgängligheten av material. I stället har jag lagt fokus på att analysera lagtext och doktrin (som i sin tur baseras på relevanta rättsfall i de olika jurisdiktionerna) avseende bolagsrätt och offentliga uppköpserbudanden. Den doktrin som har använts är ansedd och har hög referens. Böckerna har för det mesta utgått från praxis varpå rättskällorna har bedömts vara tillförlitliga. Det går dock inte att frånga att en tillräcklig utredning beträffande alla rättskällor inte har kunnat utföras inom ramen för denna uppsats. Tillförlitligheten av den rättsdogmatiska analysen beträffande de utländska jurisdiktionerna hade därför kunnat underbyggas ytterligare om jag hade haft bättre tillgång till huvudkällorna såsom rättsfall. Sammantaget har relevant information hämtats från internet, artiklar samt litteratur.

I uppsatsens femte kapitel har jag sammanställt och jämfört de likheter och skillnader som finns mellan ländernas reglering avseende frågeställningarna 1-3 och därför går det att argumentera för att en slags komparativ metod används i detta kapitel.⁶ Den komparativa metoden beskrivs dock av Valguarnera som en jämförelse av likheter och skillnader mellan rättssystemen och det är därför inte rätt att tala om att en fullt ut komparativ metod genomförs.⁷ Detta eftersom rättssystemen i helhet inte jämförs, det är endast tre avgränsade frågeställningar som jämförs med samtliga jurisdiktioner. Metoden passar bra utifrån uppsatsens syfte då potentiellt en viss vägledning kan ges av utländska lösningar på området.⁸

Vad gäller rättskällehierarkin vid en komparativ metod har det ansetts vara problematiskt utifrån att länder kan värdera sina rättskällor olika.⁹ Det har därför argumenterats för att doktrin

³ Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*, s. 21.

⁴ *Ibid.*, s. 36.

⁵ Valguarnera, *Den komparativa metoden*, s. 141.

⁶ *Ibid.*

⁷ *Ibid.*

⁸ *Ibid.*, s. 143.

⁹ *Ibid.*, s. 155.

kan användas som en tillförlitlig rättskälla vid den komparativa metoden då denna rättskälla ger en bättre förståelse för ländernas rättssystem.¹⁰ Min kartläggning av gällande rätt i USA, Kanada och Storbritannien i uppsatsens fjärde kapitel har utgått från doktrin i förenlighet med föregående resonemang och har därigenom möjliggjort en välgrundad jämförelse i det efterföljande kapitlet (med en medvetenhet om att en fullt ut komparativ metod dock inte genomförs i avsnitt 5).

Sammantaget vad gäller avsnitt 3-5 har jag därmed anammat en i grunden rättsdogmatisk metod för att fastställa gällande rätt i de valda jurisdiktionerna med inslag av en slags komparativ metod genom en jämförelse av jurisdiktionernas resultat.

I uppsatsens sjätte kapitel diskuteras det om hur Sveriges lagstiftning förhåller sig till de andra jämförande jurisdiktionerna samt om det kan tänkas vara aktuellt med några förändringar i den svenska regleringen. Enligt Sandgren är en rättsanalytisk metod ett sätt att analysera rätten där alla former av material tillåts. Analysen sker i en mer ”öppen” form och ämnar inte finna ett korrekt svar.¹¹ Det går därför att argumentera för att analysen har en del rättsanalytiska inslag då jag beaktar argument som inte är av strikt normativ karaktär.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsas till att endast behandla aktier och därmed behandlas inga andra finansiella instrument som kan likställas med aktier. Avseende den svenska aktiemarknaden kommer uppsatsen att fokusera på reglerna om offentliga uppköpserbjudanden på den reglerade marknaden (Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM), handelsplattformar kommer dock att nämnas i vissa hänseenden utifrån syftet att ge en helhetsbild (se närmare avsnitt 2). Vidare kommer uppsatsen endast att behandla aktier som differentierats beträffande röstvärden. Därmed kommer uppsatsen inte att behandla aktier som differentierats avseende ekonomiska rättigheter eller en kombination av ekonomiska- och rösträttigheter, som exempelvis röststarka stamaktier eller röstsvaga preferensaktier (se närmare om stam- och preferensaktier i avsnitt 2.2 nedan). Vidare har en avgränsning gjorts i förhållande till vilka regler som har utretts. Uppsatsen utreder bestämmelserna som reglerar möjligheten till prisdifferens mellan den

¹⁰ Valguarnera, *Den komparativa metoden*, s. 164-165.

¹¹ Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, s. 50-51.

röststarka och röstsvaga aktien, möjligheten att betala vederlag i olika form för den röststarka och röstsvaga aktien samt möjligheten att lägga bud på endast en aktieklass. Likabehandlingsprincipen av aktieägare berör dock ytterligare aspekter såsom information, tid och kontrollskiften vilket inte kommer att behandlas närmare inom ramen för denna uppsats.

En avgränsning har även skett i urvalet av länder. Länder som har valts att jämföras med är USA, Kanada och Storbritannien utifrån deras möjlighet att ha aktier med olika röstvärden då uppsatsens syfte relaterar till just differentierade aktier. Det kan vara värt att nämna att både USA och Kanada är uppdelade efter federal respektive delstatlig/provinsnivå. Vad gäller Kanada blir det dock inte problematiskt eftersom regleringen på området nästintill är harmoniserad på provinsnivå (se närmare avsnitt 4.3). I USA däremot kan regleringen skilja sig åt beträffande vilken delstat som avses. I uppsatsen har en avgränsning gjorts i att framför allt utreda den federala regleringen men med instick av delstatlig reglering i vissa fall.

1.5 Disposition

Kapitel två ämnar ge en bakgrund till de koncept och områden som läsaren behöver ha en grundläggande förståelse för inför uppsatsens efterföljande avsnitt. Kapitlet redogör för aktiers olika rättigheter, bakgrunden till införandet av röstvärdesskillnader samt relevant reglering på området. I uppsatsens tredje kapitel utreds de tre första frågeställningarna i den svenska regleringen om offentliga uppköpserbjudanden. Det fjärde kapitlet utreder också de tre första frågeställningarna i USA, Kanada och Storbritanniens reglering om offentliga uppköpserbjudanden. Därefter sker en sammanställning och jämförelse av resultatet i uppsatsens femte kapitel. I det sjätte kapitlet diskuteras resultatet av studien utifrån den svenska regleringens hantering av likabehandlingsprincipen samt huruvida en potentiell förändring kan behövas i den svenska regleringen. I det sjunde kapitlet presenteras de slutsatser som kunnat dras inom ramen för uppsatsen.

2 Takeover-reglerna – en överblick

2.1 Allmänt

Detta avsnitt är en bakgrund till studien. Avsnittet behandlar relevant information om Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM (takeover-reglerna). Vidare kommer avsnittet att behandla grundläggande egenskaper hos en aktie och dess funktioner, takeover-reglernas härkomst, röstvärdesskillnader samt den børsrättsliga likabehandlingsprincipen.

2.2 Bolagsrätt och grunden till offentliga uppköpserbjudanden

I Sverige är det Aktiebolagslag (2005:551) (ABL) som reglerar aktiebolag beträffande hur de stiftas, förvaltas och upplöses osv. En aktie är en bestämd andel av ett aktiebolag och erhålls i utbyte mot kapital. Alla aktier har lika kvotvärde och för att beräkna detta ska man dividera aktiekapitalet med antalet aktier.¹²

Aktier har lika rätt i aktiebolaget enligt den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen.¹³ Principen hindrar dock inte ett aktiebolag från att ha aktiestrukturer med olika rättigheter.¹⁴ Vad gäller aktieslagen kan dessa skilja sig åt i fråga om röstvärde och andel i aktiebolagets tillgångar och vinst, så kallat olika aktieklasser.¹⁵ De aktier som skiljer sig åt beträffande aktiebolagets tillgångar och vinst kallas stamaktier och preferensaktier. Aktier som skiljer sig åt gällande röstvärden kallas i regel A- och B-aktier, där de röststarka kallas för A-aktier och de röstsvaga aktierna kallas för B-aktier. Uppsatsen kommer dock att fokusera på aktier med olika röstvärden varpå det är dessa aktiestrukturer som åsyftas vid benämningen ”olika aktieklasser”. Ett aktieägande medför olika rättigheter såsom exempelvis en rätt att rösta vid

¹² Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 125 och 1 kap. 6 § ABL.

¹³ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 45.

¹⁴ 4 kap. 2 § ABL.

¹⁵ Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 128.

bolagsstämman samt att ta del av aktiebolagets ekonomiska resultat i form av en vinstutdelning.¹⁶

Aktiebolag kan vara privata eller publika varpå det endast är publika aktiebolags aktier som kan noteras på en börs (reglerad marknad) eller handelsplattform.¹⁷ Mot bakgrund av att aktier kan vara ett bra investeringsalternativ förekommer det i stor utsträckning att aktier tas upp till handel på en reglerad marknad i många länder. På den reglerade aktiemarknaden händer det också att någon önskar att förvärva samtliga eller en del aktier i aktiebolaget, ett s.k. offentligt uppköpserbjudande.

De första uppköpserbjudandena verkar ha skett redan i början av 1800-talet i USA. Efter detta har erbjudanden skett i vågor varpå den första vågen i Europa skedde under 1950-talet i Storbritannien.¹⁸ Uppköpserbjudanden har visat sig vara en viktig del av näringslivet och har därför kommit att bli intressant för samhället i stort. För att upprätthålla en god handel på aktiemarknaden är det därför viktigt att bevara allmänhetens förtroende. Därigenom finns det regler som syftar till att uppfylla detta mål.

Regler som reglerar uppköpserbjudanden har främst varit självreglerande och inte i form av lagstiftning. Den mest betydande regleringen på området har varit den brittiska City Code on Takeovers and Mergers (Takeover Code). Denna reglering har varit en stor förebild för den europeiska utformningen av direktiv 2004/25/EG (takeover-direktivet).¹⁹ För att uppfylla takeover-direktivets krav på reglering införde Sverige Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA), samt takeover-reglerna som agerar som självreglering på den reglerade marknaden.²⁰ Aktiemarknadens Självregleringskommitté (ASK) förvaltar takeover-reglerna för både den reglerade marknaden och handelsplattformar.

¹⁶ Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s.127.

¹⁷ Bolagsverket, *Privat eller publikt aktiebolag?*, uppdaterad: 2021-09-01, (hämtad 2023-11-12) <https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/startaaktiebolag/privatellerpubliktaktiebolag.527.html>.

¹⁸ Stattin, *Takeover- offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 35.

¹⁹ Ibid s. 37.

²⁰ Prop. 2005/06:140 s. 68.

2.3 LUA

LUA är den svenska lagstiftningen som reglerar uppköpserbjudanden. Lagen är endast tillämplig på aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige²¹, och därför har handelsplattformar (som inte är noterade på en reglerad marknad) i stället regler om bland annat budplikt och försvarsåtgärder i sina takeover-regler. LUA kom till efter ett genomförande av takeover-direktivet och ska tillämpas när ett offentligt uppköpserbjudande har lämnats i vissa situationer. LUA har även regler om budplikt och försvarsåtgärder.²² Definitionen av ett offentligt uppköpserbjudande är enligt 1 kap. 2 § LUA

”ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier”.

2.4 Takeover-reglerna

En börs, som är densamma som en reglerad marknad, ska ha regler om offentliga uppköpserbjudanden.²³ Dessa regler ska uppfylla de krav som ställs i takeover-direktivet. Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM skapade således likalydande regler för sina respektive reglerade marknader, de så kallade takeover-reglerna.²⁴ Dessa regler behandlar olika moment som sker i en budprocess och som ska följas av både målbolag och budgivare.²⁵

Takeover-reglerna präglas av en del principer som finns i takeover-direktivet. Principerna ska fungera som vägledning i det fall som takeover-reglerna inte ger något klart svar i den aktuella situationen. Det finns främst sex principer som ska vara vägledande inom börsen, däribland likabehandlingsprincipen.²⁶ Som tidigare nämnt finns det även takeover-regler för vissa handelsplattformar som uppsatsen inte kommer att gå in på närmare. Takeover-reglerna för både reglerade marknader och vissa handelsplattformar förvaltades tidigare av Kollegiet för svensk bolagsstyrning, men sedan år 2021 förvaltas reglerna av ASK.

²¹ 2 kap. 1 § LUA.

²² Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 432.

²³ 13 kap. 8 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

²⁴ Aktiemarknadsnämnden, *Takeover-regler*, (hämtad 2023-10-24), <https://www.aktiemarknadsnamnden.se/takeover-regler> 45.

²⁵ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s.99.

²⁶ Ibid s. 100.

2.5 Aktiemarknadsnämnden

Nämnden drivs av en ideell förening ”Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden” och har som främsta uppgift att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.²⁷ Detta gör nämnden genom att bestämma hur takeover-reglerna bör tolkas varpå de kan ge besked gällande hur olika situationer ska skötas. Vid en tolkning av bestämmelserna ska man se till bakgrunden av syftet. Detta innebär att nämnden behöver tolka bestämmelserna utifrån dess ändamål. Nämnden kan ge uttalanden för åtgärder av ett svenskt aktiebolag som har gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad, som handlas på en handelsplattform eller en aktieägare i ett sådant aktiebolag.²⁸ Nämnden kan också göra uttalanden för utländska aktiebolags ageranden om de har gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller som handlar på en handelsplattform i Sverige. Detta gäller dock endast i det fall åtgärderna ska bedömas enligt svenska regler.²⁹

2.6 Införandet av röstvärdesskillnader

Röstvärdesskillnader har varit en del av den svenska rätten under en lång tid och används flitigt på den svenska marknaden jämfört med andra jurisdiktioner.³⁰ Ett aktiebolag får ge ut aktier med ett röstvärde som är upp till tio gånger så stort som en annan akties värde.³¹ Det är dock inte accepterat att ge ut aktier utan rösträtt. Vissa aktiebolag har dock fortsatt möjlighet att ge ut aktier som ger större röstskillnad än 1:10. Detta är på grund av ett antal övergångsbestämmelser från 1895 samt 1910 års aktiebolagslag.³²

Röstvärdesdifferentiering kan bygga upp maktstrukturer. Genom att ha aktier med olika röstvärden kan de aktieägare som vill inta en ledande och kontrollerande roll i aktiebolaget bibehålla denna, samtidigt som aktiebolaget enkelt kan få in kapital utifrån utan att riskera att deras kontroll förloras. Detta resonemang är baserat på ett antagande om att de aktieägare som vill ha aktier med högre röstvärden, är de som är beredda på att ta på sig ett ägaransvar och

²⁷ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 99.

²⁸ Ibid s. 101-102.

²⁹ Aktiemarknadsnämnden, *Om Aktiemarknadsnämnden*, (hämtad 2023-09-29) https://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/om-aktiemarknadsnamnden_3597.

³⁰ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s.152.

³¹ 4 kap. 5 § ABL.

³² Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s.152.

som besitter nödvändig kompetens för aktiebolaget.³³ Med röststarka aktier blir det enklare att styra ett aktiebolag på ett effektivt sätt eftersom kontrollen är centrerad till en mer begränsad andel. Ett spritt ägande med lika rösträtt kan bli mer spretigt och således i praktiken ineffektivt. Vidare har det argumenterats för att avtalsfrihet råder och att aktieägare därför inte ska hindras från att avtala om vilka röstvärden som ska tilldelas vissa aktier.³⁴

Argument mot röstvärdeskillnader kan dock vara att en kontrollägare vidtar åtgärder som exempelvis värdeöverföringar som är till nackdel för aktiebolaget och andra aktieägare.³⁵

Vidare har det argumenterats för att inflytandet i ett aktiebolag ska återspeglas av hur mycket en aktieägare har bidragit med i kapitalinsats och dennes ekonomiska risk. Att således få mer inflytande i aktiebolaget genom att köpa aktier med högre röstvärden men inte samtidigt få ta en proportionell risk ansågs inte rättvist.³⁶

2.7 Likabehandlingsprincipen

Likabehandlingsprincipen är en av de sex principer som takeover-reglerna präglas av. Den har sitt ursprung från det brittiska regelverket Takeover Code, som trädde i kraft 1968.³⁷ I den brittiska Takeover Code lyder likabehandlingsprincipen enligt följande.

“(1) All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment.

“(2) If a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected.”³⁸

Takeover-direktivet använde Takeover code som en inspirationskälla och likabehandlingsprincipen fick ta form i artikel 3.1 och lyder enligt följande.

³³ SOU 1986:23 s. 131.

³⁴ Lindencrona, C., *Röstvärdesdifferenser- vart är vi påväg?*, s. 37-38.

³⁵ Bergström, Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s.154.

³⁶ Lindencrona, C., *Röstvärdesdifferenser- vart är vi påväg?*, s.37-38.

³⁷ Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.137.

³⁸ P.1, General Principles, The Takeover Code.

*''Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen av ett aktiebolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas.''*³⁹

Likabehandlingsprincipen strävar efter att behandla alla aktieägare lika i målbolaget och dess syfte är att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.⁴⁰ I de svenska takeover-reglerna har likabehandlingsprincipen genomsyrat flertalet bestämmelser vilket kommer att redovisas för nedan. Principen kan delas upp i sex olika kategorier där principen ställer krav på likabehandling i form av (1) information, (2) värde, (3) form, (4) proportionalitet, (5) tid, och (6) kontrollskiften.⁴¹ Uppsatsen kommer emellertid att ta sikte på kategorierna om värde, form och proportionalitet.

³⁹ Art. 3.1 Takeover-direktivet.

⁴⁰ Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 144.

⁴¹ *Ibid* s.157-158.

3 Den svenska regleringen kring prissättning, vederlagsform samt bud enligt takeover-reglerna

3.1 Allmänt

Detta kapitel kommer att fastställa gällande rätt i Sverige för frågorna om (1) möjligheten till prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier, (2) möjligheten att betala vederlag i olika form för röststarka och röstsvaga aktier samt (3) möjligheten att lägga bud på endast röststarka/röstsvaga aktier. Avsnittet ämnar således besvara studiens första, andra och tredje frågeställning.

3.2 Möjligheten till prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier

I denna del utreds möjligheten till prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier vilket kommer att ta avstamp i artikel II.10 och II.11 i takeover-reglerna. Likabehandlingsprincipen i takeover-reglerna uttrycks bl.a. i artikel II.10.

''Budgivaren ska erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare, kan dock vederlag i annan form, men med samma värde erbjudas dem.''

Huvudregeln är att budgivaren ska erbjuda ett identiskt vederlag till alla innehavare av aktier med identiska villkor. Identiska villkor innebär aktier som exempelvis har samma villkor gällande ekonomiska eller inflytandemässiga rättigheter. Därmed ska aktier med samma röstvärde erbjudas ett vederlag av samma värde. Särskilda skäl kan tillåta vederlag i annan form men däremot tillåts inte en budgivare till att erbjuda vederlag av olika värde för aktier med identiska villkor. Dessa regler har emellertid inte ändrats mycket över tid, huvudregeln har länge varit att olikabehandling mellan aktier av identiska villkor är förbjuden.⁴²

⁴² Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.166.

Artikel II.11 i takeover-reglerna är den artikel som blir mest relevant att utreda i förhållande till möjligheten till prisdifferentiering mellan olika aktieklasser. I 1971 års rekommendation föreskrevs att en olikabehandling mellan olika aktieslag endast var tillåten om det förelåg sakliga skäl.⁴³ Efter en långdragen konflikt som startade år 2007 mellan marknads aktörer beträffande möjligheten att betala ett högre vederlag för den röststarka aktien, infördes dock ett ”förbud” mot prisdifferens. Det ansågs skada allmänhetens förtroende för aktiemarknaden att budgivare kunde erbjuda kontrollaktieägare ett betydligt högre vederlag än de aktieägare med röstsvaga aktier.⁴⁴ En revidering av bestämmelserna skedde därför år 2009 varpå den nya artikel II.11 i takeover-reglerna infördes.⁴⁵

I artikel II.11 i takeover-reglerna föreskrivs att om aktierna skiljer sig åt endast beträffande röstvärdet och om inte aktier av samtliga slag är upptagna till handel på börsen, ska vederlagets värde vara lika för alla aktier, såväl A- som B-aktier.⁴⁶ Grundprincipen föranleder vara densamma för aktier där samtliga aktieslag är upptagna till handel på börsen. Det går dock att erbjuda ett pris som motsvarar börskursen och därutöver erbjuda en premie som är procentuellt lika stor på respektive kurs för respektive aktieslag. Detta kräver dock nämndens godkännande. En olikabehandling mellan aktier med olika röstvärden möjliggörs därmed i det fall samtliga aktieslag är upptagna till handel på börsen. För att nämnden ska godkänna detta krävs att:

- Likviditeten i de berörda aktieslagen är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild,
- Kursskillnaden inte är endast tillfällig och
- Kursskillnaden inte är hänförlig till endast en eller ett fåtal köparens efterfrågan.⁴⁷

Trots ovan nämnd möjlighet till prisdifferens mellan olika aktieslag blir det i praktiken förbjudet med prisskillnader. Detta beror framför allt på att likviditeten i röststarka aktier i regel inte är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild, se kriteriet ovan. Röststarka aktiers likviditet är ofta låg eftersom dessa aktier endast är intressanta vid handel av kontrollposter. En handel av kontrollposter brukar inte ske särskilt ofta och är mer eller mindre av tillfällig

⁴³ Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.166.

⁴⁴ Ibid, s.150.

⁴⁵ Ibid, s.169.

⁴⁶ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s.229.

⁴⁷ Art. II.11 fjärde st Takeover-reglerna.

art. Handeln är dessutom oftast mellan befintliga kontrollblocksägare och den som förvärvar kontrollinnehavet, varpå det endast är ett fåtal affärer som sker. Det går således att argumentera för att röststarka aktier inte kommer att uppfylla kraven som nämnden ställer och därför ges inte dispens till prisskillnad i praktiken.⁴⁸

Ett fall där problematiken avseende möjligheten till dispens blir synlig är i fallet AMN 2014:35. I fallet avsåg en budgivare erbjuda olika pris för A- resp. B-aktier. Aktieägarna erbjöds en premie på 10 procent vilket var baserat på slutkurserna i aktieslagen en viss dag. I fallet konstaterade nämnden att trots det faktum att båda aktieslagen är upptagna till en handel på börsen, är grundprincipen att budgivaren ska betala vederlag av samma värde för de båda aktieslagen. När nämnden diskuterade huruvida det fanns en möjlighet att ge dispens till prisdifferentiering, framhävde nämnden att det endast är 18 kunder som har handlat A-aktier under perioden 30 mars 2014 - 30 maj 2014. På grund av denna omständighet ville nämnden inte förmedla ett undantag på de grunder som nämns i punkten II.11 fjärde stycket.

I fallet går det att konstatera att handeln av röststarka aktier brukar vara tillfällig och ske i ett fåtal köp varpå det är svårt att uppfylla de krav som nämnden ställer för att meddela dispens, vilket även lyfts fram av Lidman beträffande artikelns tillämplighet.

3.2.1 Likabehandling gäller även pris vid för-, sido- och efteraffärer

En budgivare kan behöva förhålla sig till reglerna om för-,sido- och efteraffärer. Vad gäller dessa regler är inte det primära syftet att garantera en likabehandling mellan aktieägare med olika röstvärden. I stället syftar reglerna till att garantera att aktieägarna som omfattas av budet behandlas lika i förhållande till andra aktieägare utanför budet. Det förefaller dock vara relevant att kort redogöra för dessa regler eftersom reglerna genomsyras av likabehandlingsprincipen och påverkar budets pris med en eventuell prisutjämnande effekt.⁴⁹

Reglerna om förfärrer blir tillämpliga när någon har gjort ett förvärv i målbolaget men som inte ses som en del av det offentliga uppköpserbjudandet. Detta förvärv behöver ha skett inom sex månader innan budgivaren lägger ett offentligt bud.⁵⁰ Regeln fungerar som ett skydd för

⁴⁸ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.177.

⁴⁹ Stattin, *Takeover- offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 321.

⁵⁰ Art. II.13 Takeover-reglerna.

likabehandling av aktieägare som omfattas av erbjudandet, då det offentliga erbjudandet kan behöva anpassas till aktieförvärv som budgivaren har gjort tidigare. Budgivaren kan således inte erbjuda aktieägare ett mindre förmånligt bud än det förvärv denne gjort för sex månader sedan.⁵¹ Det finns dock ett undantag till detta i artikelns andra stycke. Det krävs då att en väsentlig och inte endast tillfällig nedgång har skett gällande kursen på målbolagets aktier och som inträffat mellan förfären och erbjudandets offentliggörande. Ett annat undantag till att tillämpa reglerna om förfär är när någon annan än budgivaren har lagt ett offentligt uppköpserbjudande på mindre förmånliga villkor än förfären, och detta har skett inom sex månader innan budgivaren har lagt sitt offentliga uppköpserbjudande. I det fall är budgivaren inte längre bunden av villkoren i förfären. Budgivaren måste även beakta artikel II.11 i takeover-reglerna avseende vederlagets värde i det fall aktiebolaget har olika aktieklasser. Detta innebär att en korrigerig i budet som sker till följd av bestämmelsen måste upprätthålla kravet på att erbjuda aktieägare av samtliga aktieslag samma pris per aktie, dvs. ett vederlag i samma värde. En slutsats som kan dras beträffande reglerna om förfärer är att de sätter ett golv för priset vid ett offentligt uppköpserbjudande.

Vidare finns det regler om affärer som sker utanför uppköpserbjudandet, en så kallad sidoaffär. Uppköpserbjudandet ska justeras om sidoaffären har förenats med förmånligare villkor.⁵² I det fall en budgivare inom sex månader från det att utbetalning av vederlaget i budet har påbörjats, förvärvar aktier på förmånligare villkor än villkoren i erbjudandet, ska budgivaren kompensera de aktieägare som sålt sina aktier vid uppköpserbjudandet.⁵³ Även vid sido- och efteraffärer måste budgivaren beakta artikel II.11 beträffande vederlagets värde i det fall aktiebolaget har olika aktieklasser.

Sammanfattningsvis går det att konstatera att det finns många regler som kan få en prispåverkande effekt vid ett uppköpserbjudande. Vad gäller möjligheten till prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier är denna mycket låg i Sverige. Detta beror främst på införandet av artikel II.11 i takeover-reglerna som endast ger en begränsad och i praktiken enbart teoretisk möjlighet att ge en prisdifferens. Det går att konstatera att

⁵¹ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s.240.

⁵² Art. II.14 Takeover-reglerna.

⁵³ Art. II.15 Takeover-reglerna.

reglerna om vederlagsvärde för olika aktieklasser är starkt genomsyrade av likabehandlingsprincipen.

3.3 Möjligheten att betala olika vederlagsform för den röststarka och röstsvaga aktien

I denna del kommer en utredning att genomföras beträffande möjligheten att betala olika vederlagsform för den röststarka respektive röstsvaga aktien. Relevanta artiklar att utreda i detta hänseende blir artikel II.10 och II.11 i takeover-reglerna.

Likabehandlingskravet avseende vederlagets form infördes efter 1988 års rekommendation.⁵⁴ Detta krav har fått genomsyra artiklarna II.10 och II.11 i takeover-reglerna.⁵⁵ Artikel II.10 i takeover-reglerna föreskriver att som huvudregel ska budgivaren erbjuda samtliga aktieägare av aktier med identiska villkor ett vederlag i samma form. Regeln öppnar dock upp för en olikabehandling i det fall det föreligger särskilda skäl.⁵⁶ Ett särskilt skäl kan exempelvis vara att vissa aktieägare på grund av legala eller liknande skäl, inte kan ta emot ett vederlag i en viss form som budgivaren erbjuder. Särskilda skäl kan också vara att det av rent praktiska skäl är enklare att erbjuda mindre aktieägare en ersättning i exempelvis kontanter. Detta är dock förutsatt att det inte föreligger en ersättning till ett lägre värde än vad som erbjuds till övriga aktieägare.⁵⁷ Huvudregeln är således att man ska erbjuda aktieägare med identiska villkor samma identiskt vederlag till såväl form som värde.

Införandet av artikel II.11 i takeover-reglerna innebär att aktieägare av olika aktieslag ska erbjudas ett vederlag i samma form. En budgivare kan inte erbjuda aktier i budgivarbolaget till exempelvis aktieägare med A-aktier och kontanter till aktieägare som innehar B-aktier. Regeln hindrar dock inte en budgivare till att erbjuda röststarka aktier till en aktieägare som innehar röststarka aktier i målbolaget. Likaså gäller detta vid röstsvaga aktier, dvs. en

⁵⁴ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 178-180.

⁵⁵ Art. II.10 och Art. II.11 Takeover-reglerna.

⁵⁶ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.178.

⁵⁷ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 215.

budgivare kan erbjuda röstsvaga aktier till en aktieägare med röstsvaga aktier i målbolaget.⁵⁸ Kravet på likabehandling avseende värde får dock inte åsidosättas.

I fallet AMN 2021:22 ville en budgivare erbjuda A-aktier i budgivarbolaget till de aktieägare som innehade A-aktier i målbolaget och B-aktier i budgivarbolaget till de som innehade B-aktier i målbolaget. Att göra ett erbjudande som är utformat på detta sätt är i regel tillåtet, såvida det inte åsidosätter kravet på likabehandling beträffande värde. Nämnden poängterade att i fallet måste budgivaren säkerställa att vederlaget per aktie är värdemässigt lika och detta oberoende av aktieslag. Enligt nämnden ska bedömningen avse förhållandena vid den tidpunkt då det offentliga erbjudandet lämnades. I detta fall ansåg nämnden att budgivaren hade fastställt ett värde för de röststarka aktierna utifrån en betalkurs som inte kunde ge en rättvisande prisbild. Vidare hade budgivaren bortsett från den aspekten att de aktier med högt röstvärde kunde omvandlas till röstsvaga aktier på innehavarens begäran. Detta menade nämnden innebar en stark presumtion för att värdet på de röststarka och röstsvaga aktierna är densamma. Budgivaren var således tvungen att justera erbjudandet och utgå från att de röststarka och röstsvaga aktierna hade samma värde. De som erbjöds röstsvaga aktier skulle således erbjudas samma antal aktier som de som innehade röststarka aktier. Fallet bekräftar att det går att erbjuda olika aktieslag till aktieägarna, men att det är viktigt att inte åsidosätta regeln om att aktieägarna ska erbjudas vederlag av samma värde.

3.3.1 Likabehandling beträffande vederlagets form vid för-, sido- och efteraffärer.

Likabehandlingsprincipen påverkar även vederlagsformen vid för-, sido- och efteraffärer. I dessa regler är inte det primära fokuset på likabehandling mellan aktieägare med olika röstvärden utan i stället är syftet att garantera en likabehandling för de aktieägare som omfattas av budet avseende de förvärv som sker utanför budet. Det föranleder dock vara relevant att kort redogöra för dessa regler eftersom reglerna de facto är genomsyrade av likabehandlingsprincipen.

En budgivare som inom sex månader innan det offentliga uppköpserbudandet förvärvat mer än tio procent av målbolagets samtliga aktier och då betalat med kontanter, ska erbjuda ett vederlagsalternativ i form av kontanter vid det offentliga uppköpserbudandet.⁵⁹ Regeln

⁵⁸ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s.229.

⁵⁹ Art. II.13 4 st Takeover-reglerna.

förutsätter inte att förfären har skett med endast kontant vederlag, blandat vederlag räknas också med.⁶⁰ Samma princip gäller i det fall en budgivare har förvärvat mer än tio procent av målbolagets samtliga aktier mot betalning i vederlagsformen aktier eller andra värdepapper. Då ska budgivaren erbjuda aktieägarna i det offentliga uppköpserbudandet samma vederlagsalternativ och ett kontantalternativ.⁶¹ Detsamma beträffande ett vederlagsalternativ i både kontanter och aktier gäller vid sidoaffärer, förutom den aspekten att ett kontantalternativ inte krävs i det fall budgivaren endast betalat med aktier.⁶² Vid efteraffärer på förmånligare villkor än de villkor som har erbjuds i erbjudandet och som sker inom sex månader efter uppköpserbudandet, ska budgivaren ge ett kompenserande kontant vederlag till de aktieägare som sålt sina aktier genom erbjudandet.⁶³

I det fall en kompensation eller korrigerings sker till aktieägarna som omfattas av uppköpserbudandet till följd av de uppställda kraven i reglerna om för-, sido- och efteraffär, ska aktieägarna till röststarka och röstsvaga aktier fortfarande garanteras en likabehandling av vederlagsform i enlighet med artikel II.10 och II.11 i takeover-reglerna. Detta innebär att om exempelvis ett kontant vederlagsalternativ ska inkluderas i uppköpserbudandet på grund av att reglerna om förfärer är tillämpliga, ska samtliga aktieklasser i erbjudandet garanteras detta på grund av likabehandlingskravet. Det innebär också att i det fall ett aktiealternativ ska erbjudas till följd av reglerna om förfärer, kan de med röststarka aktier få betalt i röststarka aktier i och vice versa beträffande de röstsvaga aktierna. Detta förutsätter dock att kravet på lika värde inte åsidosätts. Emellertid krävs det inte att budgivaren förhåller sig till det vederlagsalternativ som har använts vid köp utanför budet om förvärvet är mindre än 10 procent av samtliga aktier i målbolaget.⁶⁴

Sammantaget går det att konstatera att huvudregeln vad gäller möjligheten att betala vederlag i olika form är väldigt begränsad. Artikel II.10 och II.11 i takeover-reglerna ger endast en möjlighet till vederlag i olika form om det föreligger särskilda skäl eller om exempelvis budgivaren betalar med aktier i budgivarbolaget. Då kan budgivaren erbjuda röststarka aktier i

⁶⁰ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 243.

⁶¹ Art. II.13 5 st Takeover-reglerna.

⁶² Art. II.14 Takeover-reglerna.

⁶³ Art. II.15 Takeover-reglerna.

⁶⁴ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s. 181.

budgivarbolaget till de som innehar röststarka aktier i målbolaget och vice versa vad gäller de röstsvaga aktierna, förutsatt att vederlaget bedöms ha samma värde.

3.4 Möjligheten att lägga ett bud på endast röststarka/röstsvaga aktier

I denna del kommer en utredning att ske beträffande möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass utifrån det proportionella likabehandlingskravet och budpliktsreglerna.

Ett offentligt uppköpserbudande kan uppkomma antingen genom ett frivilligt bud eller ett bud till följd av budplikt. Förutsättningarna för budplikt är att den som inte innehar några aktier eller som innehar aktier som representerar mindre än tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier, genom ett förvärv av aktier, ensam eller tillsammans med någon som är närstående enligt 3 kap. 5 § LUA, uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i aktiebolaget.⁶⁵ Den som tidigare har utlöst budplikt och som innehar 30 procent eller mer av målbolagets röster (en så kallad kontrollposition) och sedan förvärvar fler aktier, utlöser inte budplikt på nytt.⁶⁶ En förvärvare som utlöser budplikt ska omedelbart offentliggöra storleken på sitt aktieinnehav i aktiebolaget och inom fyra veckor lämna ett offentligt uppköpserbudande på resterande aktier i aktiebolaget. Denna budplikt uppkommer när en förvärvare köper aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.⁶⁷ En budplikt bortfaller dock i det fall budgivaren avyttrar aktier och således inte innehar 30 procent av målbolagets röster.⁶⁸

En närstående enligt budpliktsreglerna är ett företag inom samma koncern som förvärvaren, en make/sambo till förvärvaren, ett barn till förvärvaren som står under förvärvaren vårdnad, den med vilken en överenskommelse har träffats där man har samordnat ett utövande av rösträtten i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över aktiebolagets förvaltning eller någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över aktiebolaget.⁶⁹ Vidare är det viktigt att belysa att budplikten blir tillämplig vid ett förvärv av aktier. Därmed utlöses ingen budplikt

⁶⁵ 3 kap. 1 § LUA.

⁶⁶ Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.204.

⁶⁷ 3 kap. 1 § LUA.

⁶⁸ 3 kap 6 § LUA.

⁶⁹ 3 kap. 5 § LUA.

vid åtgärder från aktiebolagets sida som exempelvis en minskning av aktiekapitalet, vilket resulterar i att en viss aktieägare uppnår gränsen då budplikt utlöses.⁷⁰

Budpliktsreglerna är avsedda för att skydda övriga aktieägare från ett skifte av kontrollaktieägare. Aktieägare får således en väg ut från aktiebolaget genom att budgivaren lägger ett bud på samtliga kvarvarande aktier. Reglerna öppnar inte upp för en möjlighet att lägga ett offentligt uppköpserbjudande på endast ett aktieslag då lagtexten ställer ett krav på att man lägger ett bud på resterande aktier i aktiebolaget.

Ett förvärv där budgivaren inte avser att förvärva samtliga aktier i ett målbolag kallas däremot för partiella erbjudanden.⁷¹ Dessa partiella erbjudanden ses också som offentliga uppköpserbjudanden.⁷² Ett partiellt erbjudande får endast ske under budpliktsnivån, dvs. när man inte har uppnått, själv eller tillsammans med någon närstående enligt 3 kap. 5 § LUA, ett aktieinnehav som representerar tre tiondelar av röstetalet av samtliga aktier i målbolaget.⁷³ Ett partiellt erbjudande kan också ske om budgivaren ensam eller tillsammans med någon som ses som närstående, äger mer än tre tiondelar av röstetalet av samtliga aktier i målbolaget, men då budpliktsreglerna inte är tillämpliga. Detta kan exempelvis bero på att budgivaren redan hade en kontrollägarpost innan budpliktsreglerna infördes eller då denne har fått dispens från nämnden.⁷⁴ Partiella erbjudanden begränsas således genom budpliktsreglerna i LUA. Vidare ställs det ett krav på proportionell likabehandling vid partiella erbjudanden. Detta innebär att en budgivare som lagt ett offentligt uppköpserbjudande på en bestämd andel av målbolaget aktier och som fått in fler accepter än budets andel, måste göra en proportionell reduktion av aktieposterna som har lämnats in i budet.⁷⁵ Detta förhindrar en budgivare att välja ut specifika aktieägare i budet och därigenom uppnås en likabehandling för aktieägarna. Vid ett partiellt erbjudande gäller samtliga regler i takeover-reglerna, såvida inte annat föreskrivs.⁷⁶

⁷⁰ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 30.

⁷¹ Art. II.16 Takeover-reglerna.

⁷² 1 kap. 2 § LUA och Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 19.

⁷³ Art II.16 Takeover-reglerna.

⁷⁴ Stattin, *Takeover- offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s.162.

⁷⁵ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.182.

⁷⁶ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna- en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 274.

I AMN 2017:22 uppstod frågan kring huruvida det var tillåtet att lägga ett partiellt erbjudande på endast den röststarka A-aktien. Nämnden uttryckte att ett partiellt erbjudande kan lämnas enligt artikel II.16 i takeover-reglerna så länge det inte kommer i konflikt med budpliktsreglerna i LUA. Ett partiellt erbjudande på endast ett aktieslag utesluts inte heller av bestämmelsens ordalydelse och är därmed tillåten. Förfarandet ansågs också gå i linje med takeover-direktivets likabehandlingsprincip om att ”Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett aktiebolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas”. I fallet hade aktierna av samma slag behandlats lika.

Sammantaget går det att konstatera att huvudregeln är att man lägger ett bud på samtliga aktier vid ett offentligt uppköpserbjudande och därmed finns det ingen möjlighet att lägga ett bud på endast en aktieklass. Vid partiella uppköpserbjudanden finns det dock inget som talar mot att ett sådant erbjudande endast omfattar ett aktieslag eftersom det inte förbjuds enligt bestämmelsens ordalydelse. Vidare anses ett sådant erbjudande inte strida mot den grundläggande likabehandlingsprincipen om att aktier av identiska villkor behandlas lika. Slutsatsen är således att ett partiellt erbjudande kan omfatta endast ett aktieslag. Det har dock diskuterats huruvida detta förfarande kan ses som otillåtet utifrån det proportionella likabehandlingskravet. Detta resonemang utvecklas vidare i avsnitt 6.3.

4 En komparativ utblick

4.1 Allmänt

Detta kapitel kommer att utreda uppsatsens första tre frågeställningar utifrån USA, Kanada och Storbritannien, dvs. (1) möjligheten till prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier, (2) möjligheten att betala vederlag i olika form för röststarka och röstsvaga aktier samt (3) möjligheten att lägga ett bud på endast den röststarka/röstsvaga aktien. Avsnittet ämnar därmed besvara studiens första, andra och tredje frågeställning.

4.2 USA

I denna del beskrivs först lite kort om amerikansk bolagsrätt samt reglerna om offentliga uppköpserbjudanden.

I USA regleras bolagsrätten på både federal och delstatlig nivå. De flesta delstater har valt att helt eller nästintill helt anta den federala lagstiftningen *Model Business Corporation Act* (MBCA). Det har, precis som i Sverige, också varit omdiskuterat huruvida man bör ha aktier med olika röstvärden eller inte.⁷⁷ Som ett försvar mot aktieklasser med olika rösträtter infördes därför en aktie- en röst-regeln. Att ha aktier med olika röstvärden blev dock populärt som ett verktyg för att inskaffa sig kapital utifrån.⁷⁸ Huvudregeln är således att en aktie ska ha en rösträtt, såvida inte annat föreskrivs. Det är däremot tillåtet med aktiestrukturer som inte innehar någon rösträtt alls och aktier med flera rösträtter.⁷⁹

Offentliga uppköpserbjudanden regleras också på både federal och delstatlig nivå.

Aktieägares rösträttigheter regleras främst på delstatlig nivå och kan således skilja sig åt från stat till stat. På federal nivå regleras offentliga uppköpserbjudanden genom *Securities Exchange Act* och *Williams Act*. Den federala myndigheten *Securities and Exchange*

⁷⁷ Bentel, K. & Walter, G., *Dual Class Shares*, s.17.

⁷⁸ Ibid. s.18.

⁷⁹ Section 7.21(a) MBCA.

comission (SEC) är tillsatt tillsynsmyndighet för den federala värdepappershandeln. Genom *Securities Exchange Act* har SEC exklusiv behörighet att reglera handel och prissättning på värdepappersmarknaden.⁸⁰ Reglerna tillämpas endast på publika bolag som har sina aktier noterade på börsen.⁸¹ Vidare blir reglerna om offentliga uppköpserbudanden tillämpliga när ett offentligt bud med uppmaning om att sälja sina aktier sker till antingen alla eller en del av aktierna i målbolaget.⁸²

Ett offentligt uppköpserbudande brukar ske genom att en budgivare publicerar en annons i en stor nationell tidning och skickar ut erbjudandet till aktieägarna i målbolaget. Här finns det vissa krav från SEC på offentliggörande, minimiperioder för erbjudandet, ångerrätt etc.⁸³ Det finns emellertid inget minimikrav på erbjudandets omfattning. Om en budgivare förvärvar fem procent eller mer måste dock denne lämna en del information till SEC.⁸⁴

Securities Exchange Act är den lagstiftning som primärt styr utbyteshandeln på börsen. I sektion 14 (d) och (e) regleras uppköpserbudanden. När ett bud väl har lämnats är det i stället *Williams Act* som tillämpas.⁸⁵ *Williams Act* infördes som ett försvar mot uppköpserbudanden. Lagstiftningen innebär en del krav på budgivaren, som exempelvis att lämna information till SEC beträffande budgivarens plan med målbolaget, budvillkor, penningform etc.

4.2.1 Möjligheten till prisdifferentiering enligt amerikansk rätt

I denna del studeras möjligheten att ha en prisdifferens mellan röstsvaga och röststarka aktier. Utredningen kommer att ta avstamp i den amerikanska likabehandlingsprincipen vilken finns kodifierad i § 240.14d-1 i *Securities Exchange Act 1934* och lyder enligt följande.

⁸⁰ Bentel, K. & Walter, G., *Dual Class Shares*, s.18-19.

⁸¹ Chen, J., *Private Company: What It Is, Types, and Pros and Cons*, Investopedia 2022-05-27, (hämtad 2023-10-7), <https://www.investopedia.com/terms/p/privatecompany.asp>.

⁸² Hayes, A., *Tender Offer Definition: How It Works, With Example*, Investopedia 2023-09-29, (hämtad 2023-10-10) <https://www.investopedia.com/terms/t/tenderoffer.asp>.

⁸³ SEC, *TENDER OFFER FAQs*, (hämtad 2023-10-25), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/802481/000119312506199094/dex996.htm>.

⁸⁴ Chen, J., *Williams act: What it means, How it works*, Investopedia 2021-07-26, (hämtad 2023-10-25) <https://www.investopedia.com/terms/w/williamsact.asp> och Kenton, W., *What is the Securities Exchange Act of 1934? Reach and History*, Investopedia 2023-02-24, (hämtad 2023-10-26), <https://www.investopedia.com/terms/s/seact1934.asp>.

⁸⁵ Legal information institute, *Securities Exchange Act of 1934*, uppdaterad oktober 2023, (hämtad 2023-11-24), https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934.

“Equal treatment. The bidder must permit U.S. holders to participate in the offer on terms at least as favorable as those offered any other holder of the same class of securities that is the subject of the tender offer”

Likabehandlingsprincipen konkretiseras dock i § 240.14d-10 i *Securities Exchange Act 1934* där det framgår följande.

“Equal treatment of security holders.

(a) No bidder shall make a tender offer unless:

(1) The tender offer is open to all security holders of the class of securities subject to the tender offer; and

(2) The consideration paid to any security holder for securities tendered in the tender offer is the highest consideration paid to any other security holder for securities tendered in the tender offer.”

I principen kan man utläsa både (1) *All holders rule* samt (2) *Best price rule*. Reglerna är ämnade att skydda aktieägarnas rättigheter. *All holders rule* innebär att ett bud ska hållas tillgängligt för alla aktieägare inom den specifika aktieklassen. Regeln förhindrar således budgivaren till att välja ut specifika aktieägare inom en specifik aktieklass.⁸⁶ Därigenom garanteras likabehandling mellan aktieägarna inom samma aktieklass.

Best price rule innebär att det högsta priset som har erbjudits en aktieägare inom en aktieklass ska erbjudas till resterande aktieägare inom samma aktieklass som omfattas av erbjudandet. Regeln garanterar därmed en likabehandling beträffande erbjudandets prissättning för aktier inom samma aktieklass och som omfattas av uppköpserbjudandet.⁸⁷ Sammantaget går det att konstatera att *All holders rule* och *Best price rule* tillsammans garanterar alla aktieägare inom samma aktieklass en likabehandling mellan de aktieägare som omfattas av erbjudandet.⁸⁸

⁸⁶ Fernando, J., *All-Holders Rule*, Investopedia 2022-04-30, (hämtad 2023-11-20), <https://www.investopedia.com/terms/a/allholdersrule.asp>.

⁸⁷ Chen, J., *Best-Price Rule (Rule 14D-10)*, Investopedia 2022-04-29, (hämtad 2023-11-25), <https://www.investopedia.com/terms/b/bestpricerule.asp>.

⁸⁸ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s.186.

Det finns inget krav på minimipris (som exempelvis en föraffär) som en budgivare behöver förhålla sig till vid ett uppköpserbjudande. Så länge budet upprätthåller *Best price rule* och därigenom garanterar alla aktieägare i samma aktieklass som omfattas av erbjudandet ett vederlag i samma värde, är budet tillåtet. Vissa delstater kan dock ställa krav på att en budgivare med ett innehav av en viss procent av målbolagets aktier ska förhålla sig till det högsta priset som betalats under en viss tid.⁸⁹

Om budgivaren skulle höja värdet på det erbjudna vederlaget under budets gång, är budgivaren tvungen att kompensera för mellanskillnaden till de andra aktieägarna som redan lämnat in sina aktier till det lägre priset.⁹⁰ Genom att tillförsäkra aktieägarna detta framhålls även en likabehandling mellan aktieägarna, oavsett vilken tidpunkt aktieägarna väljer att acceptera erbjudandet.⁹¹

Det kan även vara värt att nämna att en budgivare inte får köpa aktier utanför det offentliga uppköpserbjudandet på villkor som skiljer sig från erbjudandet. SEC kan dock ge dispens till denna regel om köpet inte är manipulativt, bedräglig eller vilseledande. När det offentliga uppköpserbjudandet har avslutats eller dragits tillbaka är däremot detta förfarande acceptabelt.⁹²

Sammanfattningsvis går det att konstatera att vid prissättning ska budgivaren främst förhålla sig till *Best price rule*. Budgivaren behöver inte förhålla sig till ett tidigare bud eftersom likabehandlingen endast gäller de aktieägare inom samma aktieklass som omfattas av uppköpserbjudandet. Har budgivaren gjort ett tidigare bud, ett s.k. förköp enligt svensk rätt, är detta inget pris som budgivaren behöver förhålla sig till eftersom det är två separata bud.⁹³ Eftersom regeln endast garanterar likabehandling av aktier inom samma aktieklass som omfattas av erbjudandet, finns det därmed en möjlighet att ha en prisdifferentiering mellan aktieklasser som skiljer sig åt beträffande röstvärde.

⁸⁹ Baker Mckenzie, *Effecting a Takeover*, uppdaterad 2022-06-01, (hämtad 2023-11-25), <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/effecting-a-takeover>.

⁹⁰ Section 14(d)(7) Williams Act.

⁹¹ Gaughan, P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, kapitel 3.

⁹² Torys LLP, *Takeover Bids in Canada and Tender Offers in the United States*, publicerad 2017, (hämtad 2023-11-28), https://www.torys.com/~/_/media/files/insights/trends-and-guides/takeover-bids_blg-digital.pdf?la=en, s. 24.

⁹³ Baker Mckenzie, *Effecting a Takeover*, uppdaterad 2022-06-01, (hämtad 2023-11-25), <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/effecting-a-takeover>.

4.2.2 Möjligheten att betala vederlag i olika form enligt amerikansk rätt

I denna del kommer en utredning att genomföras beträffande möjligheten att betala vederlag i olika form för aktier med olika röstvärden. Utredningen kommer att ta avstamp i ovan redogjord likabehandlingsprincip.

På varken federal eller delstatlig nivå föreskrivs några krav på vederlagsform. En budgivare brukar dock välja att erbjuda aktieägare kontanter, aktier eller en kombination.⁹⁴ Det finns vissa faktorer som kan påverka budgivarens val av vederlagsform. Om exempelvis målbolaget vill ha en snabb affär verkar det enklaste valet vara kontanter. Detta eftersom aktier som ska betalas som vederlag i budet måste registreras enligt värdepapperslagen. Ett registreringsutlåtande kan vara en komplex och tidskrävande process och det innebär även en del ansvar för emittenten beträffande upprättande av prospektet. Att betala med aktier som vederlag kan dock ha sin fördel utifrån en skattemässig aspekt.⁹⁵ Vad gäller en ändring av budets villkor, som exempelvis vederlagsform, måste det anmälas till SEC och upplysas till aktieägarna i målbolaget.⁹⁶

Huvudregeln är som ovan nämnt att aktieägare inom samma aktieklass ska behandlas lika enligt USAs likabehandlingsprincip. I § 240.14d-10 i *Securities Exchange Act 1934* framgår att aktieägare ska ha samma rätt att bli erbjuden ett bud inom samma aktieklass, samt att aktieägarna ska erbjudas samma pris. Det framgår inget specifikt beträffande vederlagets form. Huvudregeln bör således utläsas enligt § 240.14d-1 i *Securities Exchange Act 1934*, att aktieägarna inom samma aktieklass ska erbjudas och behandlas på lika villkor. Som ovan nämnt kan en budgivare erbjuda mer än en typ av vederlag. I det fall en budgivare har valt att erbjuda flera vederlagsalternativ, går det således att dra slutsatsen att alla aktieägare inom samma aktieklass som omfattas av erbjudandet, ska ha lika rätt till att välja vilken typ av vederlag denne vill få betalt i av de erbjudna alternativen.⁹⁷ Likabehandling beträffande

⁹⁴ U.S Securities and Exchange Commission, *Topic 14- Tender Offers*, uppdaterad 2020-11-17, (hämtad 2023-11-27), <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-14>.

⁹⁵ Baker Mckenzie, *Effecting a Takeover*, uppdaterad 2022-06-01, (hämtad 2023-11-25), <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/effecting-a-takeover>.

⁹⁶ Torys LLP, *Takeover Bids in Canada and Tender Offers in the United States*, publicerad 2017, (hämtad 2023-11-28), https://www.torys.com/~media/files/insights/trends-and-guides/takeover-bids_blg-digital.pdf?la=en, s. 23.

⁹⁷ Litowitz, D., Gris, B., Aryani, L., Cheng, J., Lee, J., Nelson, N. & Ma, J., *Public Mergers and Acquisitions in the United States: Overview*, Thomas Reuters Practical law 2021-12-01, (hämtad 2023-11-24),

vederlagsform garanteras således endast inom en aktieklass. Sammantaget går det att konstatera att det finns en möjlighet att betala vederlag i olika form för den röststarka och röstsvaga aktien, dvs. mellan olika aktieklasser.

4.2.3 Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass enligt amerikansk rätt

I denna del genomförs en utredning beträffande möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass. Detta kommer att genomföras genom en redogörelse för reglerna om eventuell budplikt, partiella erbjudanden samt det proportionella likabehandlingskravet.

I USA ställs det inget krav på budplikt på vare sig federal eller delstatlig nivå.⁹⁸ Detta innebär att det inte utlöses någon plikt på en budgivare att lägga ett bud på resterande aktier i målbolaget efter att denne har kommit upp i ett visst innehav av aktier i målbolaget. Budpliktsreglerna i andra jurisdiktioner har till syfte att skydda aktieägarna. Genom budpliktsreglerna får exempelvis aktieägarna en möjlighet att sälja sig bort från bolaget och således undkomma ett minoritetsaktieägarande. Denna typ av regel går dock utöver vad *Williams Act* ansåg vara nödvändigt att skydda aktieägarna mot.

Det är främst på delstatlig nivå som skyddet för minoritetsaktieägarers minoritetsförtryck regleras, varpå någon budplikt inte har införts på federal nivå såsom *Williams Act*.⁹⁹ På delstatlig nivå finns det dock exempelvis tre stycken delstater (Maine, Pennsylvania och South Dakota) som har ett krav på ”*control share cash-out*” där en budgivare som når upp till en viss procentandel av rösterna måste meddela kvarvarande aktieägare. Dessa aktieägare kan sedan kräva att budgivaren ska köpa deras aktier.¹⁰⁰ Sammantaget går det att konstatera att eftersom det inte finns några krav på budplikt finns det inte heller något krav på att en budgivare vid något tillfälle måste lägga ett bud på målbolagets samtliga aktier och därigenom omöjliggöra att ett bud endast omfattar en aktieklass.

[https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I84175f761cb111e38578f7ccc38dcbee/Public-Mergers-and-Acquisitions-in-the-United-States-Overview?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I84175f761cb111e38578f7ccc38dcbee/Public-Mergers-and-Acquisitions-in-the-United-States-Overview?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default))

⁹⁸ Magnusson, W., *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, s.219-220 och Baker Mckenzie, *Effecting a Takeover*, uppdaterad 2022-06-01, (hämtad 2023-11-25),

<https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/effecting-a-takeover>.

⁹⁹ Magnusson, W., *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, s. 214.

¹⁰⁰ Baker Mckenzie, *Effecting a Takeover*, uppdaterad 2022-06-01, (hämtad 2023-11-25),

<https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/effecting-a-takeover>.

Ett uppköpserbjudande kan ske på antingen samtliga aktier i målbolaget eller endast en del, dvs. ett partiellt erbjudande. Ett partiellt erbjudande är ett bud på mindre än resterande utomstående aktier som omfattas av budet. Vid ett sådant erbjudande ställs ett krav på att en reducering av antalet accepter ska ske genom antingen lottning eller pro rata, dvs. en proportionell reducering.¹⁰¹ Vad gäller partiella erbjudanden finns det inte specifikt reglerat huruvida det är tillåtet eller inte med ett sådant erbjudande på endast en aktieklass.

Regeln som blir tillämplig i denna situation är *All holders rule* som innebär att alla aktieägare inom den specifika aktieklassen som omfattas av erbjudandet måste få samma chans till att medverka i erbjudandet, specifika aktieägare får därmed inte väljas ut. Att specifika aktieägare inom aktieklassen inte får väljas ut upprätthålls även genom det proportionella likabehandlingskravet som föreskrivs i regeln om partiella erbjudanden. Denna likabehandling garanteras dock endast för aktieägare inom samma aktieklass och därmed finns inte detta skydd för samtliga aktieklasser. Slutsatsen är därmed att ett erbjudande på endast den röststarka eller röstsvaga aktien är tillåten.

4.3 Kanada

I denna del beskrivs först lite kort om kanadensisk bolagsrätt samt reglerna om offentliga uppköpserbjudanden.

I Kanada regleras bolagsrätten på både federal- och provinsnivå. Det är *Canadian Business Corporation Act (CBCA)* som reglerar på federal nivå. När det endast finns ett aktieslag i ett bolag ska aktieägarna behandlas lika i alla hänseenden som bland annat rätten till utdelning i bolaget, rätten till att rösta samt rätten till få del av bolagets tillgångar vid en likvidation.¹⁰² Det är även tillåtet med aktiestrukturer som innehar olika rättigheter, aktier med olika röstvärden inkluderat.¹⁰³ Vad gäller förutsättningen för att bolagets aktier ska kunna noteras på börserna behöver bolaget vara publikt.

Offentliga uppköpserbjudanden i Kanada regleras på provinsnivå. Kanadensiska värdepappers tillsynsmyndigheter har dock harmoniserat regleringen med regleringen *62-104 Take-Over*

¹⁰¹ § 240.14e-4 (5) Securities Exchange Act 1934.

¹⁰² Art. 24 (3) CBCA.

¹⁰³ Art. 24(4) CBCA.

Bids and Issuer Bids (NI 62-104) och den nationella policyn 62-203 *Take-Over Bids and Issuer Bids* (NP 62-203) varpå provinserna inte skiljer sig åt särskilt mycket.¹⁰⁴

4.3.1 Möjligheten till en prisdifferentiering enligt kanadensisk rätt

I denna del redogörs för möjligheten till en prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier. Utredningen kommer att ta avstamp i den kanadensiska likabehandlingsprincipen samt bestämmelser som reglerar budets pris.

I Kanada förespråkas en likabehandling mellan aktieägarna. I policyn kan man utläsa följande.

*“equal treatment of offeree issuer security holders”*¹⁰⁵

Definitionen av ett offentligt uppköpserbjudande är när en budgivare avser att förvärva utestående aktier inom en aktieklass.¹⁰⁶ Ett sådant erbjudande ska därmed riktas till alla aktieägare inom samma aktieklass.¹⁰⁷ Beträffande prissättning vid ett offentligt uppköpserbjudande gäller följande.

“(1) If a take-over bid or an issuer bid is made, all holders of the same class of securities must be offered identical consideration

*“(3) If a variation in the terms of a take-over bid or an issuer bid before the expiry of the bid increases the value of the consideration offered for the securities subject to the bid, the offeror must pay that increased consideration to each person whose securities are taken up under the bid, whether or not the securities were taken up by the offeror before the variation of the bid.”*¹⁰⁸

Detta innebär att alla aktieägare inom samma aktieklass som omfattas av erbjudandet ska erbjudas ett identiskt vederlag. Vid en potentiell ökning av priset i budet ska alla aktieägare bli erbjudna det nya priset. Detta innebär att aktieägare som redan lämnat in sina aktier under

¹⁰⁴ Ontario Securities Commission, *Take-over bids and issuer bids*, (hämtad 2023-11-27)

<https://www.osc.ca/en/industry/companies/mergers-and-acquisitions/take-over-bids-and-issuer-bids>.

¹⁰⁵ Part 2 art. 2.1 National policy 62-203 Take-over bids and issuer bids.

¹⁰⁶ Part 1 definitions, Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹⁰⁷ Division 2. Art. 2.8 Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹⁰⁸ Division 4. Art. 2.23 (1) och (3) Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

budets gång har rätt till mellanskillnaden.¹⁰⁹ Denna regel garanterar likabehandling genom att aktieägare inom samma aktieklass har rätt till samma pris vid ett offentligt uppköpserbudande.

Vid prissättning behöver en budgivare även förhålla sig till tidigare förvärv om ett sådant har skett inom samma aktieklass och inom 90 dagar före uppköpserbudandet. Budgivaren behöver då erbjuda aktieägarna i det offentliga uppköpserbudandet ett vederlag som motsvarar minst det högsta vederlaget som betalades under en sådan transaktion.¹¹⁰ Även denna bestämmelse upprätthåller likabehandling mellan aktieägare i samma aktieklass.

Utifrån ovan nämnd reglering går det att konstatera att regelverket öppnar upp för en prisdifferentiering mellan den röststarka och röstsvaga aktien. Detta eftersom likabehandlingen tar sikte på aktier inom samma aktieklass. Det finns dock några undantag i kanadensisk rätt som begränsar en prisdifferentiering mellan olika aktieklasser.

Den så kallade *coattail*-bestämmelsen som i stort sett skapades efter *Canadian Tire case* kan vara en bidragande faktor till begränsningen av prisdifferens mellan olika aktieklasser.¹¹¹ Bestämmelsen ska tillförsäkra aktieägare med begränsade röstvärden att inte hindras från att medverka i ett erbjudande på lika villkor som de med röststarka aktier.¹¹² Detta garanteras genom att aktieägare med röstbegränsade aktier får konvertera sina aktier till röststarka aktier och således vara med i ett erbjudande som lagts på de röststarka aktierna. Denna bestämmelse skyddar således aktieägare med begränsade rösträttigheter när ett offentligt uppköpserbudande har skett på alla eller i stort sett alla röststarka aktier.¹¹³ Bolag som har aktier med olika röstvärden och som vill vara noterade på Toronto Stock Exchange (Torontobörsen) måste ha ett *coattail*-skydd.¹¹⁴ Bestämmelsen gäller dock inte i det fall ett identiskt erbjudande i termer av pris per aktie görs på de röstsvaga aktierna. Bestämmelsen gäller inte heller i det fall budgivaren har fått in mindre än 50 procent av de kvarvarande

¹⁰⁹ Division 4. Art. 2.23 (3) Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹¹⁰ Division 2 art. 2.4 (1) Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹¹¹ CTC Dealer Holdings v. Canadian Tire Corp. Ltd., 10 O.S.C.B. 857, 1987 och Iacobucci, *Why does onatario require equal treatment in sales of corporate control?*, s. 129.

¹¹² Art. 624 (l) 2 company manual, Toronto Stock Exchange.

¹¹³ OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, 2021, (hämtad 2023-09-25), <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>.

s. 99 och art. 624 (l) 1 company manual, Toronto Stock Exchange.

¹¹⁴ Art. 624 (l) company manual, Toronto Stock Exchange.

röststarka aktierna.¹¹⁵ I praktiken kan denna bestämmelse få en begränsande effekt på prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier, då minoritetsaktieägare i vissa situationer får chansen att vara med i erbjudandet genom att konvertera sina röstsvaga aktier till den röststarka aktieklassen som omfattas av erbjudandet. Eftersom likabehandling ska ske i varje aktieklass så ska således samtliga aktieägare betalas lika även vid en konvertering. Bolag som har en fungerande *coattail*-bestämmelse har visat att prispåslag och andra förmåner för röststarka aktier har minskat efter införandet.¹¹⁶

Sammantaget går det att konstatera att i det fall *coattail*-bestämmelsen inte tillämpas finns det dock en möjlighet till prisdifferens mellan aktieägare med olika röstvärden. Detta eftersom likabehandlingsprincipen endast garanterar likabehandling mellan aktieägare inom samma aktieklass. Om aktieägarna till de röstsvaga aktierna inte kan konvertera sina aktier så kan de därmed inte behandlas lika med de röststarka aktierna. Det kan även vara värt att nämna att det finns en del undantag som gör det möjligt att undkomma vissa regler kring offentliga uppköpserbjudanden.¹¹⁷ Dessa undantag innebär att budgivaren inte behöver förhålla sig till reglerna i part 2 i *Take-over bids and issuer bids MI 62-104*, varpå det inte finns ett krav om att ett identiskt vederlag måste erbjudas till alla aktieägare inom aktieklassen. Om ett undantag är tillämpligt samt att *coattail*-bestämmelsen inte tillämpas, kan en förvärvare betala olika pris till såväl olika aktieklasser som aktieägare i samma aktieklass.

4.3.2 Möjligheten att betala vederlag i olika form enligt kanadensisk rätt

I denna del ska en utredning beträffande möjligheten att betala vederlag i olika form till olika aktieklasser genomföras. Detta kommer att ske med utgångspunkt i den kanadensiska likabehandlingsprincipen och bestämmelser som reglerar vederlagsform.

Enligt ovan nämnd bestämmelse måste aktieägarna i en aktieklass bli erbjudna ett identiskt vederlag. Huvudregeln är således att aktieägarna ska erbjudas ett identiskt vederlag till såväl

¹¹⁵ Art. 624 (l) 1. (i) och (ii), company manual, Toronto Stock Exchange.

¹¹⁶ Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP), *Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations*, Policy paper # 1 October 2006, (hämtad 2023-11-29) [http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16 Allaire-Policy_Paper_1.pdf](http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16>Allaire-Policy_Paper_1.pdf), s. 21.

¹¹⁷ Torys LLP, *Takeover Bids in Canada and Tender Offers in the United States*, publicerad 2017, (hämtad 2023-11-28), https://www.torlys.com/~media/files/insights/trends-and-guides/takeover-bids_blg-digital.pdf?la=en, s. 7-8 och part 4 division 1 artikel 4.1 och 4.2 Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

värde som form. Detta kan även utläsas i den kanadensiska *'pre bid-rule'* som lyder enligt följande.

“(1) If, within the period of 90 days immediately preceding a take-over bid, an offeror acquired beneficial ownership of securities of the class subject to the bid in a transaction not generally available on identical terms to holders of that class of securities,

(a) the offeror must offer

*(i) consideration for securities deposited under the bid at least equal to and in the same form as the highest consideration that was paid on a per security basis under any such prior transaction,”*¹¹⁸

I regeln konstateras att en budgivare måste förhålla sig till tidigare transaktioner som skett inom 90 dagar innan budet. Budgivaren måste erbjuda ett vederlag som är åtminstone lika till både värde och form i sitt uppköpserbjudande. I ett scenario där en budgivare har köpt aktier inom 90 dagar innan det offentliga uppköpserbjudandet och då betalat med kontanter, måste budgivaren erbjuda ett kontant vederlagsalternativ i det offentliga uppköpserbjudandet. Budgivaren kan även lägga till ytterligare ett vederlagsalternativ som exempelvis aktier. Aktieägarna måste dock tillåtas välja att få betalt i kontanter i den situationen.¹¹⁹

I det fall en budgivare väljer att ändra villkor i budet under tidens gång, som exempelvis en ändring av vederlagets form, kan den kanadensiska värdepappersmyndigheten ingripa då detta kan ses som skadligt för målaktieägarna. Tillsynsmyndigheten kan då kräva ett upphörande med handeln av budet, att budgivaren ger ett nytt bud eller att det ska ske en förlängning på budet i mer än 10 dagar.¹²⁰

Sammantaget går det att konstatera att de kanadensiska bestämmelserna garanterar en likabehandling i vederlagsform för aktieägare inom samma aktieklass. Likt frågan om prisdifferens, tar likabehandlingsprincipen endast sikte på en likabehandling mellan aktieägarna inom samma aktieklass. Eftersom det inte finns några bestämmelser som direkt

¹¹⁸ Part 2 division 1 art. 2.4 Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹¹⁹ Torys LLP, *Takeover Bids in Canada and Tender Offers in the United States*, publicerad 2017, (hämtad 2023-11-28), https://www.torys.com/~media/files/insights/trends-and-guides/takeover-bids_blg-digital.pdf?la=en, s. 17.

¹²⁰ Ibid s. 23.

förbjuder en olikabehandling i vederlagsform för aktieägare av olika aktieklasser, blir slutsatsen att tillämpliga bestämmelser möjliggör en chans att betala olika vederlagform för den röststarka och röstsvaga aktien.

4.3.3 Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass enligt kanadensisk rätt

I denna del utreds möjligheten att lägga ett bud på endast ett aktieslag. Avsnittet kommer att behandla reglerna om budplikt, partiella erbjudanden samt det proportionella likabehandlingskravet.

Ett uppköpserbjudande kan läggas på samtliga aktier i målbolaget eller endast en del. När ett uppköpserbjudande omfattar samtliga aktier i målbolaget finns det ingen möjlighet att exkludera en specifik aktieklass. Denna problematik kan dock uppkomma vid budplikt eller partiella erbjudanden. Partiella erbjudanden anses vara ett uppköpserbjudande på mindre än resterande utomstående aktier inom en aktieklass.¹²¹ Regeln tar sikte på en indelning i aktieklasser. Det är därmed tillåtet att lägga ett partiellt erbjudande på mindre än alla aktier av en aktieklass. Vid ett sådant erbjudande måste en budgivare upprätthålla en proportionell likabehandling. Detta innebär att vid fler accepter än antalet aktieposter som omfattas av erbjudandet, ska en proportionell reducering göras.¹²²

Definitionen av ett uppköpserbjudande är när en aktieägare lägger ett bud på alla utomstående aktier inom en aktieklass. I definitionen går det också att utläsa en slags budplikt, då aktieägaren lägger ett uppköpserbjudande på samtliga aktier inom en aktieklass när aktieägaren ensam eller tillsammans med en närstående kommer upp i ett innehav på 20 procent eller mer av aktieklassen.¹²³ Det anses dock inte vara ett uppköpserbjudande om ett undantag är tillämpligt.¹²⁴ Regeln garanterar en likabehandling mellan aktieägarna i samma aktieklass, då ett bud ska läggas på samtliga aktier inom aktieklassen. Budgivaren har således endast en plikt att lägga ett bud på den specifika aktieklassen där budgivaren uppkommit i det specifika innehavet. Detta innebär således att en aktieägare som kommer upp i 20 procent eller mer av den röststarka aktien endast behöver lägga ett bud på de röststarka aktierna.

¹²¹ Part 1 art. 1.1 Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹²² Part 2 division 3 art. 2.26.1(1) I Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹²³ Torys LLP, *Takeover Bids in Canada and Tender Offers in the United States*, publicerad 2017, (hämtad 2023-11-28), https://www.torys.com/~/_/media/files/insights/trends-and-guides/takeover-bids_blg-digital.pdf?la=en, s. 7 och Part 1 art. 1.1 Take-over bids and issuer bids MI 62-104.

¹²⁴ Iacobucci, E., *Why does onatario require equal treatment in sales of corporate control?*, s. 127.

Sammantaget går det att konstatera att både ett offentligt uppköpserbudande och ett partiellt erbjudande möjliggör ett bud på endast en aktieklass enligt deras definition.

Det finns dock en risk att *coattail*-bestämmelsen kan tillämpas i vissa fall (förutsatt att aktierna är noterade på Torontobörsen). I en situation där en aktieägare når upp till ett innehav av 20 procent eller mer av den röststarka aktien och således utlöser budplikt, måste denne lägga ett bud på resterande röststarka aktier. Detta utlöser i sin tur *coattail*-bestämmelsen eftersom budplikten innebär att budet måste omfatta alla utomstående röststarka aktier. De aktieägare med röstsvaga aktier kan därmed konvertera sina aktier till röststarka för att kunna medverka i erbjudandet. Detta innebär i praktiken att en aktieägare som utlöser budplikt på de röststarka aktierna, har en begränsad möjlighet att endast lägga ett separat bud på den röststarka aktieklassen (eller närmare bestämt det tidigare röststarka aktieantalet innan konverteringen eftersom de röstsvaga aktierna de facto ingår i den röststarka aktieklassen efter konverteringen). Bestämmelsen kan därmed hindra ett exkluderande av de röstsvaga aktierna i ett erbjudande. Däremot om en budgivare erbjuder ett partiellt erbjudande på de röststarka aktierna (som inte riskerar att utlösa *coattail*-bestämmelsen eftersom erbjudandet inte är på samtliga röststarka aktier) och undviker att utlösa budplikt som i sin tur utlöser *coattail*-bestämmelsen, förefaller detta förfarande vara möjligt. Slutsatsen är därmed att ett partiellt erbjudande som inte utlöser budplikt, möjliggör ett erbjudande som endast omfattar röststarka aktier.

Vad gäller möjligheten att lägga ett bud på endast de röstsvaga aktierna föranleder inte samma problematik beträffande *coattail*-bestämmelsen. Detta eftersom *coattail*-bestämmelsen endast tillämpas i det fall man lägger ett bud på röststarka aktier. Ett bud på endast de röstsvaga aktierna är således möjligt vad gäller både ett bud på samtliga röstsvaga aktier och ett partiellt erbjudande.

4.4 Storbritannien

I denna del utreds engelsk bolagsrätt samt reglerna om offentliga uppköpserbudanden.

Bolagsrätten i Storbritannien regleras av *The Companies Act 2006*.¹²⁵ Ett ägande av aktier innebär en del rättigheter i bolaget såsom finansiella rättigheter och rätten att rösta.¹²⁶ Det finns en presumtion om att det ska vara likabehandling mellan aktieägarna i bolaget. Denna likabehandling ska gälla inom både rösträtt och finansiella rättigheter, således en aktie- en röst. Bolag kan dock ha aktier med olika rättigheter, vilket bryter mot presumtionen om en aktie- en röst.¹²⁷ Aktier kan även vara röstlösa.¹²⁸

Det är *The Panel on Takeovers and Mergers* (Takeover-panelen) som har skapat och styr över den nuvarande regleringen av offentliga uppköpserbudanden, den så kallade Takeover Code.¹²⁹ Takeover Code appliceras på alla publika företag som är noterade på en reglerad marknad som exempelvis *London Stock Exchange* (Londonbörsen).¹³⁰ Panelens främsta syfte är att säkerställa likabehandling för aktieägarna.¹³¹ Panelens lagstadgade rätt att skapa och agera finns i part 28 i *The Companies Act 2006*. Panelen har rätt att producera och ge bindande tolkningar av reglerna i Takeover Code.¹³² Takeover Code är uppbyggd på sex generella principer samt 38 kompletterande regler och dessa regler ska tolkas och förstås i ljuset av principerna.¹³³

4.4.1 Möjligheten till en prisdifferentiering enligt engelsk rätt

I denna del redogörs för möjligheten till prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier. Avsnittet kommer att utreda likabehandlingskravet avseende vederlagsvärde samt bestämmelser avseende budets pris.

Den väldigt kända och grundläggande likabehandlingsprincipen har sitt ursprung från Takeover Code och lyder enligt följande.

¹²⁵ Dignam, A. & Lowry, J., *Company law*, s. 6.

¹²⁶ Ibid s. 160.

¹²⁷ Ibid s. 161-162.

¹²⁸ OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, 2021, (hämtad 2023-09-25), <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>, s. 99.

¹²⁹ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 74.

¹³⁰ Burgers Salmon, *Guide to public takeovers in the UK*, (hämtad 2023-11-15) <https://openpublications.burges-salmon.com/guide-to-public-takeovers-in-the-uk/68560825/fullscreen>, s.3.

¹³¹ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s.75.

¹³² Ibid s. 145.

¹³³ Ibid s. 137.

“All holders of the securities of an offeree company of the same class must be afforded equivalent treatment.”¹³⁴

I principen uppställs ett krav på att alla aktieägare i samma aktieklass ska behandlas lika. Detta innebär att alla aktieägare i samma aktieklass ska erbjudas samma värde på vederlaget. Principen innebär också att all information ska vara lika tillgänglig till alla aktieägare, jämförbara erbjudanden för varje aktieklass samt inga speciella avtal ska göras med specifika aktieägare.¹³⁵ Principen har gått från att aktieägarna ska behandlas 'liknande' till 'lika' och det föreskrivs att den börsrättsliga likabehandlingsprincipen i Takeover Code är mycket starkare än Storbritanniens bolagsrättsliga likabehandlingsprincip. Principerna ska därmed, precis som i Sverige, inte förväxlas. I den börsrättsliga likabehandlingsprincipen står det att det ska vara likabehandling i varje aktieklass, men koden ska även försäkra likvärdig behandling mellan alla aktieklasser.¹³⁶

Vid en likabehandling tittar man på budets natur och villkor, såsom budets pris, form och tidsperiod. För att säkerställa likabehandling tittar man även på villkor från affärer som skett utanför budet, exempelvis en föraffär. Detta gör man för att försäkra att de aktieägare som sålt sina aktier innan budet inte har fått sälja på bättre villkor än de villkor som erbjuds i budet.¹³⁷

Vad gäller frivilliga erbjudanden appliceras *Highest-price rule* vid prisets bestämmande. Denna regel innebär att erbjudandet till aktieägare i samma aktieklass måste vara utformat på lika förmånliga villkor som tidigare förvärv som skett inom en tremånadersperiod från erbjudandets början (föraffär).¹³⁸ Denna tremånadersperiod kan dock komma att utökas om panelen anser att det är behövligt. Panelen brukar normalt sett inte utöka perioden men det kan exempelvis ske när en styrelseledamot av målbolaget eller budgivaren, eller personer som är nära anslutna till målbolaget eller budgivaren, är parterna som sålt aktierna.¹³⁹ Panelen kan även godkänna att en föraffär har skett till ett högre pris än det pris som erbjuds i uppköpserbjudandet. Detta sker dock endast vid särskilda omständigheter. Sådana omständigheter kan exempelvis vara storleken på förvärvet, marknadspriset vid tidpunkten av förvärvet, om aktierna var köpta av

¹³⁴ P.1, General Principles, The Takeover Code.

¹³⁵ Burgers Salmon, *Guide to public takeovers in the UK*, (hämtad 2023-11-15) <https://openpublications.burges-salmon.com/guide-to-public-takeovers-in-the-uk/68560825/fullscreen>, s.6.

¹³⁶ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 185.

¹³⁷ Ibid, s. 185-186.

¹³⁸ Rule 6.1 (a) Takeover Code.

¹³⁹ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s.197.

styrelseledamöter eller huruvida det finns ett konkurrerande bud på målbolaget.¹⁴⁰ Vidare måste en budgivare förhålla sig till så kallade sidoaffärer. Om en budgivare förvärvar aktier vid sidan om budet till ett högre pris än det pris som erbjuds i erbjudandet, måste denne höja erbjudandets pris till minst det högsta pris som skett i en sidoaffär.¹⁴¹

Aktieägare som redan accepterat budet och därmed lämnat in sina aktier under budets gång är också tillförsäkrade en likabehandling. I det fall erbjudandet skulle höjas innan budets utgång ska därför de aktieägare som redan lämnat in sina aktier till det lägre priset tillförsäkras mellanskillnaden.¹⁴² Det finns även regler för köp som sker efter budet som blir tillämpliga vid vissa situationer.¹⁴³

Likabehandlingsprincipen tar endast sikte på en likabehandling mellan aktier i samma aktieklass. I det fall ett bolag har aktieklasser med olika röstvärden garanteras dock att en likvärdig behandling ska ske mellan aktieklasserna i enlighet med *rule 14* i Takeover Code. I det fall måste ett jämförbart erbjudande ges separat till alla aktieklasser, inkluderande röst- och icke röstberättigade aktier. Det finns dock ett undantag till detta när ett erbjudande endast görs på icke röstberättigade aktier, varpå ett separat jämförbart erbjudande inte behöver ges till de röstberättigade aktierna.¹⁴⁴ Ett jämförbart erbjudande behöver inte vara identiskt och i *Note 1* till *rule 14* förklaras vad som menas med ett jämförbart erbjudande. Där nämns det att om ett bolag har flera aktieklasser som är noterade på börsen, ska skillnaden mellan erbjudandets värden 'normalt' vara lika med genomsnittspriset för aktiernas börskurs under en tidsperiod på sex månader före erbjudandeperiodens början. Ett jämförbart erbjudande är således ett erbjudande där aktieklassernas pris är proportionerliga mot aktieklassernas olika börskurser. Denna definition av ett jämförbart erbjudande har funnits länge då det fastslogs i ett avgörande från år 1970.¹⁴⁵ Någon annan typ av prisskillnad mellan aktieklasserna är normalt inte accepterad, såvida den inte blivit accepterad av panelen. I det fall det inte finns någon börskurs att utgå från, som exempelvis i det fall samtliga aktieslag inte är noterade på börsen, måste den föreslagna prisskillnaden motiveras framför panelen.¹⁴⁶

¹⁴⁰ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 197.

¹⁴¹ Rule 6.2 Takeover Code.

¹⁴² Rule 32.3 Takeover Code.

¹⁴³ Rule 35.3 och 35.4 Takeover code.

¹⁴⁴ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 188.

¹⁴⁵ Takeover Panel United Draperies Offer for Swears & Sells, 1970/02.

¹⁴⁶ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 188.

Sammantaget går det att konstatera att likabehandlingsprincipen endast tar sikte på en likabehandling mellan aktieägarna i samma aktieklass. Det är således tillåtet med en prisdifferentiering mellan olika aktieklasser. Reglerna om ett jämförbart erbjudande säkerställer dock att de olika aktieklasserna behandlas likvärdigt. Vidare är det viktigt att framhäva hur förfarandet utspelar sig i praktiken. Även fast det är tillåtet med aktier som innehar flera rösträtter är det låg sannolikhet att det kommer att finnas på börsen i praktiken. Detta är på grund av att aktierna brukar ha otillräcklig likviditet för att kvalificera sig för notering. Vidare får bolag inte ha en aktiestruktur med olika röstvärden vid en premiumnotering på Londonbörsen.¹⁴⁷ Aktier med olika röstvärden är dock tillåtet vid *Standard listing*. Således, även fast det är tillåtet att ha aktier med olika röstvärden, brukar det inte vara så vanligt på börsen i praktiken.

4.4.2 Möjligheten att betala vederlag i olika form enligt engelsk rätt

I denna del kommer möjligheten att betala olika vederlagsform för olika aktieklasser att utredas. Detta kommer att ske genom tillämpningen av likabehandlingskravet avseende vederlagsform samt bestämmelser som reglerar vederlagsform inom ramen för ett bud.

Likabehandlingsprincipen reglerar även vederlagets form. Situationer som principen lägger mest vikt vid är de situationer där några aktieägare blir erbjudna kontanter när resterande aktieägare blir erbjudna aktier.¹⁴⁸ De situationer där några aktieägare blir erbjudna aktier och resten av aktieägarna blir erbjudna kontanter anses inte lika allvarligt då kontanter anses vara ett mer fördelaktigt erbjudande. Likabehandling beträffande vederlagets form ska ske både under budperioden och innan budets början.

Vid vissa situationer är budgivaren tvungen att erbjuda ett kontant alternativ. Ett kontant alternativ måste exempelvis erbjudas till resterande aktieägare inom den specifika aktieklassen där budgivaren eller någon som samverkar med budgivaren, någon gång under budets gång har köpt aktier inom aktieklassen och då betalat med kontanter.¹⁴⁹ Vidare ställs det ett krav på ett kontant vederlagsalternativ till resterande aktieägare inom den aktieklass där budgivaren eller någon som samverkar med budgivaren, har köpt aktier för kontanter och således representerar

¹⁴⁷ OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, 2021, (hämtad 2023-09-25), <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>, s. 100 och Principles 3 and 4, Premium Listing, U.K. Listing Rule 7.2.1A.

¹⁴⁸ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 200.

¹⁴⁹ Rule 11.1 (b) Takeover Code.

10 procent av den aktieklassen, under budets gång eller inom en tolv månadersperiod innan budets början.¹⁵⁰ Vid nämnda situationer där ett kontant vederlagsalternativ krävs, tar reglerna sikte på en likabehandling inom varje aktieklass.

Det finns även reglerat under vilka situationer där aktier ska finnas med som ett vederlagsalternativ. Om tio procent eller mer av en aktieklass har blivit uppköpt av en budgivare eller någon som samverkar med budgivaren och där man har betalat med aktier som vederlagsform, och detta har skett under budets gång eller inom tre månader före budets början, ska ett vederlagsalternativ av aktier erbjudas till resterande aktieägare inom aktieklassen.¹⁵¹

Sammantaget går det att konstatera att likabehandlingskravet avseende vederlagsform likaså tar sikte på en likabehandling inom den specifika aktieklassen. Reglerna som ställer krav på olika vederlagsalternativ garanterar endast denna likabehandling inom respektive aktieklass. Detta öppnar således upp för en möjlighet att betala olika vederlag till olika aktieklasser vid ett offentligt uppköpserbjudande.

4.4.3 Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass enligt engelsk rätt

I denna del genomförs en redogörelse för möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass. Utredningen kommer att ta avstamp i reglerna beträffande budplikt, partiella erbjudanden samt det proportionella likabehandlingskravet.

I Storbritannien kan man lägga ett frivilligt bud eller ett bud till följd av budplikt. Ett uppköpserbjudande är i regel ett bud på målbolagets samtliga aktier, varpå alla aktieklasser inkluderas.¹⁵² En budgivare kan också lägga ett bud på mindre än samtliga aktier i målbolaget, ett så kallat partiellt erbjudande. Panelen behöver dock godkänna ett sådant erbjudande, vilket i regel görs om köpet innebär ett innehav på mindre än 30 procent av målbolagets röster.¹⁵³ Vid partiella erbjudanden ställs det inget krav på att man måste inkludera alla aktieklasser i budet. Det ställs dock ett krav på proportionell likabehandling vilket innebär att budgivaren måste inkludera alla aktieägare i samma aktieklass i budet, samt genomföra en proportionell reducering av antalet accepter.¹⁵⁴ Genom det proportionella likabehandlingskravet garanteras

¹⁵⁰ Rule 11.1 (a) Takeover Code.

¹⁵¹ Rule 11.2 (a) Takeover Code.

¹⁵² Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s.186.

¹⁵³ Rule 36.1 Takeover Code.

¹⁵⁴ Rule 36.7 Takeover Code.

därmed aktieägarna i en aktieklass en likabehandling beträffande inkluderandet i ett bud. Av det sagda går det att konstatera att denna likabehandling endast garanteras inom en aktieklass och därmed möjliggör ett partiellt erbjudande ett bud på endast en aktieklass.

Vid budplikt måste budgivaren lägga ett bud på alla utomstående aktier i målbolaget. Denna plikt utlöses när en aktieägare ensam eller tillsammans med någon som agerar i samverkan med denne, kommer upp i ett innehav på 30 procent eller mer av målbolagets röster.¹⁵⁵ Vidare kan budplikt uppkomma om en aktieägare ensam eller tillsammans med någon som agerar i samverkan med denne, redan innehar mer än 30 procent men mindre än 50 procent av målbolagets röster, och denne eller någon som agerar i samverkan med denne köper fler aktier i målbolaget.¹⁵⁶ Budplikt utlöses inte för någon som redan har ett innehav på 50 procent av målbolagets röster och som köper fler aktier i målbolaget.¹⁵⁷ Budet måste ges till alla aktieklasser, oavsett om de innehåller rösträtt eller inte. I det fall det finns flera aktieklasser är budgivaren tvungen att ge jämförbara erbjudanden i enlighet med *rule 14*.¹⁵⁸ Vidare måste budgivaren erbjuda ett kontant alternativ som är minst det högst betalda priset av budgivaren eller någon som agerar i samverkan med budgivaren inom en period på 12 månader.¹⁵⁹

Sammantaget går det att konstatera att huvudregeln vid ett uppköpserbjudande är, vare sig det är frivilligt eller till följd av budplikt, att man ger ett erbjudande på samtliga aktier i målbolaget. Det finns dock en chans att lägga ett partiellt erbjudande på endast en aktieklass, såvida man inte hamnar i konflikt med budpliktsreglerna. Eftersom deras likabehandling endast säkerställer likabehandling inom varje aktieklass så finns det inget som direkt talar mot att en budgivare kan lägga ett bud på endast en aktieklass.

¹⁵⁵ Rule 9.1 (a) Takeover Code.

¹⁵⁶ Rule 9.1 (b) Takeover Code.

¹⁵⁷ Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, s. 238.

¹⁵⁸ Rule 9.1 Takeover Code.

¹⁵⁹ Rule 9.5 Takeover Code.

5 Sammanställning och jämförelse av resultat

5.1 Allmänt

I studien har det undersökts hur likabehandlingsprincipen har hanterats i diverse jurisdiktioners reglering avseende offentliga uppköpserbudanden. Detta har genomförts genom en studie beträffande (1) möjligheten att ha en prisdifferentiering mellan den röststarka och röstsvaga aktien, (2) möjligheten att betala olika vederlagsform för den röststarka och röstsvaga aktien samt (3) möjligheten att lägga ett bud på endast den röststarka/röstsvaga aktien. I detta kapitel kommer en sammanställning av resultatet från frågeställningarna och en jämförelse av likheter och skillnader mellan jurisdiktionerna. Detta avsnitt tillsammans med avsnitt sex ämnar besvara studiens fjärde frågeställning, det vill säga hur den svenska regleringen förhåller sig avseende frågeställning 1-3 i ett internationellt perspektiv.

5.2 Möjligheten till prisdifferentiering mellan aktieklasser i Sverige, USA, Kanada och Storbritannien

I denna del jämförs de olika jurisdiktionernas reglering beträffande möjligheten till prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier. Jämförelsen kommer inledas med att kortfattat sammanställa den svenska regleringen på området för att sedan jämföra med USA, Kanada och Storbritannien.

I Sverige är den grundläggande likabehandlingsprincipen att aktier med identiska villkor ska erbjudas ett identiskt vederlagsvärde. En prisdifferens mellan aktier i samma aktieklass är således inte möjlig.¹⁶⁰ Vidare finns det regler avseende för-, sido- och efteraffärer som är genomsyrade av likabehandlingsprincipen. En budgivare måste förhålla sig till dessa regler då de sätter krav på ett minimipris samt säkerställer att alla aktieägare som omfattas av budet behandlas lika i förhållande till affärer utanför budet.¹⁶¹ Vad gäller prisdifferens mellan

¹⁶⁰ Avsnitt 3.2.

¹⁶¹ Avsnitt 3.2.1.

aktieklasser har Sverige valt att införa artikel II.11 i takeover-reglerna. I artikeln fastslås att det är möjligt att erbjuda ett pris som motsvarar börskursen och därutöver erbjuda en premie som är procentuellt lika stor på respektive kurs. Regeln öppnar således upp för en möjlighet till prisdifferens mellan olika aktieklasser i det fall båda aktieklasserna är upptagna till en handel på börsen. En begränsande faktor är dock att detta förfarande kräver nämndens godkännande. Det uppställs krav på att "likviditeten i de berörda aktieslagen är tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild, kursskillnaden inte är endast tillfällig och kursskillnaden inte är hänförlig till endast en eller ett fåtal köparens efterfrågan".¹⁶²

Likviditeten i röststarka aktier är oftast låg eftersom dessa aktier endast är intressanta vid handel av kontrollposter. En handel av kontrollposter brukar inte ske särskilt ofta och är mer eller mindre av tillfällig art. Handeln är dessutom mellan befintliga kontrollblocksägare och den som förvärvar kontrollinnehavet. De röststarka aktierna har således svårt att uppfylla de krav som nämnden ställer och detta innebär i praktiken att det blir nästintill omöjligt att få en dispens.¹⁶³ I Sverige går det således att ha en prisdifferens mellan olika aktieklasser utifrån regleringen, men kommer inte att ske så ofta i praktiken på grund av de hårt ställda kraven till dispens. Slutsatsen är därmed att en prisdifferens mellan olika aktieklasser i stort sett inte är tillåten.

Likt Sverige, har USAs grundläggande princip om likabehandling fokuserat på en likabehandling mellan aktier med identiska villkor.¹⁶⁴ I USA däremot, finns varken någon regel om minimipris (exempelvis en föräffär), eller som motsvarar den svenska artikel II.11 i takeover-reglerna. Det finns således ingen regel som begränsar prisdifferens mellan olika aktieklasser. Aktieägarna i samma aktieklass ska behandlas enligt *All holders rule* och *Best price rule*. Reglerna innebär att alla aktieägare i samma aktieklass ska ha lika rätt till att omfattas av budet, samt att aktieägarna inom den specifika aktieklassen har rätt till det högst erbjudna priset som har erbjudits till någon aktieägare inom samma aktieklass i erbjudandet.¹⁶⁵ Eftersom reglerna endast tar sikte på likabehandling mellan aktieägarna inom samma aktieklass som omfattas av erbjudandet, finns det således en möjlighet till prisdifferens mellan olika aktieklasser. Om man jämför med den svenska regleringen som ställer höga krav på att

¹⁶² Avsnitt 3.2.

¹⁶³ Ibid.

¹⁶⁴ Avsnitt 4.2.1.

¹⁶⁵ Ibid.

tillåta prisdifferens mellan aktieklasser, skiljer sig USA med att i stället erbjuda goda chanser till prisdifferens mellan olika aktieklasser.

Precis som i Sverige och USA, är Kanadas likabehandlingsprincip fokuserad på likabehandling inom varje aktieklass. Likaså har Kanada ingen regel som motsvarar den svenska artikel II.11 i takeover-reglerna. I deras prisbestämmande regler står det att alla aktieägare inom samma aktieklass måste bli erbjudna ett identiskt vederlag.¹⁶⁶ I Kanada har man således, likt Sverige och USA, valt att ha en öppning till prisdifferens mellan olika aktieklasser i sin reglering. De har dock valt att begränsa denna möjlighet, likt Sverige, men däremot genom att införa ett krav på en *coattail*-bestämmelse för de bolag som har aktieklasser med olika röstvärden.¹⁶⁷ Bestämmelsen avser att skydda aktieägare med begränsade rösträttigheter vid offentliga uppköpserbudanden genom att tillåta aktieägarna att inkluderas i ett erbjudande på lika villkor som röststarka aktier. Detta sker genom att de med röstsvaga aktier kan, i vissa situationer, ha rätt till att konvertera sina röstsvaga aktier till röststarka och således inkluderas i ett erbjudande som egentligen var avsett till endast de röststarka aktierna.¹⁶⁸ Med hjälp av denna bestämmelse blir prisdifferens mellan röstsvaga och röststarka aktier väldigt begränsad. Det finns dock en del undantag som gör att man kan undkomma *coattail*-bestämmelsen och således kan en prisdifferens bli möjlig. Om man bortser från undantagen, går det att konstatera att möjligheten till en prisdifferentiering mellan röststarka och röstsvaga aktier är låg i praktiken. Kanada följer därför samma spår som Sverige i detta hänseende.

Storbritannien har precis som Sverige, USA och Kanada en grundläggande likabehandlingsprincip som innebär att alla aktieägare inom samma aktieklass ska behandlas lika. Likt USA och Kanada har Storbritannien inte heller någon regel som liknar den svenska artikel II.11 i takeover-reglerna. En prisdifferens mellan aktieklasser är därmed möjlig utifrån deras reglering på området. Däremot har Storbritannien *rule 14* som innebär att i det fall det finns olika aktieklasser i bolaget ska aktieägarna garanteras jämförbara erbjudanden.¹⁶⁹ Denna typ av regel finns inte i vare sig Sverige, USA eller Kanada. Erbjudandena behöver inte vara identiska men en prisskillnad brukar normalt vara accepterad av panelen om skillnaden i pris

¹⁶⁶ Avsnitt 4.3.1.

¹⁶⁷ Ibid.

¹⁶⁸ Ibid.

¹⁶⁹ Avsnitt 4.4.1.

motsvarar de olika aktieklassernas genomsnittspris på börskursen under de sex senaste månaderna innan erbjudandets början. Priset ska således vara proportionerligt mot aktieklassernas olika börskurser.¹⁷⁰ Med hjälp av denna regel blir det svårt att erbjuda prisskillnader som är helt omotiverade och regeln får därför en prisutjämnande effekt. Ytterligare en faktor som får stor påverkan på hur det ser ut i praktiken är att bolag inte får ha en premiumnotering för aktier med olika röstvärden. Detta kan därför få en begränsande effekt på röstvärdesdifferentiering av aktier på börsen. Slutsatsen är dock att Storbritannien följer USAs spår med att tillåta prisdifferens mellan olika aktieklasser, men däremot måste erbjudandena vara jämförbara.

Sammantaget går det att konstatera att alla de jämförande jurisdiktionerna har en grundprincip om att likabehandling gäller för alla aktier inom samma aktieklass. Sverige skiljer sig däremot från de andra jurisdiktionerna genom att ha en bestämmelse som ställer höga krav på att tillåta prisdifferens mellan aktieklasser med olika röstvärden. I Storbritannien finns det i stället en bestämmelse som begränsar omotiverade prisskillnader mellan aktieklasserna. I Kanada har man i stället valt att reglera denna situation genom att tillåta konvertering i vissa fall. Detta kan få en hämmande effekt på prisdifferens eftersom aktieägare kan konvertera sina aktier till röststarka aktier och ska därmed få ett identiskt pris. USA är den jurisdiktion som utmärker i detta hänseende eftersom det inte verkar finnas några regler som avser att minska prisdifferens mellan olika aktieklasser. De har endast regler som begränsar prisdifferens mellan aktieägare inom samma aktieklass. Slutsatsen är dock att USA och Storbritannien tillåter en prisdifferens i större utsträckning än Sverige och Kanada.

5.3 Möjligheten att betala vederlag i olika form för olika aktieklasser i Sverige, USA, Kanada och Storbritannien

I denna del jämförs de olika jurisdiktionernas reglering beträffande möjligheten att betala olika vederlagsform för röststarka och röstsvaga aktier. Jämförelsen kommer inledas med att kortfattat sammanställa den svenska regleringen på området för att sedan jämföra med USA, Kanada och Storbritannien.

¹⁷⁰ Avsnitt 4.4.1.

I Sverige gäller likabehandling även för vederlagets form. Artikel II.10 i takeover-reglerna fastställer att likabehandling av vederlagets form ska ske för aktier med identiska villkor. I det fall det föreligger särskilda skäl går det dock att göra ett avsteg från detta. Det sker dock endast i undantagsfall och kräver antingen praktiska eller legala skäl.¹⁷¹ I artikel II.11 i takeover-reglerna regleras möjligheten att betala olika vederlagsform till olika aktieklasser. Där fastslås att samma vederlagsform ska betalas till samtliga aktieägare, oavsett aktieklass. Regeln förhindrar att budgivaren betalar kontanter till vissa aktieägare och aktier till andra. Det är dock tillåtet att erbjuda röststarka aktier till de aktieägare med röststarka aktier i målbolaget, samma sak gäller för de röstsvaga aktierna. En förutsättning till detta är dock att kravet på samma värde inte åsidosätts.¹⁷²

Det finns även regler som påverkar vederlagets form vid för-, sido- och efteraffärer. Dessa regler bestämmer att ett kontant (eller värdepapper) vederlagsalternativ ska erbjudas vid vissa situationer för att garantera en likabehandling för aktieägarna. I de situationer ska aktieägarna även garanteras samma likabehandling som föreskrivs i artikel II.10 och II.11 i takeover-reglerna.¹⁷³ I Sverige finns det därmed en begränsad möjlighet att betala olika vederlagsform till olika aktieklasser. Det går endast i det fall det föreligger särskilda skäl eller i det fall man betalar med motsvarande aktier i budgivarbolaget.

I USA finns det inte något krav på likabehandling avseende vederlagsform. En budgivare brukar välja att erbjuda aktieägare kontanter, aktier eller en kombination.¹⁷⁴ Huvudregeln är att aktieägare inom samma aktieklass ska behandlas lika enligt USAs likabehandlingsprincip. I enlighet med *All holders rule* och *Best price rule* ska aktieägare ha samma rätt till att bli erbjudna ett bud inom samma aktieklass, samt att aktieägarna ska erbjudas samma pris.¹⁷⁵ I bestämmelsen framgår inget specifikt beträffande vederlagets form. Huvudregeln bör således utgå från den grundläggande likabehandlingsprincipen om att aktieägare i samma aktieklass ska behandlas på lika villkor, likaså beträffande vederlagets form. Som ovan nämnt kan en budgivare erbjuda mer än ett typ av vederlag. I det fall en budgivare har valt att erbjuda flera vederlagsalternativ, går det således att dra slutsatsen att alla aktieägare inom samma aktieklass och som medverkar i budet, ska ha lika rätt till att välja vilken typ av vederlag

¹⁷¹ Avsnitt 3.3.

¹⁷² Ibid.

¹⁷³ Avsnitt 3.3.1.

¹⁷⁴ Avsnitt 4.2.2.

¹⁷⁵ Avsnitt 4.2.1.

denne vill få betalt i av de erbjudna alternativen.¹⁷⁶ USA skiljer sig således från Sverige i detta hänseende genom att i en större utsträckning tillåta budgivaren att erbjuda olika vederlagsform till olika aktieklasser.

Enligt kanadensisk rätt ska aktieägare i samma aktieklass bli erbjudna ett identiskt vederlag till såväl värde som form, vilket även bekräftas av Kanadas ’pre-bid rule’.¹⁷⁷ De kanadensiska bestämmelserna tillåter inte en skillnad i vederlagsform för aktieägare i samma aktieklass men det finns inget reglerat avseende den möjligheten vid ett bud till olika aktieklasser. Därmed följer den kanadensiska regleringen samma spår som USA genom att inte tillåta en olikabehandling av vederlagsform inom samma aktieklass, men däremot tillåts detta vid ett erbjudande till olika aktieklasser.

I Storbritannien regleras vederlagets form utifrån en likabehandling inom varje aktieklass, precis som USA och Kanada. Vid vissa situationer krävs det att budgivaren ger kontanter eller aktier som vederlagsalternativ.¹⁷⁸ Reglerna är utformade för att garantera likabehandling inom aktieklasserna där en budgivare har köpt tio procent eller mer av en aktieklass och då betalat med kontanter/aktier. En likabehandling av vederlagets form ska ske under både budperioden och innan budets början.¹⁷⁹ Eftersom bestämmelserna endast reglerar likabehandling inom aktieklasserna, finns det därmed en möjlighet att ge olika vederlag till olika aktieklasser inom ett bud. Däremot i en situation där en budgivare exempelvis har köpt 10 procent eller mer av respektive de röststarka och röstsvaga aktierna under budperioden och då betalat med kontanter, ska ett kontant vederlagsalternativ erbjudas till samtliga aktieägare inom båda aktieklasserna. Detta eftersom bestämmelsen ska tillämpas på båda aktieklasserna. I det fallet kan man således inte erbjuda olika vederlagsform till aktieklasserna. Så länge en budgivare inte kommer i konflikt med dessa regler, finns det dock en möjlighet att erbjuda olika vederlagsform till de olika aktieklasserna.

Vid en jämförelse går det att konstatera att Sverige utmärker sig även i detta hänseende. I Sverige är det endast tillåtet att betala olika vederlagsform till olika aktieklasser i det fall man erbjuder röststarka aktier till aktieägare med röststarka aktier och likaså beträffande de

¹⁷⁶ Avsnitt 4.2.2.

¹⁷⁷ Avsnitt 4.3.1.

¹⁷⁸ Avsnitt 4.4.2.

¹⁷⁹ Ibid.

röstsvaga aktierna (såvida kravet på lika värde inte åsidosätts) eller när det föreligger särskilda skäl. USA, Kanada och Storbritannien följer varandra genom att garantera likabehandling beträffande vederlagsform för aktieägare inom samma aktieklass, men däremot garanteras inte detta mellan olika aktieklasser.

5.4 Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass i Sverige, USA, Kanada och Storbritannien

I denna del jämförs de olika jurisdiktionernas reglering beträffande möjligheten att lägga ett bud på endast röststarka/röstsvaga aktier. Jämförelsen kommer inledas med att kortfattat sammanställa den svenska regleringen på området för att sedan jämföra med USA, Kanada och Storbritannien.

I Sverige regleras offentliga uppköpserbjudanden genom LUA och takeover-reglerna. Reglerna om budplikt aktualiseras när en aktieägare ensam eller tillsammans med en närstående har uppkommit i ett aktieinnehav på 30 procent eller mer av målbolagets röster.¹⁸⁰ Här gör man således ingen indelning i aktieklasser utan det räcker med 30 procent eller mer av målbolagets samtliga röster. Om en budgivare utlöser budplikt måste denne erbjuda ett bud på samtliga aktier i målbolaget. Det finns därmed igen möjlighet att lägga ett bud på endast en aktieklass vid utlösande av budplikt.

Ett bud som däremot avser mindre än samtliga aktier i målbolaget är ett så kallat partiellt erbjudande. Vid ett partiellt erbjudande måste en budgivare upprätthålla det proportionella likabehandlingskravet vilket innebär att en proportionell reducering av antalet accepter måste ske. Det proportionella likabehandlingskravet säkerställer således att särskilda aktieägare inte väljs ut i budet. Denna typ av erbjudande är tillåten i den mån den inte kommer i konflikt med budpliktsreglerna och utesluter således inte ett bud på endast en aktieklass enligt sin ordalydelse.¹⁸¹ Viss vägledning får således hämtas från takeover-direktivets likabehandlingsprincip om att ”Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett aktiebolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas”, vilket även kan bekräftas av uttalandet i AMN 2017:22.¹⁸²

¹⁸⁰ Avsnitt 3.4.

¹⁸¹ Ibid.

¹⁸² Ibid.

Ett partiellt erbjudande kommer inte i konflikt med takeover-direktivets likabehandlingsprincip då aktier av samma slag behandlas lika i ett bud på endast en aktieklass. Utifrån redoförd reglering är det således tillåtet att lägga ett partiellt erbjudande på endast en aktieklass i Sverige.

Till skillnad från Sverige, finns det ingen budplikt i USA varken på federal eller delstatlig nivå.¹⁸³ En budgivare blir därmed aldrig tvungen att lägga ett bud på samtliga aktier i bolaget. Huvudregeln vid ett offentligt uppköpserbjudande är dock att en budgivare lägger ett bud på samtliga aktier i bolaget. Likt Sverige, finns det en möjlighet att lägga ett erbjudande på mindre än samtliga aktier i bolaget, ett så kallat partiellt erbjudande. USAs bestämmelse beträffande partiella erbjudanden ställer också ett krav på proportionell reducering.¹⁸⁴ Eftersom det inte finns någon budplikt behöver budgivaren inte förhålla sig till några budpliktsregler vid ett partiellt erbjudande. Det finns heller inte några särskilda bestämmelser som begränsar en budgivare från att lägga ett partiellt erbjudande på endast en aktieklass. Det förefaller vara den amerikanska *All holders rule* som får ta vägledning i denna situation. Regeln innebär att alla aktieägare inom den specifika aktieklassen som omfattas av erbjudandet måste få samma chans till att medverka i erbjudandet. Detta innebär att några specifika aktieägare inte får väljas ut i budet. Att specifika aktieägare inte får väljas ut kan även bekräftas av deras krav på proportionell likabehandling, då den ställer krav på att en proportionell reducering av antalet accepter ska genomföras vid ett partiellt erbjudande.¹⁸⁵ Därmed gäller att aktieägare inte får exkluderas i ett bud som sker inom sin aktieklass men däremot garanteras inte denna likabehandling vad gäller ett inkluderande av alla aktieklasser i ett bud. Slutsatsen är att USA följer Sverige i detta hänseende genom att tillåta ett bud på endast en aktieklass.

I Kanada är definitionen av ett uppköpserbjudande ett bud på samtliga aktier inom en aktieklass. Likt Sverige har Kanada regler om budplikt, men denna plikt uppkommer redan vid ett innehav av 20 procent eller mer av en aktieklass, ensam eller tillsammans med en som agerar i samverkan med budgivaren.¹⁸⁶ Budplikten innebär att en budgivare måste lägga ett bud på samtliga aktier inom den aktieklass där budgivaren har ett innehav på 20 procent eller mer. Det kan konstateras att Kanada skiljer sig från Sverige beträffande innehavsnivå som

¹⁸³ Avsnitt 4.2.3.

¹⁸⁴ Ibid.

¹⁸⁵ Ibid.

¹⁸⁶ Avsnitt 4.3.3.

utlöser budplikt, samt att budplikten härrör till specifik aktieklass. Regleringen ställer därmed inte något krav på att lägga ett bud samtliga aktier i målbolaget. Precis som i Sverige och USA, tillåts partiella erbjudanden i Kanada. Ett partiellt erbjudande är ett uppköpserbjudande på mindre än resterande aktier i en aktieklass och likaså här ställs det ett krav på proportionell reduktion av antalet accepter.¹⁸⁷ Detta förhindrar en budgivare till att specifikt välja ut aktieägare inom aktieklassen som ska omfattas av erbjudandet. Kanada utmärker sig med att deras definition av både ett offentligt uppköpserbjudande och partiellt erbjudande enligt sin ordalydelse de facto tillåter ett bud på endast en aktieklass.

Kanada skiljer sig även i det hänseendet då *coattail*-bestämmelsen kan bli tillämplig. I en situation där en aktieägare når upp till ett innehav på 20 procent eller mer av den röststarka aktien och således utlöser budplikt, måste denne lägga ett bud på resterande röststarka aktier. Om budgivaren lägger ett bud på endast de röststarka aktierna så kan de aktieägare med röstsvaga aktier konvertera sina aktier till röststarka för att således medverka i erbjudandet.¹⁸⁸ Detta innebär i praktiken att en aktieägare som utlöser budplikt på de röststarka aktierna, utlöser i sin tur *coattail*-bestämmelsen och får därigenom en begränsad möjlighet att endast lägga ett separat bud på den röststarka aktien (eller snarare sagt det ursprungliga antalet röststarka aktier eftersom de röstsvaga aktierna de facto räknas som röststarka efter konverteringen). Däremot om en budgivare lägger ett partiellt erbjudande på röststarka aktier som inte utlöser budplikt, blir *coattail*-bestämmelsen inte tillämplig. I det fall kan en budgivare lägga ett bud på ett antal röststarka aktier. Kanada följer därmed samma linje som både Sverige och USA genom att tillåta ett partiellt erbjudande på endast en aktieklass. I Kanada tillåts även ett uppköpserbjudande på samtliga röstsvaga aktier eftersom de röstsvaga aktierna inte kan utlösa *coattail*-bestämmelsen.

Storbritannien har precis som Sverige och Kanada regler om budplikt. Storbritanniens budpliktsregler liknar Sveriges då budplikt utlöses vid ett innehav på 30 procent eller mer av bolagets samtliga röster, dvs. oavsett aktieklass.¹⁸⁹ Detta skiljer sig från Kanada som i stället har valt att utlösa budplikt vid ett visst innehav inom en aktieklass. Vidare kan budplikt uppkomma om en aktieägare ensam eller tillsammans med någon som agerar i samverkan med denne, redan innehar mer än 30 procent men mindre än 50 procent av målbolagets röster,

¹⁸⁷ Avsnitt 4.3.3.

¹⁸⁸ Ibid.

¹⁸⁹ Ibid.

och denne eller någon som agerar i samverkan med denne köper fler aktier i målbolaget.¹⁹⁰ Budplikt utlöses inte för någon som redan har ett innehav på 50 procent av målbolagets röster och som sedan köper fler aktier i målbolaget.¹⁹¹ Här skiljer sig Storbritannien från både Sverige och Kanada som inte har valt att införa liknande bestämmelser. Budplikten innebär att man måste lägga ett bud på alla utomstående aktier i målbolaget, varpå budet måste ges till alla aktieklasser oavsett de innehåller rösträtt eller inte.¹⁹² Huvudregeln är således densamma som i Sverige, att ett bud ska ges på samtliga aktier i bolaget vid utlösande av budplikt.

Likt de andra jurisdiktionerna tillåter även Storbritannien partiella erbjudanden. Dessa erbjudanden måste få godkänt av panelen vilket i regel brukar ske såvida inte budgivaren eller någon som agerar i samverkan med denne, uppkommer i ett innehav på 30 procent eller mer av målbolagets röster.¹⁹³ Likt Sverige, ställer även Storbritannien krav på en proportionell likabehandling vilket sker genom att ett partiellt erbjudande måste rikta sig till alla aktieägare inom en aktieklass samt att en proportionell reducering av antalet accepter måste ske.¹⁹⁴ Det proportionella likabehandlingskravet garanterar därmed aktieägare i samma aktieklass en likabehandling avseende inkluderandet i ett bud. Därmed går det att konstatera att denna likabehandling endast garanteras inom en aktieklass och således möjliggör ett partiellt erbjudande ett bud på endast en aktieklass.

Sammantaget går det att konstatera att alla fyra jurisdiktioner tillåter ett bud på endast en aktieklass. Storbritannien och Sverige har liknade reglering på området då båda jurisdiktionerna har regler kring budplikt och som därmed hindrar att ett bud på endast ett aktieslag sker. Båda jurisdiktionerna öppnar dock upp för den möjligheten genom partiella erbjudanden. Kanada skiljer sig mot de andra jurisdiktionerna genom att tillåta förfarandet utifrån sin definition av både ett uppköpserbjudande och partiellt erbjudande, men också genom att begränsa (men inte omöjliggöra) denna möjlighet genom deras *coattail*-bestämmelse.

¹⁹⁰ Avsnitt 4.3.3.

¹⁹¹ Ibid.

¹⁹² Ibid.

¹⁹³ Ibid.

¹⁹⁴ Ibid.

6 Diskussion om den svenska regleringen i ett internationellt perspektiv

6.1 Allmänt

I detta kapitel kommer jag att föra en diskussion om studiens resultat som sammanfattats i föregående kapitel. Tanken är att diskutera hur Sverige har implementerat likabehandlingsprincipen i regleringen kring offentliga uppköpserbjudanden jämfört med de andra jurisdiktionerna. Diskussionen utgår från följande tre kategorier (1) värdemässig likabehandling (2) formmässig likabehandling och (3) proportionell likabehandling. Vidare kommer en diskussion om huruvida befintlig reglering har en tillfredsställande effekt eller om regleringen kan tänkas behöva en förändring i något hänseende. Detta avsnitt tillsammans med avsnitt fem ämnar besvara studiens fjärde frågeställning och återkoppla till uppsatsens övergripande syfte.

6.2 Värdemässig likabehandling

Efter att ha gjort en utredning kring möjligheten till en prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier i samtliga jurisdiktioner, går det att konstatera att Sverige skiljer sig från de andra jurisdiktionerna. Likabehandlingsprincipen har implementerats på ett utmärkande sätt och detta kan framför allt bero på införande av artikel II.11 i takeover-reglerna.¹⁹⁵ Det går också att argumentera för att Kanada, likt Sverige, har minimerat en prisdifferens. Jag skulle dock vilja påstå att deras *coattail*-bestämmelse inte blir tillämplig i samma utsträckning som Sveriges artikel II.11 i takeover-reglerna då Kanada tillämpar en del undantag till bestämmelsen samt att den endast utlöses i det fall budet avser samtliga eller nästintill samtliga röststarka aktier.¹⁹⁶ Artikel II.11s ordalydelse utesluter inte en prisdifferens mellan aktier med olika röstvärden, men det kan diskuteras att det är konsekvensen i praktiken. De

¹⁹⁵ Avsnitt 3.2.

¹⁹⁶ Avsnitt 4.3.1.

hårt ställda kraven på dispens gör att det blir svårt att få igenom en prisdifferens.¹⁹⁷ Varför Sverige har valt att sträcka sig så långt jämfört med de andra jämförande jurisdiktionerna kan bero på konflikten som startade år 2007 och som ledde fram till att artikeln infördes (som närmare redogörs för i avsnitt 3.2). Frågan kvarstår dock om det kan vara så att Sverige kan ha gått för långt i regleringen vad gäller begränsningen av prisdifferens.

Det har diskuterats att prisskillnader mellan röststarka och röstsvaga aktier har påverkat allmänhetens förtroende på aktiemarknaden. Detta kan vara en effekt av en rad skadliga förvärv som skett med prisskillnader. Det var framför allt AMN 2007:24 (Milestone – Invik) som ledde fram till en diskussion om att förbjuda prisdifferenser.¹⁹⁸ Argument för ett förbudande av prisskillnader mellan aktier av olika röstvärden kan vara att vid uppköp av ett aktiebolag så är nyttan av varje aktie densamma. En prisskillnad är därmed inte motiverad eftersom budgivaren önskar förvärva samtliga aktier i målbolaget. Detta resonemang förefaller vara logiskt utifrån en köparens perspektiv, men behöver inte vara detsamma för säljaren. Säljaren kan tänkas värdera sina röststarka aktier mer än de röstsvaga på grund av att de förlorar kontrollen när de avhänder sig sina röster och förlorar således mer än endast ekonomiska rättigheter. En försäljning av en kontrollpost kan vara mer attraktiv på marknaden och detta föranleder ett motiv till en prisdifferens. Vidare kan det även konstateras att aktier med olika röstvärden är de facto olika och bör därför inte behandlas lika enligt likabehandlingsprincipen, då utfallet blir att olika fall behandlas lika.¹⁹⁹ Det kan också argumenteras för att de röststarka aktierna kan driva upp priset på resterande aktier vid ett uppköpserbjudande. Detta eftersom budgivaren måste förhålla sig till tidigare affärer, samt att en aktieägare med röststarka aktier kan ha svårare att acceptera ett lägre bud än exempelvis en aktieägare med röstsvaga aktier. Detta kan därmed tänkas påfordra en ökning på budets pris och i praktiken skulle det kunna innebära att färre uppköpserbjudanden tar form. Det kan tänkas vara mer värdefullt för en aktieägare att ett uppköpserbjudande faktiskt sker än att priset är samma för alla aktieägare.

Att minimera chansen till prisdifferens helt och hållet är enligt min mening att gå något för långt i implementeringen av likabehandlingsprincipen. Att en "takeover" brukar innebära att

¹⁹⁷ Avsnitt 3.2.

¹⁹⁸ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.175.

¹⁹⁹ Stattin, *Takeover- offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s.251.

man köper upp samtliga aktier i aktiebolaget och att det därmed inte är påfordrat med en prisdifferens är förvisso inte helt ologiskt. Jag tycker dock att argumentet inte håller utifrån att ett offentligt uppköpserbjudande inte alltid är ett erbjudande om att köpa upp samtliga aktier i ett aktiebolag eftersom partiella erbjudanden också ses som offentliga uppköpserbjudanden. I det fall man önskar köpa mer kontroll i aktiebolaget men inte har för avsikt att lägga ett bud på samtliga aktier, kan en budgivare vara motiverad till att köpa aktier med högre röstvärden.

Låt oss pröva ett scenario där en budgivare önskar förvärva både röststarka och röstsvaga aktier i exempelvis ett partiellt erbjudande. Vid ett partiellt erbjudande gäller takeover-reglerna om inget annat föreskrivs.²⁰⁰ Likabehandling mellan aktier av olika röstvärden ska således upprätthållas. Enligt artikel II.11 i takeover-reglerna får budgivaren inte göra någon värdemässig skillnad mellan aktieklasserna i erbjudandet. En prisdifferens skulle dock kunna vara motiverad i detta fall eftersom budgivaren inte har till avsikt att förvärva samtliga aktier i bolaget. Budgivaren vill endast uppnå mer kontroll, varpå de röststarka aktierna kan vara mer värdefulla för denne och därmed höja efterfrågan. En högre efterfrågan på aktier med högre röstvärde bör motivera en prisdifferens. I dessa situationer bör därför en prisdifferens vara tillåten.

USA har i stället valt att hantera problemet genom att endast garantera aktieägare en värdemässig likabehandling i samma aktieklass och inom samma erbjudande. Jag kan tycka att detta är något av en brist på implementeringen av likabehandlingsprincipen, då det inte finns någon bestämmelse som reglerar hur stor en prisdifferens är tillåten att vara. Prisdifferenser borde vara tillåtet men i sådant fall under kontrollerade former. Om man i stället jämför med Storbritannien som har valt att hantera problematiken genom ”jämförbara” erbjudanden så kan detta ses som en kompromiss mellan Sverige och USA. Ett jämförbart erbjudande är en prisskillnad som är proportionerlig mot aktieklassernas olika börskurser. Enligt min mening är denna bestämmelse en bra kompromiss eftersom regeln minimerar omotiverade prisskillnader, men stänger inte dörren helt. Denna regel kan därför fungera som något vägledande för en potentiell förändring i den svenska regleringen.

²⁰⁰ Sjöman, Skog, *Takeover-reglerna - en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s. 274 skog.

6.3 Formmässig likabehandling

Det formmässiga likabehandlingskravet har uttryckts vara en viktig del av likabehandlingsprincipen.²⁰¹ Vad gäller Sverige kan man se att detta bekräftas av den svenska regleringen. Efter att en jämförelse har skett mellan de andra utredda jurisdiktionerna kan man bekräfta att Sveriges likabehandlingskrav sträcker sig längre än de andra länderna. Sverige har valt att garantera en formmässig likabehandling för samtliga aktieklasser med hjälp av artikel II.11 i takeover-reglerna. USA, Kanada och Storbritannien kan endast garantera en likabehandling av vederlagsform för alla aktieägare inom samma aktieklass.²⁰²

Anledningen till att Sveriges formmässiga likabehandlingskrav sträcker sig längre än de jämförande jurisdiktionernas reglering kan bero på att det värdemässiga och formmässiga likabehandlingskravet går hand i hand i den svenska regleringen. Det formmässiga likabehandlingskravet har varit viktigt för att skydda mindre erfarna aktieägare.²⁰³ Men det kan också vara så att konflikten som startade år 2007 beträffande likabehandling av vederlagsvärde mellan olika aktieklasser, kan vara en bidragande faktor till att det formmässiga likabehandlingskravet fick liknande utformning som det värdemässiga.

Det formmässiga likabehandlingskravet är dock inte riktigt lika stelbent som det värdemässiga. Regleringen förhindrar exempelvis inte en budgivare till att erbjuda röststarka aktier i budgivarbolaget till aktieägare med röststarka aktier i målbolaget och vice versa beträffande röstsvaga aktier, såvida inte vederlagets värde åsidosätts. Vidare finns det även en möjlighet att betala olika vederlagsform vid särskilda skäl. Särskilda skäl brukar dock innefatta praktiska eller legala skäl. Hur som helst, förefaller det egentligen inte finnas några tunga skäl till att tillåta ett erbjudande med olika vederlagsform till aktieklasserna, enligt min mening. De skäl som kan tänkas finnas är när det föreligger rent praktiska eller legala skäl, vilket regleringen redan tillåter. Med detta sagt tycker jag att den svenska regleringen avseende det formmässiga likabehandlingskravet ska ses som en förebild för de andra jurisdiktionerna.

²⁰¹ Lidman, *Kontrolläggande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.180.

²⁰² Avsnitt 5.3.

²⁰³ Takeover-panelens årsrapport 1970/71, s.3-4.

6.4 Proportionell likabehandling

Vid proportionell likabehandling har möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieclass utretts i jurisdiktionerna. Samtliga jämförande jurisdiktionerna har ett proportionellt likabehandlingskrav vid partiella erbjudanden som innebär att en proportionell reducering av antalet accepter ska ske för att således garantera att specifika aktieägare inte väljs ut. Däremot finns det inga bestämmelser som specifikt reglerar möjligheten huruvida det är tillåtet att välja ut en specifik aktieclass vid ett partiellt erbjudande.²⁰⁴ Undantaget är dock Kanada som genom sin reglering de facto tillåter detta förfarande genom att deras definition beträffande både ett offentligt uppköpserbjudande och partiellt erbjudande är ett erbjudande inom aktieclassen. Däremot är Kanada också det land som kan minimera detta förfarande beträffande röststarka aktier genom deras *coattail*-bestämmelse. Som tidigare redogjorts för möjliggörs dock ett offentligt uppköpserbjudande beträffande samtliga röstsvaga aktier och ett partiellt erbjudande (som inte utlöser budplikt) på endast röststarka aktier.

Sverige, USA och Storbritannien har dock inte konkretiserat i sina bestämmelser avseende partiella erbjudanden på så sätt att det tydliggörs huruvida ett sådant erbjudande kan ske på endast en aktieclass eller inte. Det som går att konstatera inom de nämnda jurisdiktionerna är att likabehandlingsprincipen av aktieägare ställer krav på likabehandling mellan aktier inom samma aktieclass. Därigenom går det att dra slutsatsen att ett partiellt bud på en aktieclass inte kränker likabehandlingen av aktier inom samma aktieclass.

Vad gäller Sverige förefaller lösningen vara densamma, det vill säga att ett partiellt erbjudande på endast en aktieclass inte strider mot regleringen eftersom det inte förbjuds uttryckligen i regleringen samt stämmer överens med principen om att aktier med identiska villkor ska behandlas lika. Man kan dock fråga sig huruvida detta är en avsedd effekt eller en lucka i den svenska regleringen.

Problematiken uppstår vid partiella erbjudanden eftersom det är vid denna typ av erbjudanden som en budgivare kan erlagga ett bud på en andel som är mindre än samtliga aktier i målbolaget. I den svenska regleringen kan det diskuteras huruvida förfarandet kan tolkas som otillåtet genom en tolkning av artiklarna II.11 och II.16 i takeover-reglerna. Det proportionella

²⁰⁴ Avsnitt 5.4.

likabehandlingskravet som framgår av artikel II.16 i takeover-reglerna kan antas förbjuda detta förfarande.²⁰⁵ Vidare finns det även en möjlighet att tolka detta förfarande som otillåtet utifrån artikel II.11 i takeover-reglerna. I artikeln nämns att när ett målbolag har aktier av olika slag, ”ska vederlag av samma form erbjudas för aktier av samtliga slag”. Detta kan tolkas som ett krav på budgivaren att rikta ett erbjudande till samtliga aktieslag.²⁰⁶ Denna tolkning av reglerna kan dock betraktas som otillfredsställande eftersom sådana transaktioner förväntas ske på andra sätt.²⁰⁷ Det effektivaste sättet att lösa denna problematik och således komma till bukt med det proportionella likabehandlingskravet föranleder vara att ny reglering införs.

Att ett partiellt erbjudande på endast en aktieklass är tillåtet torde även bekräftas av nämndens uttalande i AMN 2017:22. Där fastslog nämnden att förfarandet stämmer överens med takeover-direktivs likabehandlingsprincip om att ”Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett aktiebolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas”. I fallet hade aktier av samma aktieslag behandlats lika. Vidare anförde de att artikel II.16 i takeover-reglerna inte utesluter en sådan affär enligt dess ordalydelse. Med detta uttalande får vi således bekräftat att nämnden inte förespråkar ovan redogjord tillämpning av artikel II.11 i takeover-reglerna i denna situation.

Med detta sagt kan det konstateras att en olikabehandling förekommer i den svenska regleringen vid partiella erbjudanden genom att tillåta en budgivare att lägga ett erbjudande på endast ett aktieslag. Om man ska gå i linje med den önskade effekten av att aktieägare av samtliga aktieklasser ska behandlas lika avseende budets värde, kan detta scenario utspelas något märkligt. Detta eftersom det värdemässiga likabehandlingskravet mellan de olika aktieslagen enkelt kan kringgåas genom att budgivaren lägger ett bud på endast ett aktieslag. Som Lidman nämner, vad spelar det för roll att kravet på värdemässig likabehandling mellan de olika aktieklasserna upprätthålls om man helt kan exkludera ett aktieslag i erbjudandet?²⁰⁸ Jag kan tycka att det bör vara viktigare att inkludera alla aktieklasser i ett bud i stället för att garantera att alla aktieägare får samma pris.

²⁰⁵ Lidman, *Kontrollägande och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, s.186.

²⁰⁶ Ibid.

²⁰⁷ Ibid.

²⁰⁸ Ibid, s. 185.

7 Slutsats

Av studien går det att konstatera att svaret på den första frågeställningen är att samtliga jurisdiktioner tillåter en prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier utifrån deras reglering. Sverige och Kanada skiljer sig däremot från de andra jurisdiktionerna genom att minimera denna möjlighet. Länderna har dock olika motiv bakom denna reglering. Sveriges reglering avser att förbjuda en prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier, medan Kanadas reglering avser att inkludera båda aktieklasserna i erbjudandet. Effekten blir dock densamma, en minimering av möjligheten till prisdifferens mellan röststarka och röstsvaga aktier. Det går dock att argumentera för att Sveriges reglering tillämpas mer konsekvent än Kanadas eftersom den svenska artikel II.11 i takeover-reglerna alltid ska tillämpas i det fall aktiebolaget har aktieklasser med olika röstvärden. Kanadas *coattail*-bestämmelse är däremot tillämplig i det fall aktierna är noterade på Torontobörsen med en del undantag som kan tillämpas för att undvika konvertering. Därmed sträcker sig den svenska regleringen beträffande en minimering av prisdifferenser längre än samtliga jämförande jurisdiktioner.

Vad gäller den andra frågeställningen går det att konstatera att det formmässiga likabehandlingskravet är unikt i Sverige med att inte tillåta olika vederlagsform för röststarka och röstsvaga aktier. Detta med undantag för när det föreligger särskilda skäl eller när budgivaren erbjuder röststarka aktier till aktieägare med röststarka aktier i målbolaget och vice versa med röstsvaga aktier (förutsatt att kravet på samma värde inte åsidosätts). De andra jurisdiktionerna garanterar endast att samma vederlagsform ska erbjudas till aktieägare i samma aktieklass.

Utredningen av den tredje frågeställningen har visat på att det proportionella likabehandlingskravet garanteras i samtliga jurisdiktioner genom ett krav på en proportionell reducering av antalet accepter vid partiella erbjudanden. Möjligheten att lägga ett bud på endast en aktieklass finns dock inte uttryckligt reglerat i någon av de jämförande jurisdiktionerna, med undantag för Kanadas definition av både ett uppköpserbjudande och partiellt erbjudande som tillåter detta utifrån dess ordalydelse samt i det fall *coattail*-

bestämmelsen tillämpas. Slutsatsen är dock att samtliga jurisdiktioner tillåter ett bud på endast en aktieklass.

Vad gäller den fjärde frågeställningen, hur Sverige förhåller sig utifrån ett internationellt perspektiv, går det att konstatera att efter en utredning av implementeringen av likabehandlingsprincipen utifrån kategorierna värde, form och proportionalitet, skiljer sig Sveriges implementering av likabehandlingsprincipen från de övriga jämförande jurisdiktionerna. De andra jurisdiktionerna garanterar näst intill endast en likabehandling av aktieägare i samma aktieklass. I Sverige sträcker sig implementeringen av likabehandlingsprincipen mycket längre och garanterar en likabehandling för både röststarka och röstsvaga aktier avseende både värde och form. Detta beror i mångt och mycket på artikel II.11 i takeover-reglerna som är unik för den svenska regleringen.

Avseende det värdemässiga likabehandlingskravet går det att konstatera att Sveriges krav på likabehandling sträcker sig längre än vad som kan tänkas vara nödvändigt. En förebild till den svenska regleringen kan vara Storbritanniens bestämmelse om "jämförbara" erbjudanden. Vad gäller det formmässiga likabehandlingskravet kan Sveriges reglering i stället ses som en förebild för de andra jämförande jurisdiktionerna, då implementeringen av det formmässiga likabehandlingskravet är logisk utifrån dess möjlighet att anpassas efter praktiska och legala skäl. Det proportionella likabehandlingskravet blir dock lidande i den svenska regleringen. För att upprätthålla kravet på proportionell likabehandling och för att inte möjliggöra att det värdemässiga likabehandlingskravet kringgås, behövs reglering som begränsar en budgivare från att lägga ett partiellt erbjudande på endast en aktieklass i Sverige.

Källförteckning

Regelverk

Aktiebolagslag (2005:551).

Lagen (2206:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Lagen (2207:528) om värdepappersmarknaden.

EU-dokument

Europaparlamentets och rådets Direktiv 2004/25/EG den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

Utländska författningar och regelverk

USA

Model Business Corporation Act, 28 April 2023.

Securities Exchange Act of 1934.

Williams Act 1968.

Kanada

Canada Business Corporation Act, RSC 1985 c-44.

Takeover bids and issuers bid MI 62-104.

National policy 62-203 Take-over bids and issuer bids.

Company Manual, Toronto Stock Exchange.

Storbritannien

The Companies Act 2006 (c.46).

The City Code on Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

LR 7.1 Application and purpose, Financial Conduct Authority Handbook.

Takeover-panelens årsrapport 1970/71.

Offentligt tryck

SOU 1986:23.

Prop. 2005/06:140.

Självregleringsinstrument

Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM av Aktiemarknadens Självregleringskommitté, 2021-01-01.

Aktemarkandsnämndens uttalande

AMN 2001:17.

AMN 2007:24.

AMN 2014:35.

AMN 2017:22.

AMN 2021:22.

Utländska avgöranden

Takeover Panel United Draperies Offer for Swears & Sells, 1970/02.

CTC Dealer Holdings v. Canadian Tire Corp. Ltd., (1987) 10 O.S.C.B. 857, aff'd (1987) 21 O.A.C. 216 (Ont. Div. Ct.).

Litteratur

Bentel, K. & Walter, G., *Dual Class Shares*, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation. Paper 2, 2016.

Bergström, C. & Samuelsson, P., *Aktiebolagets grundproblem*, 6 uppl, Norstedts Juridik 2021.

Dignam, A. & Lowry, J., *Company law*, 5 uppl, Oxford University Press 2009.

Gaughan, P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 7 uppl, Wiley Corporate F&A, 2017.

Kershaw, D., *Principles of Takeovers Regulation*, 1 uppl, Oxford University Press 2016.

Kleineman, J., *Rättsdogmatisk metod*. I Korling, F. Zamboni, M. (red.) *Juridisk metodlära*, 1 uppl, Studentlitteratur 2013.

Lidman, E., *Kontrollägende och uppköpsreglering – Likabehandling vid offentliga uppköpserbjudanden och effekterna i bolagsstyrningen*, Corporate Governance Forum 2020.

Magnusson, W., *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*, 21 Pace Int'l L. Rev. 205, 2009.

Sandgren, C., *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: Ämne, material, metod och argumentation*, 4 uppl, Norstedts Juridik 2018.

Sjöman, E. & Skog, R., *Takeover-reglerna : en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, 6 uppl, Norstedts Juridik 2021.

Skog, R., *Rodhes Aktiebolagsrätt*, 26 uppl, Norstedts Juridik 2020.

Stattin, D., *Takeover - offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 3 uppl, Norstedts Juridik 2021.

Takeover-panelen, Annual Report 1970/71.

Valguarnera, F., *Den komparativa metoden*. I Korling, F. Zamboni, M. (red.) *Juridisk metodlära*, 1 uppl, Studentlitteratur 2013.

Internet källor

Bolagsverket, *Privat eller publikt aktiebolag?*, uppdaterad: 2021-09-01, (hämtad 2023-11-12) <https://bolagsverket.se/foretag/aktiebolag/startaaktiebolag/privatellerpubliktaktiebolag.527.html>

Aktiemarknadsnämnden, *Takeover-regler*, (hämtad 2023-10-24), https://www.aktiemarknadsnamnden.se/takeover-regler_45

Chen, J., *Private Company: What It Is, Types, and Pros and Cons*, Investopedia 2022-05-27, (hämtad 2023-10-7), <https://www.investopedia.com/terms/p/privatecompany.asp>

Hayes, A., *Tender Offer Definition: How It Works, With Example*, Investopedia 2023-09-29, (hämtad 2023-10-10) <https://www.investopedia.com/terms/t/tenderoffer.asp>

SEC, *TENDER OFFER FAQS*, (hämtad 2023-10-25), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/802481/000119312506199094/dex996.htm>

Chen, J., *Williams act: What it means, How it works*, Investopedia 2021-07-26, (hämtad 2023-10-25) <https://www.investopedia.com/terms/w/williamsact.asp>

Kenton, W., *What is the Securities Exchange Act of 1934? Reach and History*, Investopedia 2023-02-24, (hämtad 2023-10-26), <https://www.investopedia.com/terms/s/seact1934.asp>

Legal information institute, *Securities Exchange Act of 1934*, uppdaterad oktober 2023, (hämtad 2023-11-24), https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934

Fernando, J., *All-Holders Rule*, Investopedia 2022-04-30, (hämtad 2023-11-20),
<https://www.investopedia.com/terms/a/allholdersrule.asp>

Chen, J., *Best-Price Rule (Rule 14D-10)*, Investopedia 2022-04-29, (hämtad 2023-11-25),
<https://www.investopedia.com/terms/b/bestpricerule.asp>

Baker Mckenzie, *Effecting a Takeover*, uppdaterad 2022-06-01, (hämtad 2023-11-25),
<https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/north-america/united-states/topics/effecting-a-takeover>

U.S Securities and Exchange Commission, *Topic 14- Tender Offers*, uppdaterad 2020-11-17, (hämtad 2023-11-27), <https://www.sec.gov/corpfin/cf-manual/topic-14>

OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, 2021, (hämtad 2023-09-25),
<https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>

Litowitz, D., Gris, B., Aryani, L., Cheng, J., Lee, J., Nelson, N. & Ma, J., *Public Mergers and Acquisitions in the United States: Overview*, Thomas Reuters Practical law 2021-12-01, (hämtad 2023-11-24), [https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I84175f761cb111e38578f7ccc38dcbee/Public-Mergers-and-Acquisitions-in-the-United-States-Overview?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://content.next.westlaw.com/practical-law/document/I84175f761cb111e38578f7ccc38dcbee/Public-Mergers-and-Acquisitions-in-the-United-States-Overview?viewType=FullText&transitionType=Default&contextData=(sc.Default))

Ontario Securities Commission, *Take-over bids and issuer bids*, (hämtad 2023-11-27)
<https://www.osc.ca/en/industry/companies/mergers-and-acquisitions/take-over-bids-and-issuer-bids>

Torys LLP, *Takeover Bids in Canada and Tender Offers in the United States*, publicerad 2017, (hämtad 2023-11-28),
https://www.torys.com/~/_media/files/insights/trends-and-guides/takeover-bids_blg-digital.pdf?la=en

Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP), *Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations, Policy paper # 1 October 2006*, (hämtad

2023-11-29) http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16_Allaire-Policy_Paper_1.pdf

Burgers Salmon, *Guide to public takeovers in the UK*, (hämtad 2023-11-15)
<https://openpublications.burges-salmon.com/guide-to-public-takeovers-in-the-uk/68560825/fullscreen>

Aktiemarknadsnämnden, *Om Aktiemarknadsnämnden*, (hämtad 2023-09-29)
https://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/om-aktiemarknadsnamnden_3597

Artiklar

Iacobucci, E., *Why does onatario require equal treatment in sales of corporate control?*, The university of Toronto law journal 2008, Vol.58 (2), p.123-152.

Lindencrona, C., *Röstvärdesdifferenser- vart är vi påväg?*, Ny Juridik 2:07 s. 34, 2007.