

Minoritetsaktieägar skydd vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden, en komparativ studie.

Handledare: *Rolf Dotevall*

Tillämpningsuppsats skriven av:
Tomas Borgenstrand

1	INLEDNING	4
1.1	BAKGRUND.....	4
1.2	SYFTE OCH AVGRÄNSNING.....	5
1.3	PROBLEMPRESENTATION - FRÅGESTÄLLNINGAR.....	6
1.4	METOD OCH DISPOSITION	6
2	MINORITETSSKYDDSREGLER	8
2.1	VAD ÄR DET.....	8
2.1.1	<i>Positiva och negativa minoritetsrättigheter</i>	8
2.2	LAGREGLERING KONTRA SJÄLVREGLERING	9
2.4	FUSION	10
2.4	OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	10
2.4	VAD STÅR BAKOM VALET?	11
3	SVERIGES MINORITETSAKTIEÄGARSKYDDSREGLER	12
3.1	INLEDNING.....	12
3.2	DEN BOLAGSRÄTTSLIGA LIKHETSPRINCIPEN.....	12
3.3	FUSIONER – LAGREGLER	12
3.3.1	<i>Fusionsplanens underställande av bolagsstämma</i>	12
3.3.2	<i>Godkännande av fusionsplanen</i>	12
3.3.2.1	<i>Historisk överblick</i>	12
3.3.2.2	<i>Nuvarande lagregler</i>	12
3.3.3	<i>Rätt till inlösen av aktier</i>	12
3.3.3.1	<i>Värdering av aktier</i>	12
3.3.4	<i>Sanktioner</i>	12
3.3.4.1	<i>Skadestånd</i>	12
3.3.4.2	<i>Inlösensskyldighet</i>	12
3.3.4.3	<i>Likvidation</i>	12
3.4	DEN SVENSKA SJÄLVREGLERINGEN	12
3.4.1	<i>Inledning</i>	12
3.4.2	<i>Näringslivets Börskommitté</i>	12
3.4.3	<i>Aktiemarknadsnämnden</i>	12
3.4.4	<i>NJA 1985 s. 343, "Företagsfinansmålet"</i>	12
3.4.5	<i>Principen om likabehandling av aktieägare</i>	12
3.5	INFORMATIONSSKYLDIGHET	12
3.5.1	<i>"Flagningsrekommendationen"</i>	12
3.6	MINORITETSSKYDDET I NBK/OE	12
3.6.1	<i>Inledning</i>	12
3.6.2	<i>Utformning av villkor rörande aktier med identiska villkor</i>	12
3.6.3	<i>Utformning av villkor rörande aktier med icke identiska villkor</i>	12
3.6.4	<i>Förvärv utanför erbjudandet</i>	12
3.6.5	<i>Åtgärder vidtagna av närstående</i>	12
3.6.6	<i>Budplikt</i>	12
3.6.6.1	<i>Inledning</i>	12
3.6.6.2	<i>Regeln i huvuddrag</i>	12
3.6.6.3	<i>Informationsplikt</i>	12
3.6.7	<i>Partiellt erbjudande</i>	12
3.6.8	<i>Åtgärder vidtagna av målbolaget</i>	12
3.6.9	<i>Sanktioner</i>	12
3.6.9.1	<i>Avnotering och Vite</i>	12
3.6.9.2	<i>Disciplinnämnden</i>	12
3.7	SAMMANFATTNING.....	12
4	STORBRIANNIENS MINORITETSAKTIEÄGARSKYDDSREGLER	12
4.1	INLEDNING.....	12
4.2	THE CITY CODE ON TAKE-OVERS AND MERGERS	12
4.2.1	<i>Historik</i>	12
4.2.2	<i>Kodens huvudsyften</i>	12
4.2.3	<i>Likabehandling</i>	12
4.2.3.1	<i>Budplikt</i>	12

4.2.3.2	<i>Creeping control</i>	12
4.2.3.3	<i>Förvärv utanför erbjudandet</i>	12
4.2.3.4	<i>Utformning av villkor rörande aktier med icke identiska villkor</i>	12
4.2.3.5	<i>Partiella erbjudanden</i>	12
4.3	SANKTIONER.....	12
4.4	SAMMANFATTNING.....	12
5	EUROPEISKA UNIONEN	12
5.1	INLEDNING.....	12
5.2	FUSIONS DIREKTIVET.....	12
5.2.1	<i>Bakgrund</i>	12
5.2.2	<i>Fusionsplanens godkännande av bolagsstämman</i>	12
5.2.3	<i>Undantag från huvudregeln</i>	12
5.3	KOMMISSIONENS FÖRSLAG TILL ETT TRETTONDE BOLAGSDIREKTIV.....	12
5.3.1	<i>Historik</i>	12
5.3.2	<i>Det nuvarande förslaget</i>	12
5.3.2.1	<i>Tillämpningsområde</i>	12
5.3.2.2	<i>Tillsynsmyndighet</i>	12
5.3.2.3	<i>Likhetsprincipen</i>	12
5.3.2.4	<i>Informationsskyldighet</i>	12
5.3.2.5	<i>Budplikt</i>	12
5.3.2.6	<i>Åtgärder vidtagna av målbolaget</i>	12
5.3.2.7	<i>Inlösen av aktier</i>	12
5.3.2.8	<i>Sanktioner</i>	12
5.4	SAMMANFATTNING.....	12
6	KOMPARATIV SAMMANFATTNING	12
6.1	INLEDNING.....	12
6.2	FUSIONER.....	12
6.2.1	<i>Rätt till inlösen av aktier</i>	12
6.2.2	<i>Fusionsplanens underställande och godkännande av bolagsstämman</i>	12
6.3	OFFENTLIGA UPPKÖP SERBJUDANDEN.....	12
6.3.1	<i>Tillsynsmyndighet</i>	12
6.3.2	<i>Likabehandling av aktieägare</i>	12
6.3.3	<i>Informationsplikt</i>	12
6.3.4	<i>Budplikt</i>	12
6.3.5	<i>Creeping control</i>	12
6.3.6	<i>Åtgärder vidtagna av målbolaget</i>	12
6.4	SLUTORD.....	12
	KÄLLFÖRTECKNING	12
	LITTERATUR.....	12
	EG-RÄTT.....	12
	TIDSKRIFTER.....	12
	FÖRARBETEN OCH PROPOSITIONER.....	12
	RÄTTSFALL.....	12

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Aktiebolagets högsta beslutande organ är bolagsstämman. Bolagsstämman fattar beslut som rör bolagets organisation, vilket sker genom majoritetsbeslut. Det är bolagsstämman som utser bolagets styrelse som i sin tur utser bolagets VD. Detta innebär, då besluten tas med majoritet, att makten i ett aktiebolag tillfaller den eller de som har en majoritet av rösträtten i bolaget. Majoriteten bestämmer med andra ord över minoriteten i hur aktiebolaget skall skötas, något som inte alltid är till minoritetens fördel. Aktiebolaget som bolagsform – och i synnerhet de publika bolagen – bygger dock på och förutsätter i stor utsträckning investeringar av en mängd minoritetsaktieägare. Sådana investeringar skulle dock vara alltför riskfyllda – och därmed ointressanta – om minoritetsaktieägarna helt och hållet var utlämnade åt majoritetsaktieägarnas godtyckliga beslutsfattande, utan något som helst reellt inflytande. Minoritetsaktieägarna har således ett skyddsbehov, vilket man genom olika regleringar – lagstiftning och självreglering – söker ta hänsyn till. Bland annat finns det i svensk aktiebolagslagstiftning t.ex. minoritetsskyddsregler avseende jäv på bolagsstämma, minoritetens rätt att utse en så kallad minoritetsrevisor och minoritetens rätt att hindra beslut av bolagsstämman – i vissa fall.

En anledning till att det finns ett lagstadgat minoritetsskydd är således, att om man inte ger minoriteten en tillräckligt dräglig ställning skulle det bli för riskabelt att investera i aktiebolag om man inte kan uppnå en majoritetsställning. Detta skulle kunna innebära att tillgången på riskkapital blir begränsad för aktiemarknaden. Något som i sin tur skulle kunna verka hämmande på tillväxten i landet. Men i de allra flesta fall där majoriteten sköter bolaget bra kommer detta både majoriteten och minoriteten tillgodo, och i det motsatta fallet så drabbas majoriteten likväl som minoriteten om bolaget missköts, dessa faktorer är ett nog så starkt argument för minoritetens säkerhet i bolaget. Nu är detta dock inte alltid fallet, ett typexempel på majoritetsmaktmissbruk kan vara, att en person som är majoritetsaktieägare och själv leder verksamheten i bolaget ser till att den vinst som genereras i bolaget delas ut till honom i form av lön. På detta sätt kommer inget av bolagets överskott minoriteten tillgodo. Ett annat typexempel är, att ett moderbolag, som inte är ensam ägare i dotterbolaget, bestämmer att dotterbolaget skall sälja hela sin tillverknings till moderbolaget för ett självkostnadspris. Detta innebär att den vinst som skulle ha uppstått i dotterbolaget och kommit dess minoritet tillgodo istället uppstår hos moderbolaget, och på så sätt tillfaller dem som har aktier i moderbolaget.

Att vara en minoritetsaktieägare är inte automatiskt något negativt, men speciellt vid ett maktskifte i aktiebolaget, såsom genom fusion eller offentligt uppköpserbjudande, finns det ett behov av skydd av minoriteten. Till exempel om majoriteten skulle skifta i bolaget, genom att någon köper upp tillräckligt många aktier, kan minoriteten hamna i trångmål, eftersom de kan få svårt att bedöma sin framtida position i bolaget. Oftast sker sådana maktskiften genom ett så kallat offentligt uppköpserbjudande. För det mesta så lämnas offentliga uppköpserbjudanden utan någon direktkontakt mellan köpare och säljare, eftersom erbjudandet oftast lämnas till en större grupp aktieägare. Dessa har då att välja på om de skall acceptera eller förkasta erbjudandet inom en viss tid. Information gällande erbjudandet lämnas i ett prospekt och det är på basis av denna som aktieägarna måste fatta sitt beslut, om hur de skall agera.¹

¹ Alhanko, Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag, s. 3.

Om uppköpserbudandet riktas endast till ägare av en viss kontrollpost, utan att köparen har något intresse i de aktieposter som minoriteten innehar, riskerar minoriteten som eventuellt vill lämna bolaget, men inte ges möjlighet till det i erbjudandet, att få svårt att sälja sina aktieposter. En anledning till att minoriteten kan få svårt att avyttra sina aktier är att handeln med bolagets aktier riskerar att mer eller mindre upphöra. Detta sker, i Sverige, utifall köparen inte når upp till ett innehav av 90 procent av aktierna, eftersom köparen då inte kan utnyttja möjligheten till tvångsinlösen av resterande aktier.²

En annan fråga angående minoritetens behov av skydd vid offentliga uppköpserbudanden har med målbolagets agerande att göra. Hur agerar bolagets ledning vid ett eventuellt uppköpserbudande och hur påverkar deras handlande aktieägarna, och då i synnerhet minoritetsaktieägarna?

Vad gäller minoritetens behov av skydd vid fusioner så är det inte bara minoriteten i det överlåtande bolaget som kan hamna i trångmål, utan även minoriteten i det övertagande kan hamna i kläm. Till exempel kan minoriteten i ett överlåtande publikt aktiebolag hamna svårigheter om det övertagande aktiebolaget är ett privat aktiebolag, då de kan få svårt att avyttra sina aktier efter en fusion.

Det svenska inträdet i den Europeiska unionen har på många lagområden inneburit en rad förändringar, i syfte att anpassa svenska lagar och regler med den europeiska unionens lagar och regler. Detta har också skett inom aktiebolagslagens område, bland annat har delar av minoritetsskyddet förändrats. Utöver det lagstadgade skyddet finns det inom detta område också ett antal rekommendationer, utformade av Näringslivets Börskommitté, som komplement till lagreglerna. Även dessa rekommendationer har på senare tid förändrats för att anpassas till en europeisk marknad. Utöver detta så pågår det inom Europeiska Unionen ett arbete med att ta fram direktiv inom detta område.³

1.2 Syfte och avgränsning

Tanken med denna uppsats är att närmare försöka beskriva det svenska minoritetsaktieägarskyddet vid fusioner och offentliga uppköpserbudanden. Jag kommer att behandla både den lagreglering som finns och den självreglering som finns. Mitt syfte är inte att göra en allmän översikt av minoritetsskyddet utan jag ämnar koncentrera mig på hur skyddet kan skilja på sig vid fusioner och offentliga uppköpserbudanden. Utöver detta kommer jag även att göra en komparativ studie av den svenska självregleringen och den engelska för att se vilka skillnader och likheter som finns mellan de två ländernas system.

Jag kommer att inledningsvis att beskriva det svenska regelverket och förklara de skillnader och likheter mellan lagreglerna och självregleringen som finns, för att sedan gå över till att beskriva det engelska systemet. Dessutom kommer jag att behandla den Europeiska Unionens regler inom området.

² O a a s. 4.

³ Kommissionens förslag till ett trettonde bolagsdirektiv rörande offentliga uppköpserbudanden.

1.3 Problempresentation - frågeställningar

Inledningsvis konstaterades ett antal situationer där en aktieägarminoritet kan hamna i trångmål. Med detta i minnet kan man då ställa sig frågan om det behövs en reglering för att specifikt skydda minoritetsaktieägare. I så fall, hur kan man uppnå en balans mellan minoritetsaktieägarnas och majoritetsaktieägarnas intressen. Om majoriteten har för stor makt och bestämmanderätt kan, som det nämndes i början av uppsatsen, minoriteten lätt hamna i trångmål. Något som kan innebära att tillgången på riskkapital minskas och tillväxten i landet hämmas. Om minoritetsaktieägarna däremot ges ett för stort inflytande skulle de lätt kunna utnyttja situationen till sin egen fördel, och åsidosätta företagets bästa framför ett eget utomliggande intresse. Med detta i åtanke kan man konstatera att det behövs en balans och en avvägning mellan majoritetens och minoritetens intressen för att företagen skall fungera. Hur kan då en sådan balans uppnås, där minoriteten har ett intresse av att investera i företagen, utan att man för den skull ger minoriteten för mycket makt i relation till dess insats? För att undersöka detta kan man titta på hur olika rättssystem valt att reglera minoritetsskyddet för att uppnå en tillfredsställande balans.

Särskilt intressant ter sig ovan nämnda balans och avvägning vid s.k. offentliga uppköpserbjudanden och fusioner, eftersom minoriteten vid dessa tillfällen är specifikt utsatta för att deras intressen kan komma att åsidosättas. Vid offentliga uppköpserbjudanden och fusioner har minoriteten knappast något inflytande att påverka de beslut som ligger till grund för fusionen eller accepten av det offentliga erbjudandet och således ingen reell möjlighet att tillvarata sina intressen. Minoritetsskyddsregler blir då det enda egentliga skyddsnät som minoriteten har att tillgå.

Hur ser då minoritetsskyddet ut? Vilka principer baseras det på? Hur har olika rättssystem skapat ovan nämnda skyddsnät vid offentliga uppköpserbjudanden och fusioner, för att man på bästa sätt tar tillvara på både majoritets- och minoritetsaktieägarnas intressen? Vilka likheter och olikheter kan man finna i olika system? För att ta reda på detta har jag valt att titta närmare dels på den svenska regleringen och dels på det brittiska systemet.

Efter att ha undersökt dessa två rättssystem kommer jag också att undersöka hur man inom EU behandlar och reglerar minoritetsaktieägarnas intressen vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden. I samband med detta tar jag upp förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv.

1.4 Metod och disposition

Jag har valt att i min uppsats använda mig av en komparativ metod för att kunna skapa en djupare förståelse för ämnet och olika inställningar till detta. En komparativ metod kan vara fördelaktig på så sätt att man kan dra slutsatser genom att jämföra olika erfarenheter i olika rättssystem. En komparativ medvetenhet kan också bidra till en förståelse för de harmoniseringssträvanden som skapar de framtida skydds- och lagregleringarna. Man kan också genom en komparativ studie försöka fastställa gemensamma underliggande principer.

Jag har valt att i min uppsats inleda med att beskriva vad minoritetsskyddsregler är, vad de syftar till, samt olika former av sådana regler. Jag kommer också i detta sammanhang att beskriva vad begrepp som fusion och offentliga uppköpserbjudanden innebär och de minoritetsintressen som kan förekomma vid sådana förfaranden.

Jag kommer sedan att gå vidare med en genomgång av den svenska minoritetsskyddsregleringen. Denna kommer bland annat att innehålla en historisk överblick samt behandla nuvarande reglering, bestående dels av den svenska lagregleringen och dels den svenska självregleringen. Jag kommer också under detta avsnitt behandla olika sanktionsmöjligheter som följer av regleringarna och som syftar till att upprätthålla dessa. Min undersökning av de svenska minoritetsskyddsreglerna har jag till största delen baserat på doktrin, men jag har också gått igenom ett par rättsfall för att närmare studera de principer som ligger bakom regleringarna. Utöver detta har jag också gått igenom de förarbeten som finns avseende ämnet.

Efter genomgången av det svenska minoritetsaktieägarskyddet kommer jag övergå till att behandla det minoritetsaktieägarskydd som finns i Storbritannien. Under detta avsnitt kommer jag att koncentrera mig på de minoritetsskyddsbestämmelser som upptas i The City Code on Take-Overs and Mergers. En anledning till att jag valde att ta upp den brittiska självregleringen är att den svenska självregleringen till stora delar härstammar från den brittiska självregleringen. Även denna undersökning av det brittiska minoritetsaktieägarskyddet baseras på doktrin.

Efter att ha tittat på det svenska och det brittiska minoritetsaktieägarskyddet kommer jag i det följande avsnittet att försöka ge en överblick av det EG-rättsliga minoritetsaktieägarskyddet. Till största delen kommer denna överblick att bestå av en genomgång av det förslag till ett trettonde bolagsdirektiv som tagits fram, men jag kommer även att kort ta upp EG:s tredje bolagsdirektiv det så kallade Fusionsdirektivet.

Avslutningsvis kommer jag att genom en sammanfattning beskriva de slutsatser man kan dra mot bakgrund av en jämförelse av de olika systemens minoritetsskyddsreglering.

2 Minoritetsskyddsregler

2.1 Vad är det

Som jag nämnde tidigare ligger makten i aktiebolaget hos bolagsstämman, och eftersom besluten fattas genom majoritetsbeslut har minoriteten följaktligen väldigt lite att säga till om, framförallt vad gäller avgörande beslut, såsom tillsättandet av den operativa ledningen. Det är just detta faktum, att minoriteten utan hjälpande lagregler som begränsar majoritetens makt lämnas oskyddad gentemot majoritetens eventuella godtycke, som har gjort att lagstiftaren ansett det nödvändigt att skydda minoriteten. Syftet med minoritetsaktieägarskyddsregler är således att skydda minoriteten mot majoritetens maktmissbruk.

Detta maktmissbruk kan ske genom de mest fantasifulla former. Det tycks finnas hos majoritetsägare en aldrig sinande ström av olika idéer om hur de skall berika sig på minoritetens bekostnad. Som exempel kan följande scenario nämnas. Ett moderbolag (Aktiebolaget A) har ett av AB A inte helägt dotterbolag (Aktiebolag B). AB B är underleverantör till AB A utav en produkt. AB A låter nu AB B sälja hela sin tillverkning till AB A till självkostnadspris. På detta sätt så flyttas den vinst som skulle ha uppstått i AB B och kommit dess aktieminoritet tillgodo över till AB A och tillfaller på så sätt dess ägare. Ett annat exempel kan vara; Aktiebolaget C vars VD, som också är bolagets majoritets ägare, låter bolaget betala honom en lön som motsvarar hela den vinst som bolaget skulle ha gjort. På detta sätt får minoriteten inte någon del i överskottet som skulle ha uppstått i bolaget.

Dessa exempel visar hur viktigt det är för en minoritetsaktieägare att kunna utöva visst inflytande och insyn i bolagets förvaltning. Det är också viktigt att kunna tillgripa sanktionsmöjligheter vid majoritetens eventuella missbruk. Utan sådana reella sanktionsmöjligheter är minoritetens inflytande och insyn bara en "papperstiger". Minoritetsskyddsreglerna avser att tillhandahålla minoriteten dessa möjligheter. Men å andra sidan om minoriteten ges samma rättigheter som majoriteten har så kan det lamslå bolagets verksamhet om minoriteten väljer att utnyttja reglerna för egen vinning, något som måste undvikas.

Utän dessa skyddsregler så skulle med stor sannolikhet de flesta tänkbara investerare som inte kan uppnå ett majoritetsinnehav av aktier i bolaget som de tänkt investera i att avstå från investeringen. Den huvudsakliga anledningen till att minoritetsaktieägarskyddet har uppkommit är alltså att staten har funnit det nödvändigt att ge aktieminoriteten en dräglig ställning i aktiebolaget. Detta för att öka den aktieplacerande allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Denna skulle annars tveka att investera i ett bolag där man endast blir minoritetsaktieägare, eftersom det då skulle bli en alltför riskabel investering. På detta sätt gör man det mer attraktivt att investera i aktier och ger bolagen en bättre tillgång till riskkapital.

2.1.1 Positiva och negativa minoritetsrättigheter

Minoritetsskyddsreglerna går att dela upp i positiva och negativa rättigheter. De positiva rättigheterna ger minoriteten i bolaget en möjlighet till ett aktivt handlande. Till exempel äger, enligt svensk rätt, en minoritet rätt att påkalla inlösen av deras aktier, om deras aktier kan lösas in av majoritetsägaren.⁴ Här kan det dock uppstå ett problem för minoritetsaktieägarna

⁴ ABL 14 kap. 31 § st. 1.

eftersom aktiebolagslagens positiva minoritetsskyddsregler bygger på ett innehav av en viss kapitalandel utav samtliga aktier i bolaget. Om minoritetsaktieägarna inte kommer upp i den tiondel av samtliga aktier i bolaget som aktiebolagslagen föreskriver så hamnar de i just den situation som skyddsreglerna skulle ta dem ur. Att minoriteten innehar mer än tio procent av röstetalet hjälper dem föga. Detta problem tog aktiebolagskommittén upp i sitt delbetänkande SOU 1997:22 och föreslog samtidigt att kravet på röstandelsinnehavet skulle slopas⁵, något som inte ännu har gjorts.

De negativa minoritetsrättigheterna ger, i motsats till de positiva rättigheterna, inte någon sådan rätt att aktivt kräva något. De innebär istället t ex att en bolagsstämmas beslut, om godkännande av en fusionsplan, för att vara giltigt måste ha ... "biträtts av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna."⁶

2.2 Lagreglering kontra självreglering

Vad är egentligen ett aktiebolag? I grunden är ett aktiebolag ett avtal om samarbete mellan flera parter. Detta samarbetsavtal kommer till uttryck i aktiebolagets bolagsordning. Delägarna har endast begränsad avtalsfrihet, på grund av att ABL till stor del består av tvingande lagregler. En anledning till att det finns tvingande lagregler är att det har visat sig nödvändigt med sådana för att aktiebolaget skall vara fullt användbart som samarbetsform. Exempel på sådana tvingande lagregler är minoritetsskyddsreglerna som har tillkommit för att skydda minoriteten från majoritetens maktmissbruk. Lagreglerna är således tänkta att skydda den enskilde minoritetsaktieägaren och/eller minoritetsaktieägarkollektivet. Utan dessa minoritetsskyddsregler skulle, såsom tidigare nämnts, investerare dra sig för att investera i aktiebolag där man hamnar i minoritetsställning, eftersom de då skulle få en alltför svag ställning. Detta skulle i sin tur innebära, att näringslivet skulle få det svårt att få tag i riskkapital, vilket är till skada för näringslivet. Aktiebolaget som bolagsform skulle få minskad betydelse. Lagregleringen syftar på så sätt också till att upprätthålla och stärka det enskilda aktiebolagets existens och fortlevnad.

De regler som finns till för att skydda aktieminoriteten står dock inte endast att finna i lagregler. På de flesta aktiemarknader i Europa så har det vuxit fram ett regelsystem med etiska handlingsregler. Ofta har dessa regler kommit till genom att staten har hotat med strängare lagreglering⁷, då den menat att vissa beteenden på aktiemarknaden har varit stötande och att dessa beteenden har riskerat att minska allmänhetens förtroende för marknaden. Marknadens aktörer har då skapat regler och kontrollorgan för att få bort dessa beteenden från aktiemarknaden. Man kan därför säga att självregleringen riktar in sig på att upprätthålla och skydda aktiemarknaden som företeelse. Det är av vikt att aktiebolagen sinsemellan upprätthåller och tillvaratar vissa skyddsvärda intressen och etiska värden, för att få till stånd en väl fungerande aktiemarknad. Ett särskilt skyddsbehov finns för minoritetsaktieägare då aktiemarknaden är beroende av att alla investerare riskerar sitt kapital på lika villkor. Självregleringen innehåller därför skyddsregler för minoritetsaktieägarna för att på så sätt upprätthålla och skydda aktiemarknaden.

⁵ Aktiebolagets kapital, SOU 1997:22, delbetänkande av aktiebolagskommittén, s. 258 ff.

⁶ ABL 14 kap. 11 § st. 1.

⁷ Ett exempel på detta är Storbritannien, Weinberg & Blank [R16: May 1997] sec. 3-502. "The Code and the Panel were created (as were the earlier Notes and Amalgamations) in response to and following criticism in the press and in Parliament of the tactics of bidders and defenders in a number of prominent bid battles."

Sammanfattningsvis kan man konstatera att lagregleringen skyddar minoritetsaktieägarnas intressen för att bolaget skall kunna tillföras riskkapital, medan självregleringen skyddar minoritetsaktieägarna i syfte att kunna upprätthålla en fungerande aktiemarknad.

2.4 Fusion

”En fusion av aktiebolag innebär, att ett bolag upphör att existera i samband med att dess samtliga tillgångar och skulder övertas av ett annat aktiebolag.”⁸ EG: s tredje bolagsrättsliga direktiv, det så kallade fusionsdirektivet, innehåller bestämmelser om nationella fusioner mellan aktiebolag. I artiklarna 3 och 4 definieras de olika typerna av fusion, ”fusion genom förvärv” och ”fusion genom bildande av nytt bolag”⁹. Dessa regler har sedan implementerats i medlemsstaterna. I Sverige återfinns de olika varianterna i ABL 14 kap 1 § och kallas där absorption (fusion genom förvärv) och kombination (fusion genom bildande av nytt bolag).

Med fusion genom absorption menas att ett aktiebolag (det överlåtande) löses upp utan likvidation genom att det går upp i ett annat aktiebolag (det övertagande) varvid det övertagande aktiebolaget tar över samtliga tillgångar och skulder från det överlåtande aktiebolaget. Med fusion genom kombination menas att två eller flera överlåtande aktiebolag bildar ett nytt övertagande aktiebolag som övertar samtliga deras tillgångar och skulder. Som fusionsvederlag får lämnas pengar eller aktier i det övertagande aktiebolaget. Minoritetsskyddsregler rörande fusioner återfinns i ABL. Dessa beskrivs närmare under kapitel 3.2.

2.4 Offentliga uppköpserbudanden

I dagligt tal är det vanligt att man kallar en så kallad ”take-over”, där ett aktiebolag köper aktiemajoriteten i ett annat aktiebolag, för fusion. Detta även fast bolagen inte avslutat koncernbildningen med en fusion i juridisk mening. Med en ”take-over” menas att en juridisk eller fysisk person, tar över kontrollen av ett aktiebolag genom att köpa aktier i detta aktiebolag, i tillräcklig mängd för att få nödvändig kontroll över bolaget, utan att genomföra en fusion. Sätten en ”take-over” kan ske på är många, t ex genom offentligt uppköpserbudande, köp av aktier över börsen eller köp av enskilda kontrollposter. I uppsatsen kommer jag, som jag nämnt tidigare att koncentrera mig på minoritetsskyddet kring offentliga uppköpserbudanden.

Vad menas då med kontroll över ett bolag och när uppnås denna kontroll? Med kontroll över ett aktiebolag menas att man äger tillräckligt många aktier i bolaget för att kunna styra bolagets handlande, direkt eller indirekt. Gränsen för när kontroll uppnås varierar från bolag till bolag, i ett bolag med många ägare så kan effektiv kontroll över bolaget uppnås vid ett aktieinnehav som motsvarar mindre än hälften utav aktierna, i andra bolag med få ägare kan det krävas att man äger mer än 50 procent. Om man tittar i NBK: s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (NBK/OE 2003) så anses denna brytpunkt, för effektiv kontroll av aktiebolaget, i Sverige, ligga vid cirka 40 procent av det totala antalet röster i bolaget. I Storbritannien anses brytpunkten ligga vid 30 procent¹⁰.

⁸ Rodhe, Knut, Aktiebolagsrätt, s.284, 18:e upplagan 1999.

⁹ Rådets tredje direktiv av den 9 oktober 1978 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om fusioner av aktiebolag (78/855/EEG), artikel 3 och 4.

¹⁰ The City Code on Take-Overs and Mergers, rule 9.1. Se kapitel 4.3.2.1.

Take-overs kan ske antingen med bolagsledningens (i målbolaget) godkännande, en så kallad ”friendly take-over” eller genom en så kallad ”hostile take-over” där bolagsledningen (i målbolaget) är fientligt sinnad till affären. Minoritetsskyddsregler rörande offentliga uppköpserbjudanden återfinns i NBK/OE 1999. Dessa beskrivs närmare under kapitel 3.5.

2.4 Vad står bakom valet?

Vilka motiv kan en uppköpare av ett aktiebolag ha när den lämnar ett offentligt uppköpserbjudande eller förhandlar fram en fusion där den är det övertagande bolaget? Vid valet av uppköpsmetod är det många faktorer som spelar in, bland annat vilka regler som man måste ta hänsyn till, lagregler eller andra börsetiska regler. Att i denna uppsats försöka att utförligt beskriva vilka motiv som kan ligga bakom ett företagsuppköp är inte min avsikt utan jag skall istället försöka beskriva lite översiktligt vilka motiv som kan ligga bakom detta.

För att generalisera det hela kan man säga att det övergripande motivet för köparen oftast är att uppnå kontroll över bolaget. Tidpunkten när man uppnår kontroll över ett aktiebolag varierar från bolag till bolag, dels beroende på hur ägarspridningen ser ut dels beroende på vad köparen har för avsikt med sitt köp av aktier i bolaget. Ibland kan det för en köpare räcka med att han uppnår en aktiepost som är så stor att han t ex erhåller en styrelsepost, ibland kan det krävas köp av betydligt större aktieposter.

Ett vanligt motiv till köp av ett annat bolag och som det ofta talas om vid stora företagssammanslagningar är synergieffekter eller ökad effektivisering. Vad det handlar om då är ofta att ett bolag köper upp ett annat bolag inom samma verksamhetsområde för att på detta sätt uppnå rationaliseringseffekter. Ett väldigt bra exempel på detta är bilindustrin där alla jagar en partner för att inte själva bli uppköpta av någon större, t ex Volvos köp av Renaults lastbilstillverkning.¹¹ Ett annat motiv kan vara att bolagsledningen vill säkra sin egen ställning.

Många gånger kan det vara bra för köparen att låta bli att fusionera bolagen och låta målbolaget fortsätta att producera varor under ett väl inarbetat varunamn. Ta till exempel Fords köp av Volvo personvagnar, där skulle Ford troligen bara förlora på att sätta sitt emblem på Volvobilarna och kalla dem för Ford.

Oavsett vilket/vilka motiv som ligger bakom en fusion eller ett offentligt uppköpserbjudande, har minoriteten vid dessa maktskiften ett särskilt stort skyddsbehov vad gäller inflytande och insyn för att på bästa sätt kunna bevaka och skydda sina investeringar.

¹¹ I media sägs det populärt att Volvo fusionerat sig med Renault, något som juridiskt sett inte stämmer eftersom det snarare är fråga om ett bildande av en koncern.

3 Sveriges minoritetsaktieägar skyddsregler

3.1 Inledning

Som jag nämnde tidigare så är min avsikt att försöka beskriva och jämföra de olika svenska regelsystemen och dess regler samt även göra en jämförelse med Storbritannien och de regler som finns där. I Sverige är minoriteten, vid fusioner och offentliga uppköpserbudanden, skyddad både genom lag och genom självreglering. Lagreglerna täcker i Sverige upp fusioner men reglerar inte offentliga uppköpserbudanden, det gör istället NBK/OE 1999 som i sin tur inte reglerar fusioner. Det finns i ABL ett antal minoritetsaktieägar skyddsregler som inte direkt berör fusioner och som jag därför inte kommer att behandla i denna uppsats. Dessa regler ger aktieägar minoriteten till exempel, rätt att diktera beslut på bolagsstämman, hindra beslut på bolagsstämman, vidare finns ett förbud mot bolagsstämmobeslut som står i strid med bolagets vinstsyfte. Detta förbud omfattar även bolagets styrelse som inte får använda bolagets tillgångar i strid med bolagets vinstsyfte.

3.2 Den bolagsrättsliga likhetsprincipen

Den så kallade likhetsprincipen är ett grundläggande skydd för aktieägarna. Den återfinns i 3 kap 1 § 1 st. ABL, ”alla aktier har lika rätt i bolaget...”. Denna regel innebär att alla aktier i ett bolag har samma rättigheter gentemot bolaget och varken *bolagsstämman* eller något *annat av bolagets organ* får fatta beslut som avviker från den rättighet som följer med aktien. Från denna grundregel får dock vissa undantag göras, ingen aktie får dock berövas rätten att rösta på bolagsstämman.¹² Principen finns även intagen i EG: s andra bolagsdirektiv 77/91/EEG artikel 42. ”[A]ktieägare i samma ställning skall behandlas lika.”

Principen om likabehandling av aktieägare kodifierades i och med införandet utav 1944 års aktiebolagslag. Principen arbetades in i 76 § 2 st. ABL en så kallad ”generalklausul”.¹³ Detta innebar att en aktieägare nu kunde klandra ett stämmobeslut om fusion som formellt var likabehandlande, men som i praktiken inte var det, inför domstol. Detta var inte möjligt innan kodifieringen utav principen om likabehandling av aktieägare.

Utöver denna bestämmelse, 3 kap 1 § ABL, finns det ytterligare två bestämmelser ABL som får anses ge uttryck för likhetsprincipen. Dessa bestämmelser är de två generalklausulerna 8 kap 34 § samt 9 kap 37 § ABL. Enligt dessa paragrafer får inte ett bolagsorgan fatta beslut, företa rättshandlingar eller andra åtgärder som är ägnade att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan, till nackdel för bolaget eller annan aktieägare.

Åsikterna om likhetsprincipen och dess förhållande till generalklausulerna i ABL varierar inom den juridiska litteraturen och att redogöra för dem är inte syftet med denna uppsats. För att sammanfatta det hela kan man dock säga att de har samma syfte, nämligen att skapa ett generellt skydd för aktieägarna och då framförallt minoriteten, med tanke på de fall där likabehandlingen är formellt iakttagen men reellt åsidosatt.

¹² 3 kap 1 § 2 st. ABL

¹³ Den fick följande lydelse: ”*Bolagsstämma må ej heller, med mindre än annat följer av vad i denna lag eller bolagsordning är stadgat, besluta om sådan användning av bolagets tillgångar eller eljest om sådan åtgärd, att uppenbarligen fördel beredes vissa aktieägare till nackdel för bolaget eller övriga aktieägare.*”

3.3 Fusioner – lagregler

Som jag beskrev tidigare behandlar aktiebolagslagen två former utav fusion nämligen absorption och kombination. Utav dessa två fusionsformer är det nästan uteslutande absorption som används i praktiken. Vad det då handlar om är när ett helägt dotterbolag går upp i moderbolaget. Vid vilka tillfällen kan det då uppstå minoritetsskyddsproblem?

Det är inte vid alla typer utav fusioner som det kan uppstå minoritetsskyddsproblem. Vid till exempel fusion mellan moderbolag och helägt dotterbolag uppstår inga minoritetsproblem eftersom det vid den typen utav fusioner inte förekommer något fusionsvederlag.¹⁴ Anledningen till att det vid denna typ av fusioner inte förekommer något fusionsvederlag är att moderbolaget redan äger samtliga aktier i dotterbolaget och att fusionen därmed kan ske genom ett förenklat förfarande. Fusion genom förenklat förfarande regleras i 14 kap 22-29 § § ABL. Kvar finns då fusion genom absorption, vid andra tillfällen än det ovan nämnda och fusion genom kombination där det kan uppstå minoritetsproblem. Dessa typer av fusioner är dock mycket sällsynta och används nästan aldrig i praktiken.¹⁵ Just detta att det inte förekommer så många andra fusioner i Sverige än sådana som kan genomföras med ett förenklat förfarande gör att fusioner i doktrin ibland beskrivs som en strukturell åtgärd i en redan etablerad koncern.¹⁶

När det gäller fusioner så hittar man minoritetsaktieägar skyddet, som jag nämnde tidigare, i ABL och då närmare bestämt i kapitel 14 och paragraferna 10, 11 och 31. Dessa behandlar underställande av fusionsplan, godkännande av fusionsplan, samt utlösning av minoriteten. Fusionsplanen kallades tidigare för ”avtal om fusion”, och i fusionsplanen skall det, enligt 14 kap. 6 § ABL, lämnas en redogörelse för de omständigheter som kan vara av vikt för bedömningen av fusionens lämplighet för bolagen. I 14 kap. 4 § ABL beskrivs utförligare vad som fusionsplanen skall innehålla. Vidare skall fusionsplanen granskas av bolagens revisorer, 14 kap. 7 § ABL.

3.3.1 Fusionsplanens underställande av bolagsstämma

14 kap 10 § ABL behandlar minoritetsaktieägarnas rätt till deltagande vid godkännande av fusionsplanen. Av denna paragraf framgår att fusionsplanen skall underställas bolagsstämman. Att fusionsplanen skall underställas bolagsstämman ses som en självklarhet när det gäller det överlåtande bolaget, men det är inte lika självklart när det gäller det övertagande bolaget. För minoritetsaktieägarna är det viktigt att fusionsplanen underställs bolagsstämman så att de har möjlighet att vara med att påverka fusionen i den omfattning de kan.

När det gäller det övertagande bolaget vid absorption är den outtalade huvudregeln, att beslut om godkännande av fusionsplanen kan fattas av styrelsen. Men om ägare till fem procent av

¹⁴ Rodhe, Knut, Aktiebolagsrätt, s. 286, 18: e upplagan 1999. ”Om en fusion skall ske så, att ett helägt dotterbolag införlivas med moderbolaget, kan detta ske genom ett förenklat förfarande, som regleras i 14 kap. 22 – 29 § §. Förenklingen ligger främst däri, att man inte behöver begära samtycke av aktieägare i dotterbolaget och att något fusionsvederlag inte kommer ifråga.”

¹⁵ A a s 286. ”Fusion mellan moderbolag och helägt dotterbolag förekommer inte sällan, närmast som en >>städningsåtgärd>> inom ramen för en koncernbildning. Fusion av annat slag är mycket sällsynt. Man nöjer sig alltså med i dessa fall med att sammanföra företag till en koncern och fullföljer inte sammanförningen med en formell fusion.”

¹⁶ Samuelsson, Per, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 236. Andra upplagan 1998. ”En fusion kan därför beskrivas som en strukturell åtgärd i en redan etablerad koncern.”

samtliga aktier i det övertagande bolaget begär det, skall fusionsplanen underställas bolagsstämman även i detta bolag.¹⁷ Om fusionsplanen inte godkänns i sin helhet av samtliga bolag, är frågan om fusion förfallen.

Innan Sverige gick med i Europeiska Unionen fanns denna regel inte med i ABL, utan lagstiftaren ansåg att de vanliga skyddsreglerna i ABL, om t ex ändring av bolagsordningen eller beslut om nyemission, var skydd nog för minoriteten i det övertagande bolaget.¹⁸ Men enligt gällande EG-rätt, artikel 7 i det tredje bolagsdirektivet, (fusionsdirektivet), så måste fusionsplanen godkännas av bolagsstämman i samtliga fusionerande bolag. Denna regel modifieras dock något utav artikel 8 i fusionsdirektivet, som säger att det är först om en aktieägarminoritet om minst 5 procent i det övertagande bolaget begär det som frågan om fusionsplanens godkännande behöver prövas på bolagsstämman. I och med Sveriges medlemskap i EU har dessa regler implementerats i ABL och minoriteten i det övertagande bolaget kan nu begära att fusionsplanens godkännande underställs bolagsstämman. Detta är en liten förbättring för minoriteten i det övertagande bolaget, eftersom bolaget trots allt övertar det överlåtande bolagets förpliktelser, något om inte är helt riskfritt.

3.3.2 Godkännande av fusionsplanen

14 kap 11 § ABL redogör för vilka olika majoritetspluraliteter som gäller vid bolagsstämmans godkännande av fusionsplanen, vid olika typer utav situationer.

3.3.2.1 Historisk överblick

Majoritetsreglerna rörande beslut om godkännande av fusionsplan har under åren varierat något. Enligt 175 § i 1944 års Aktiebolagslag blev ett beslut om godkännande av fusionsavtalet giltigt endast om det biträtts av samtliga aktieägare. Ett något strängt krav kan tyckas. Därför fanns det ytterligare en möjlighet för godkännande utav fusionsavtalet, nämligen att beslutet om godkännande av fusionsavtalet tagits på två av varandra följande bolagsstämmor. Majoritetskravet på dessa beslut var olika, på den första av stämmorna räckte det med enkel majoritet, men på den senare av de två fordrades det att beslutet biträtts av minst två tredjedelar av samtliga röstande företrädande tre fjärdedelar av det på stämman representerade aktiekapitalet.

Då dessa majoritetskrav ansågs vara för stränga ändrades kraven i och med införandet av 1975 års aktiebolagslag. Vad som hände vara att man tog bort kraven på kvalificerad majoritet ur lagen. Detta innebar att inga särskilda majoritetskrav fanns kvar och beslut om godkännande av fusionsplan kunde fattas med enkel majoritet. Möjlighet fanns dock att stadga om krav på högre majoritet i bolagsordningen.

¹⁷ ABL 14 kap 10 § 2 st.

¹⁸ Rodhe, Knut, Aktiebolagsrätt, s. 274, 12: e upplagan 1985. "Lagstiftaren har däremot inte särskilt bekymrat sig om att skydda det övertagande bolagets fordringsägare eller en ev. minoritet i detta. Från det övertagande bolagets synpunkt är fusionen blott en affärstransaktion som många andra, och det anses tillräckligt med de vanliga skyddsreglerna."

3.3.2.2 Nuvarande lagregler

Sveriges medlemskap i Europeiska Unionen innebar dock att dessa regler måste ses över och ändras, eftersom fusionsdirektivet ställde mer långtgående majoritetskrav för godkännande av fusionsplanen. Huvudregeln i 11 § 1 st. ABL, baseras på artikel 7 i fusionsdirektivet och liksom i direktivet måste bolagsstämmans beslut om godkännande av fusionsplanen ha biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna. Detta stämmer väl överens med majoritetskravet för ändring av bolagsordningen.¹⁹ Huvudregeln gäller under förutsättning att godkännandet av fusionsplanen inte ändrar rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier. Om detta sker så gäller istället pluralitetsreglerna i 11 § 3 st. ABL, se nedan.

Stycke två i elfte paragrafen (11 § 2 st. ABL) har tillkommit för att förhindra att de särskilda majoritetsreglerna, när det gäller byte av bolagskategori från publikt aktiebolag till privat aktiebolag, i 17 kap 2 § ABL²⁰ kringgås. Ett sådant kringgående av dessa regler skulle kunna ske genom en *fusion* där det överlåtande aktiebolaget är ett *publikt aktiebolag* och det övertagande aktiebolaget är ett *privat aktiebolag*. Därför måste bolagsstämmans beslut, i det överlåtande publika bolaget, för att vara giltigt ha biträtts av samtliga på stämman närvarande aktieägare företrädande nio tiondelar av aktierna.

En anledning till att lagstiftaren vill göra det svårt för ett aktiebolag att byta bolagskategori från ett publikt aktiebolag till ett privat aktiebolag är att det kan få långtgående negativa konsekvenser för aktieägarna. Problem som kan uppstå för en aktieägare vid ett byte av bolagskategori är till exempel att han kan få det svårare att erhålla korrekt information från bolaget om bolaget. Detta beror på att publika bolag har större krav på sig när det gäller informationen till aktieägarna. Ett annat problem kan vara att en aktieägare har köpt sina aktier på börsen eller en annan auktoriserad marknadsplats och nu efter bytet av bolagskategori kan hamna i svårigheter med att avyttra dem, eftersom han nu inte kan sälja aktierna över börsen eller en annan auktoriserad marknadsplats.

Av 11 § 3 st. ABL framgår att det ställs särskilda pluralitetskrav för godkännande av fusionsplanen, utifall att denna rubbar förhållandet mellan redan utgivna aktier. Om detta skulle ske finns det i tredje stycket bestämmelser om krav på särskild kvalificerad majoritet. Pluralitetskraven motsvarar de som finns i 9 kap 31 § ABL²¹, nämligen att fusionsplanen måste, för att godkännas, ha biträtts av samtliga vid stämman närvarande aktieägare företrädande nio tiondelar av aktierna. Från detta särskilda pluralitetskrav har två undantag stadgats. För det första, om den planerade fusionen endast försämrar viss eller vissa aktiers rätt, måste samtliga vid stämman närvarande ägare av dessa aktier, företrädande nio tiondelar av alla sålunda berörda aktier godkänna fusionsplanen. För det andra, om den planerade fusionen försämrar ett helt aktieslags rätt, måste ägare till hälften av alla aktier av detta slag och nio tiondelar av de på stämman företrädda aktierna av detta slag godkänna fusionsplanen. Om förutsättningarna i respektive undantag är uppfyllda skall dessutom beslutet om fusionsplanens godkännande biträdas av aktieägare med två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de på stämman företrädda aktierna, för att det skall vara giltigt.

¹⁹ ABL 9 kap 30§.

²⁰ ABL 17 kap 2§ 1st.

²¹ ABL 9 kap 31§.

3.3.3 Rätt till inlösen av aktier

I 14 kap 31 § ABL återfinns en bestämmelse som ger minoriteten en rätt att begära att majoriteten löser in deras aktier vid specifika situationer. Denna paragraf (14 kap 31 §) är emellertid inte den enda i ABL som behandlar minoritetens rätt till inlösen av aktier. 13 kap 3 § och 15 kap 4 § ABL tar upp särskilda situationer av missbrukskaraktär där inlösen kan begäras. Dessa två bestämmelser kommer jag att behandla närmare lite senare i denna uppsats, närmare bestämt under kapitel 3.2.4 om sanktioner.

Tanken med 14 kap 31 § ABL var från början att underlätta fusioner mellan moderbolag och dotterbolag, varför moderbolaget gavs en rätt att begära inlösen av minoritetens aktier i dotterbolaget. Syftet med att ge minoriteten rätt att begära att majoriteten skall lösa ut minoriteten har att göra med att de fall där minoritetens aktieinnehav är så litet att de inte kan utnyttja de minoritetsskyddsregler²² som finns i ABL, eftersom dessa kräver ett visst (större) aktieinnehav för att kunna utnyttjas. En följd av att de inte kan utnyttja minoritetsskyddsreglerna i ABL skulle kunna vara att deras aktier blir i det närmaste osäljbara. Denna paragraf ger dem därför en sista möjlighet att dra sig ur bolaget när de inte kan avyttra sina aktier på något annat sätt.

Paragrafen ger minoriteten rätt att kräva att moderbolaget löser in deras aktier, dock under förutsättning att moderbolaget kan kräva att få lösa in dessa aktier. För att detta skall kunna ske måste dock moderbolaget själv eller tillsammans med dotterföretag äga mer än nio tiondelar av aktierna med mer än nio tiondelar av rösterna för samtliga aktier i bolaget i fråga. Om så är fallet innebär det att en rad minoritetsrättigheter inte kan användas utav minoriteten. En annan förutsättning för att minoriteten skall kunna begära tvångsinlösen av sina aktier är att moderföretaget lyder under ABL, vilket innebär att endast svenska aktiebolag omfattas av paragrafen.

Bestämmelsen innebär alltså att en minoritet, som äger mindre än en tiondel av aktierna med mindre än en tiondel av röstetalet för samtliga aktier i ett bolag, har rätt att begära att *moderbolaget* löser in deras aktier. Enligt 1 kap 5 § ABL så måste ett moderbolag vara ett aktiebolag om dotterbolaget är ett aktiebolag. En fråga som man då kan ställa sig är vad som händer om majoritetsägaren inte är ett aktiebolag utan en fysisk person eller någon annan typ av juridisk person. Enligt paragrafens nuvarande lydelse så kan minoriteten endast begära inlösen om det är fråga om ett svenskt aktiebolag som innehar den i paragrafen åsyftade majoriteten. Detta innebär därför att minoriteten inte kan komma ur sin problematiska situation genom tillämpning av detta lagrum, i de fall majoritetsaktieägaren inte är ett sådant bolag.

Ytterligare en fråga man kan ställa sig då är vad som händer om bolaget kommer från ett land inom Europeiska Unionen t.ex. Storbritannien, och på så sätt inte lyder under ABL. Andersson, Johansson och Skog berör detta problem i sin kommentar till ABL och kommer där fram till att moderbolag hemmahörande i annan medlemsstat inte torde kunna diskrimineras, eftersom EG-rätten inte tillåter att man diskriminerar rättssubjekt från en annan medlemsstat.²³ En följd av detta är att ett moderbolag hemmahörande i t.ex. Storbritannien

²² Exempel på minoritetsskyddsregler som blir oanvändbara för minoriteten är, 12 kap. 3 § 2 st. om påfordran utav vinstutdelning, 13 kap. 3 § om tvångslikvidation eller 15 kap. 5 § om skadeståndstalan för bolagets räkning mot styrelsen.

²³ Andersson, Johansson och Skog: Aktiebolagslagen, 10-19 kap. En kommentar. Del II, Supplement 2, mars 2003, "EG-rättens krav på att inte diskriminera rättssubjekt hemmahörande i en annan medlemsstat torde

kan kräva inlösen av minoritetens aktieinnehav medan minoriteten i sin tur inte kan kräva att moderbolaget löser in deras aktieinnehav eftersom EG-rätten inte ger minoriteten rätt att kräva inlösen av sitt aktieinnehav. Se dock kap. 5.3.2.6 om EU:s förslag till trettonde bolagsdirektiv avseende offentliga uppköpserbjudanden.

Minoriteten kan genom paragrafens lydelse även på ytterligare ett sätt hamna utanför dess räckvidd. Enligt paragrafen måste majoritetens innehav uppgå till mer än nio tiondelar av både kapitalet och röstetalet och det är där som problemet uppstår. Det är nämligen så att ABL:s minoritetsskyddsregler (positiva) baseras på att minoriteten äger en tiondel av bolagets samtliga aktier. Detta innebär att om minoritetens aktieinnehav inte uppgår till en tiondel av kapitalet samtidigt som deras aktieinnehav uppgår till mer än en tiondel av rösterna, får inte minoriteten någon hjälp av minoritetsskyddsreglerna samtidigt som att deras möjligheter att begära tvångsinlösen försvinner.

Ovanstående problem har även uppmärksammats i aktiebolagskommitténs delbetänkande, "Aktiebolagets kapital" (SOU 1997:22). Där konstateras att en ändring av paragrafens innehåll, så att minoriteten kan begära tvångsinlösen i samtliga fall där en majoritetsägare uppnår en majoritetsställning på mer än nio tiondelar av bolagets aktiekapital, skulle "innebära en inte oväsentlig förstärkning av minoritetsskyddet i aktiebolagslagen, ...". Vad kommittén föreslår är med andra ord en lagändring som innebär att minoriteten skall kunna begära att majoriteten löser in deras aktier oavsett vad det är för typ av aktieägare (juridisk eller fysisk), oavsett vilket land denne kommer ifrån, så länge denne uppnår en majoritetsställning på mer än nio tiondelar av såväl aktier som röstetal i ett svenskt aktiebolag.

Vid tvist om huruvida rätt eller skyldighet till inlösen av aktierna föreligger skall tvisten lösas utav en skiljenämnd bestående av tre skiljemän, själva skiljeförfarandet skall följa vad som är föreskrivet i lagen (1999:116) om skiljeförfarande.

3.3.3.1 Värdering av aktier

När det gäller värderingen av minoritetsaktierna vid tvångsinlösen, så är det inte alltid som de olika parterna kommer överens om lösensumman. Hur man, vid en tvist om lösensumman, skall komma fram till en "riktig" lösensumma har historiskt sett inte varit en särskilt enkel procedur. Det är först i och med de två så kallade "Balken-målen"²⁴ som rättsläget klarnat. Vid värderingen utav aktierna som skall lösas in finns det två vägar att gå, huvudregeln och den så kallade särregeln.

Om man vid värderingen använder sig av huvudregeln skall lösenbeloppet för aktien bestämmas av aktiens värde vid värderingstidpunkten. När värderingstidpunkten inträffar var länge oklart, men i det så kallade Balken målet NJA 1992 s. 872 kom HD fram till att värderingstidpunkten inträffar vid tiden för begäran om tvistens prövning av skiljemän.²⁵ Hur avgörs då aktiens värde vid värderingstidpunkten? Är det aktiens del av företagets värde eller

emellertid innebära att ett bolag hemmahörande inom EU har möjlighet att tvångsinlösa aktier i ett svenskt dotterbolag på samma sätt och under samma förutsättningar som svenska moderbolag. ... EG-rättens inverkan innebär emellertid inte att minoritetsaktieägarna kan påkalla inlösen av utländsk majoritetsaktieägare."

²⁴ NJA 1992 s. 872, NJA 1996 s. 293.

²⁵ NJA 1992 s. 872. "Vid tvångsinlösen av minoritetsaktier har lösenbeloppet ansetts skola fastställas efter aktiernas värde vid tiden för begäran om tvistens prövning av skiljemän."

är det börskursen som avgör lösenbeloppet? I och med Balken –II målet fastslog HD att det var den enskilda aktiens verkliga värde som styrde lösenbeloppet och med aktiens riktiga värde menas aktiens marknadsvärde (börskurs).²⁶ Dessutom får det vid värderingen av minoritetsaktierna inte tas någon hänsyn till att de är minoritetsaktier.²⁷ Det avgörande för vad lösenbeloppet skall bli är alltså aktiens marknadsvärde, detta innebär dock inte att lösenbeloppet måste stämma överens med aktiens börskurs, utan lösenbeloppet skall baseras på börskursen.

När det gäller särregeln så skall den användas vid värderingen av lösenbeloppen om moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier, i målbolaget, genom en inbjudan till en vidare krets. Denna inbjudan är ofta i praktiken ett offentligt erbjudande om köp av aktier. Lösenbeloppet skall vid användande av särregeln överensstamma med det belopp som moderbolaget betalat för aktierna genom det offentliga erbjudandet. Regeln skall dock inte användas om särskilda skäl talar emot det.²⁸ Man kan fråga sig hur användningen av denna särregel kommer att se ut i framtiden i och med införandet av erbjudandeplikten, i NBK/OE,²⁹ eftersom budplikten tvingar det aktiebolag som genom ett offentligt erbjudande köper mer än 40 % av aktierna i målbolaget att lämna ett bud på samtliga aktier. En möjlighet är att införandet av budplikten medför en minskad användning av särregeln, antingen på grund av att moderbolaget inte kommer upp i det aktieinnehav som krävs för en tvångsinlösen eller att alla andra aktieägare accepterar budet. Möjligheten finns också att användningen av regeln kommer att öka, detta skulle kunna ske om moderbolaget inte lyckas köpa alla aktier genom budplikten men ändå tillräckligt många för att kunna genomföra en tvångsinlösen

3.3.4 Sanktioner

Vad händer då om bolagsstämman, styrelsen eller bolagets VD inte följer de lagar och regler som finns uppställda till skydd för aktieminoriteten, och denna lider skada av sådant åsidosättande? Minoriteten har genom ABL ett par sanktionsmöjligheter till förfogande gentemot den skadevållande.

3.3.4.1 Skadestånd

Som en första utväg kan man som minoritetsaktieägare vända sig till domstol och begära ersättning för skada enligt 15 kap 1, 3 § § ABL. Enligt 15 kap 1 § ABL är en styrelseledamot eller VD skyldig att ersätta skada som han uppsåtligen eller av oaktsamhet tillfogat en aktieägare, vid fullgörandet av sitt uppdrag. Enligt denna paragraf har alltså en aktieägare rätt till ersättning för skada som åsamkats honom. Först och främst är det skada som utgör en

²⁶ NJA 1996 s. 303. "De överväganden rörande innebörden av gällande rätt som nu har gjorts kan sammanfattas så att vid tvångsinlösen av minoritetsaktier aktiernas verkliga värde skall ersättas. Med verkliga värdet förstås att värderingen skall grundas på marknadspriset om aktien är noterad på börs"

²⁷ Prop. 1975:103 s. 533. "Att skiljemannen skall försöka fastställa ett verkligt ekonomiskt värde och inte något rent formellt som t ex aktiens nominella belopp är självklart. Eftersom bestämmelsen även är intetsägande därför att den i övrigt knappast ger någon ledning för lösenbeloppets bestämmande, har den inte tagits upp i utredningsförslaget eller departementsförslaget. Principerna för lösenbeloppets bestämmande bör lämpligen överlämnas till doktrin och rättspraxis. Jag vill dock framhålla att aktiernas värdering skall ske utan hänsyn till deras egenskap av minoritetsaktier (se NJA 1957 s 1)."

²⁸ NJA 1996 s. 300. "Om inte särskilda skäl föranleder annat skall minoritetsaktieägarna få detta pris som lösenbelopp."

²⁹ Närmare beskrivning av budplikten finns i kapitel 3.4.6 om budplikt.

direkt skada för aktieägaren som ersätts. Exempel på sådan direkt skada, som drabbar en aktieägare, kan vara att aktieägaren har köpt sina aktier på grundval av vissa uppgifter i bolagets årsredovisning. När det sedan visar sig att uppgifterna var felaktiga sjunker aktiekursen på bolagets aktier och aktieägaren lider direkt skada.

I viss mån ersätts även indirekta skador som drabbar en aktieägare. Med indirekt skada menas sådan skada som drabbar företaget och därigenom indirekt aktieägaren. Men det är endast i ett fåtal fall som en aktieägare har rätt till ersättning för indirekt skada. Enligt doktrin³⁰ kan aktieägaren få ersättning för indirekt skada endast om skadan uppkommit genom brott mot likhetsprincipen eller generalklausulen i 8 kap 13 § ABL. Vad det då handlar om är till exempel att bolaget ingått ett avtal med en aktieägare och på detta sätt otillbörligt gynnat honom på bolagets och övriga aktieägares bekostnad. Detta innebär att aktieägare inte har rätt till ersättning, för indirekt skada, när skadan drabbar alla aktieägare lika.

15 kap 3 § ABL stadgar att en aktieägare är skyldig att ersätta skada som han uppsåtligen eller av grov oaktsamhet tillfogat en annan aktieägare, bolaget eller annan genom att medverka till överträdelse av ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen. Vad gäller aktieägares skadeståndsskyldighet är den inte lika självklar som bolagsorganens skadeståndsskyldighet. En aktieägare som uppsåtligen eller genom grov vårdslöshet medverkar till beslut, om affärsmässigt olämpliga transaktioner, på bolagsstämman blir normalt inte skadeståndsskyldig. För skadeståndsskyldighet torde det krävas att aktieägarens handlande kan betecknas som ett gäldeärsbrott.³¹ Vad det gäller aktieägares skadeståndsskyldighet, gentemot andra aktieägare, vid indirekt skada krävs det att den skadevållande aktieägaren genom uppsåt eller grov vårdslöshet brutit mot principen om likabehandling av aktieägare.³² Detta tankesätt innebär att man jämför den skadevållande aktieägaren med ett bolagsorgan. För att en sådan jämförelse skall kunna göras borde det nog krävas att aktieägaren ifråga är en såpass stark majoritetsaktieägare att han kan få företagsledningen att besluta om sådana åtgärder som bryter mot principen om likabehandling av aktieägare eller generalklausulen.

Vilken hjälp har då en minoritetsaktieägare, som anser sig lidit skada på grund av att minoritetsskyddsreglerna i 14 kap. 10,11 och 31 § § ABL inte har följts? När det gäller dessa regler kan man ifrågasätta om de går att använda till grund för en skadeståndstalan, eftersom man kan ifrågasätta vilken skada som en minoritetsaktieägare lider på grund av brott mot dessa paragrafer. Vid en skadeståndstalan är det troligare att skada uppstått i första hand på grund av brott mot andra regler i ABL, bolagsordning och andra aktuella lagar.

³⁰ Nial m.fl. Svensk associationsrätt i huvuddrag, s. 346 f.

³¹ Andersson, Johansson och Skog: Aktiebolagslagen, 10-19 kap. En kommentar. Del II, Supplement 1, mars 2002, 15:14. "Ersättningsskyldighet kan dock komma ifråga om aktieägarens handlande kan betecknas som gäldeärsbrott."

³² Nial, Håkan och Johansson, Svante: Svensk associationsrätt i huvuddrag. S. 349. Sjätte upplagan, 1995. "På motsvarande sätt som när det gäller organledamot bör en associationsmedlem bli mot annan medlem ansvarig för indirekt skada om skadan visserligen direkt tillfogats associationen, men det reellt är fråga om en kränkning av en regel som avser att skapa ett direkt skydd för associationsmedlemmar, t.ex. likhetsprincipen eller generalklausulen."

3.3.4.2 Inlösen skyldighet

Utöver skadestånd kan den skadedrabbade aktieägaren (minoriteten) begära att domstolen ålägger den skadevållande aktieägaren (majoriteten) att lösa in den skadedrabbade aktieägarens aktier enligt 15 kap 4 § ABL. För att rätten skall ta till en sådan åtgärd krävs det dock att det är ”motiverat med hänsyn till faran för fortsatt missbruk och förhållandena i övrigt, ...”.³³ Den här paragrafen är tänkt att fungera som ett komplement till den förevarande paragrafen, utfall skadeståndssanktionen var otillräcklig. Det innebär att det är först när det är konstaterat att en skada föreligger enligt tredje paragrafen som denna paragraf kan bli aktuell.

Här kan det dock uppstå bevis svårigheter för minoritetsägaren när det gäller att bevisa hur majoriteten missbrukat sin ställning och att man har lidit skada, eftersom man ofta inte har tillgång till den information om bolaget som krävs för detta, eftersom majoriteten om den vill trilskas kan undanhålla viktiga dokument. Ännu svårare blir det att bevisa att det föreligger någon fara för fortsatt missbruk.

3.3.4.3 Likvidation

Som en sista utväg ur en situation där majoriteten missbrakar sin ställning på minoritetens bekostnad kan minoriteten använda sig av 13 kap. 3 § ABL som ger dem en möjlighet att begära bolaget i likvidation. En grundläggande förutsättning för att detta skall kunna ske är att minoriteten uppgår till en tiondel av samtliga aktier i bolaget. Om så är fallet kan domstolen på deras begäran besluta om att försätta bolaget i likvidation. Härtill krävs dock att missbruket varit långvarigt eller att det förekommer särskilda skäl av annan anledning. Men eftersom en tvångslikvidation är en såpass kraftig åtgärd så kan domstolen om bolaget yrkar på det begära att bolaget löser in minoritetens aktier. Försummar bolaget att göra detta inom fastställd tid skall bolaget träda i likvidation. Även i denna situation hamnar minoriteten i bevis svårigheter när det gäller att bevisa kausaliteten, d.v.s. att majoriteten uppsåtligt missbrukat sin ställning och att man har lidit skada på grund av detta, eftersom man ofta inte har tillgång till den information om bolaget som krävs för detta.

Vad händer då om minoriteten inte kommer upp i den tiondelen av samtliga aktier i bolaget och därmed inte kan föra talan i domstol om likvidation av bolaget? Om så skulle vara fallet äger minoriteten rätt att kräva av moderbolaget att de skall lösa in deras aktier, eftersom moderbolaget i detta läge äger rätt att lösa in minoritetens aktier enligt 14 kap 31 § ABL. Vid användande av denna paragraf behöver det med andra ord inte föreligga något missbruk av ställning från majoriteten utan det räcker att minoriteten är för liten för att kunna utnyttja det minoritetsskydd som finns uppställt i ABL, för att rätt till inlösen skall föreligga. Således kan det vara en fördel för minoriteten om man äger mindre än en tiondel i bolaget om man vill lämna bolaget och har svårt att avyttra sitt aktieinnehav. Detta eftersom man då inte, i domstol, behöver bevisa missbruk från majoritetens sida.

³³ ABL 15 kap. 4 §.

3.4 Den svenska självregleringen

3.4.1 Inledning

Jag har nu gått igenom vad en fusion innebär och hur de svenska lagarna och reglerna angående minoritetsaktieägarskyddet ser ut vid dessa tillfällen. Som jag nämnde tidigare i uppsatsen så var mitt syfte att klargöra minoritetsaktieägarskyddet vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden. Hur ser då minoritetsaktieägarskyddet ut vid offentliga uppköpserbjudanden?

Som jag nämnde under beskrivningen utav minoritetsskyddet vid fusioner så är den typen utav fusioner där det kan uppstå minoritetsproblem mycket sällsynta. Vad som sker i dessa situationer där en fusion skulle kunna ske är att de inblandade företagen istället för att genomföra en aktiebolagsrättslig fusion stannar vid att bilda en koncern. Detta sker ofta genom ett offentligt erbjudande om aktieförvärv där det blivande moderbolaget lämnar ett offentligt erbjudande om aktieförvärv på aktier i det blivande dotterbolaget. Vid denna situation ger inte aktiebolagslagens minoritetsskyddsregler något skydd. Detta skulle kunna innebära att minoriteten lämnas oskyddad för majoritetens eventuella missbruk av ställning, vid en sådan situation.

Som jag dock tog upp tidigare så har det i Sverige liksom i vissa andra europeiska länder vuxit fram alternativa regelsystem till skydd för aktieminoriteten.³⁴ Utöver det lagreglerade bolagsrättsliga skyddet, har det i dessa länder skapats ett extra minoritetsskydd genom självreglering på marknaden, så kallade börsetiska regler. I Sverige är detta regelsystem utformat som en rekommendation och har utarbetats av Näringslivets Börskommitté (NBK) och heter Rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (NBK/OE). När man skapade denna rekommendation så hade man den brittiska ”The City Code on Take-Overs and Mergers”³⁵ som mall. NBK/OE gavs ut för första gången 1971, en reviderad upplaga kom ut 1988 och den senaste upplagan kom 1999. Rekommendationen anses fungera väl och har vunnit allmän tillämpning. Samtliga företag som är inregistrerade vid Stockholms Fondbörs är bundna av denna rekommendation eftersom den ingår i börsens inregistreringsavtal. (Se nedan om Företagsfinansmålet)

3.4.2 Näringslivets Börskommitté

NBK bildades 1967 av Industriförbundet och Stockholms Handelskammare. De har som mål att genom att ge ut rekommendationer skapa god etik på aktiemarknaden. NBK/OE är nu inte den enda rekommendationen som kommittén har gett ut, den första rekommendationen kom redan 1967 och rörde nyckeltalsberäkning. Utöver detta har de gett ut rekommendationer rörande, riktade emissioner av aktier m.m. (1986), utformning av prospekt (1999), information angående ledande befattningshavares förmåner (1993), information inför val av styrelse i aktiemarknadsbolag (1994) och offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m. (1994) den så kallade ”Flaggningsrekommendationen”.³⁶

³⁴ Här kan nämnas Storbritannien, vars självreglering fungerat som mall för den svenska i många avseenden.

³⁵ Denna kommer jag att beskriva utförligare under kapitlet om Storbritanniens minoritetsaktieägarskyddsregler.

³⁶ FAR:s Regelsamling II, Börs & Värdepapper 1999, s. 723.

3.4.3 Aktiemarknadsnämnden

Utav förståeliga skäl så reglerar NBK/OE inte i detalj alla upptänkbara situationer och därför har det skapats en instans som kan ge auktoritativa och slutgiltiga besked om hur bestämmelserna skall tillämpas. Denna instans har fått namnet Aktiemarknadsnämnden och den har till uppgift att medge undantag från bestämmelserna i NBK/OE samt lämna besked om hur rekommendationen skall tolkas. När nämnden skapades så användes the Panel on Take-Overs and Mergers som förebild vilket kanske inte är så konstigt eftersom rekommendationen har haft the City Code on Take-Overs and Mergers som förebild.

3.4.4 NJA 1985 s. 343, "Företagsfinansmålet"

Enligt första kapitlet första punkten i rekommendationen skall NBK/OE tillämpas "då en svensk eller utländsk, fysisk eller juridisk person (budgivaren) offentligt erbjuder aktieägare i ett svenskt aktiebolag (målbolaget) vars aktier är noterade på en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats att på generellt angivna villkor överlåta aktier till budgivaren.". Bestämmelserna skall även, med undantag för bestämmelserna om budplikt som återfinns i kapitel III, tillämpas "då någon offentligt erbjuder aktieägare i ett utländskt bolag vars aktier är noterade vid en svensk börs eller auktoriserad marknadsplats att på generellt angivna villkor överlåta aktier till budgivaren.".

Att börsnoterade aktiebolag skulle vara skyldiga att följa NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv har slagits fast av Högsta domstolen i det så kallade "Företagsfinansmålet", NJA 1985 s. 343, (se nedan). Där konstaterar Högsta domstolen att börsbolag som gjort ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i ett annat börsbolag, är till följd av en bestämmelse i inregistreringskontrakten med börsen skyldiga att behandla alla aktieägare lika i samband med erbjudandet.

Den fråga som behandlades av HD i detta mål var frågan om likabehandlingsprincipens tillämpning vid offentliga uppköpserbjudanden. Vad det handlade om var att fem stycken aktiebolag, varav fyra var noterade på Stockholms Fondbörs och därmed hade undertecknat inregistreringskontraktet, hade lämnat ett offentligt uppköpserbjudande på ett annat, vid börsen noterat bolag. Detta bud var villkorat så att det endast riktade sig till aktieägare som ägde högst 5000 aktier i bolaget. Bud av detta slag var enligt börsen inte tillåtna eftersom de stred mot NBK/OE när det gäller kravet på likabehandling. Bolagen menade att de i och för sig var skyldiga att följa NBK/OE eftersom de är noterade vid börsen, men rekommendationen skulle enligt dem inte gälla i detta fall eftersom budet inte hade som mål att åstadkomma ett samgående mellan bolagen. Börsen menade att de materiella reglerna i rekommendationen "skall följas så snart ett börsbolag till en anonym krets lämnar offentligt erbjudande om förvärv av aktier i annat bolag, vilka noteras vid fondbörsen eller på Svenska Fondhandlareföreningens särskilda kurslista, oavsett om samgående avses eller ej."³⁷

HD konstaterar i domen att ordalydelsen i punkten 9 i inregistreringskontraktet stöder börsens resonemang om att bolagen skulle vara skyldiga att tillämpa reglerna i rekommendationen. Vidare konstaterar HD att det faktum att "rekommendationerna har begränsats till fall av offentliga erbjudanden i och för samgående mellan bolag [inte kan] tolkas så att likabehandlingsprincipen skulle ha ansetts sakna eller ha väsentligt mindre betydelse utanför

³⁷ NJA 1985 s. 343

rekommendationernas direkta tillämpningsområde.”³⁸ Genom denna dom fastställdes att aktiebolag inregistrerade vid Stockholms Fondbörs är skyldiga att följa NBK:s rekommendationer.

3.4.5 Principen om likabehandling av aktieägare

NBK/OE baseras i motsats till vad man skulle kunna tro vid en första anblick inte på den *bolagsrättsliga* likabehandlingsprincipen som det lagreglerade skyddet gör. Denna princip innebär, som jag beskrivit tidigare,³⁹ att *bolagsorganen* inte får behandla en aktieägare sämre än någon annan aktieägare. I Sverige kommer den till uttryck i ABL 3 kap 1 §, 8 kap 13 § samt 9 kap 37 §. NBK/OE baseras istället på en *börsrättslig* likabehandlingsprincip som skall garantera minoritetsaktieägare samma behandling som kontrollaktieägare i samband med offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.⁴⁰ Principen fastslogs av HD i det så kallade ”Företagsfinansmålet”.

3.5 Informationsskyldighet

För att allmänhetens och aktieägarnas förtroende för aktiemarknaden skall bibehållas är det viktigt att det vid offentliga uppköpserbudanden finns en korrekt och utförlig informationsgivning. Skulle så inte vara fallet så finns risken att tillgången till riskkapital minskar på aktiemarknaden eftersom många investerare då skulle tveka att investera i aktiebolag. Av denna anledning har NBK ansett att det är viktigt att det finns klara regler för hur information skall lämnas vid offentliga uppköpserbudanden. I NBK/OE finns detaljerade regler för hur informationen som lämnas till målbolagets aktieägare skall se ut, särskilt detaljerade är reglerna som styr utformningen av det prospekt som skall ges ut i samband med ett offentligt uppköpserbudande.⁴¹ Vidare så styr rekommendationen upp vilken information som skall offentliggöras⁴² samt hur informationen skall offentliggöras.⁴³

3.5.1 ”Flaggningsrekommendationen”

För att minoritetsaktieägare skall kunna göra en så korrekt bedömning av ett uppköpserbudande som möjligt är det av yttersta vikt att de får en så korrekt information som möjligt. Även om det inte existerar ett konkret bud kan minoritetsaktieägare vara i behov av sådan information som kan ha betydelse för deras innehav, t ex. om en större aktieägare förändrar sitt innehav i företaget. För dessa situationer har NBK tagit fram en rekommendation rörande ”Offentliggörande av köp och försäljning av aktier”, den så kallade ”Flaggningsrekommendationen”. Någon mer utförlig genomgång av rekommendationen kommer jag inte att ge här, utan bara en kort översikt av den.

Tanken med denna rekommendation var när den kom 1994 att se till att alla aktieägare skulle få information om hur större aktieägare förändrar sina aktieinnehav för att på så sätt kunna

³⁸ NJA 1985 s. 343

³⁹ Se kapitel 3.2.

⁴⁰ Denna princip återfinns i punkten II.8

⁴¹ NBK/OE kap V.

⁴² NBK/OE II.3.

⁴³ NBK/OE I.4.

göra en mer korrekt bedömning av sitt innehav i bolaget. Enligt rekommendationen är den som köpt så många aktier i ett aktiebolag, att hans totala innehav uppgår till minst fem procent av aktierna eller rösterna i bolaget, skyldig att offentliggöra förvärvet och informera börsen och bolaget om köpet. Det samma gäller om aktieinnehavet, i förhållande till tidigare innehav, ökar eller minskar så att det passerar ett procenttal som är jämt delbart med fem.⁴⁴

3.6 Minoritetsskyddet i NBK/OE

3.6.1 Inledning

När det gäller minoritetsskyddet i NBK/OE så hittar man det i punkterna II.8-13, punkten I.3, samt punkten III.1. Punkterna II.8 och 9 behandlar utformningen av villkoren för erbjudandet, punkterna II.10-12 förvärv gjorda utanför erbjudandet, punkten II.13 partiellt erbjudande. Punkten I.3 behandlar åtgärder vidtagna av närstående. Punkten III.1 behandlar den i den förra upplagan av rekommendationen införda budplikten.

3.6.2 Utformning av villkor rörande aktier med identiska villkor

Punkten II.8 redogör för hur utformningen av villkoren i ett offentligt erbjudande om aktieförvärv får se ut. När det gäller aktier med identiska villkor så skall innehavare av aktier med identiska villkor enligt denna punkt utav köparen erbjudas identiskt vederlag. Undantag kan dock göras för vilken form utav vederlag som utges till viss aktieägare så länge värdet på vederlaget är det samma som på det vederlag köparen valt att erbjuda övriga aktieägare. Till exempel så kan vederlaget i det ursprungliga erbjudandet vara aktier i det köpande bolaget, som en aktieägare inte kan ta emot, utan får erbjudas kontant betalning som uppgår till samma värde som de erbjudna aktierna. Utan denna regel skulle en köpare kunna erbjuda olika aktieägare olika ersättning för de aktier som han köper, t.ex. skulle köparen kunna diskriminera en aktieägare, som innehar endast en mindre post, genom att erbjuda denne en lägre ersättning än vad som erbjuds en aktieägare som har en betydande aktiepost.

3.6.3 Utformning av villkor rörande aktier med icke identiska villkor

Aktier med identiska villkor måste enligt huvudregeln i punkten II.8 alltså ges identiskt vederlag, men man kan i undantagsfall ge aktieägare olika vederlag så länge värdet på de olika vederlagen är detsamma. När det gäller aktier med icke identiska villkor så får vederlaget mellan de olika aktieslagen t.ex. A-aktier och B-aktier, skilja sig åt enligt punkten II.9 st. 1. Att vederlaget mellan de olika aktietyperna får skilja sig åt innebär dock inte att vilka skillnader som helst får förekomma.⁴⁵ Skillnaderna mellan de olika vederlagen måste överensstämma med skillnaderna mellan värdet på de olika aktieslagen. När man sätter storleken på vederlaget så bör man enligt rekommendationen gå efter marknadskursen om aktien är noterad. Om ett företags A-aktie har ett marknadsvärde på 200 kronor och dess B-aktie har ett marknadsvärde på 150 kronor så bör vederlagen alltså stämma överens med skillnaderna på de olika aktiekurserna. När det förekommer skillnader i storlek på vederlaget

⁴⁴ Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelser av aktier mm, Balans 2/1995, s. 43 ff.

⁴⁵ NBK/OE 2003, s. 20. "Detta innebär dock inte att vilka skillnader som helst får förekomma."

för olika aktieslag, måste det framgå i prospektet⁴⁶, vidare måste prospektet klargöra vari skillnaderna består samt att det måste innehålla en motivering för skillnaderna. Denna regel har kommit till för att förhindra att köparen erbjuder aktieägare av olika aktieslag ett vederlag som inte ligger i nivå med deras värde. På så sätt ges inte köparen möjligheten att diskriminera aktieägare av röstsvagare aktier.

Om det skulle förkomma en eventuell kontrollpremie⁴⁷, så skall det procentuella påslaget vara lika stort för de olika aktieägargrupperna.⁴⁸ Detta att alla aktieägargrupper skall ha del i en eventuell kontrollpremie är inte helt okontroversiellt och har diskuterats i doktrin om än inte så mycket i Sverige. Rolf Skog är kritisk till detta synsätt och menar i sin uppsats, "Erbjudandeplikt", att detta med att alla aktieägargrupper skall få del i en eventuell kontrollpremie har sitt ursprung i en förlegad och synnerligen ifrågasatt teori.⁴⁹

Punkten II.9 berör inte endast aktier utav olika slag. När det gäller offentliga erbjudanden så kan de enligt rekommendationen riktas till innehavare "av sinsemellan olika aktier och därmed jämställda finansiella instrument"⁵⁰, t.ex. teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev. Dock gäller inte principen om samma procentuella påslag på denna typ av värdepapper, utan här skall man enligt NBK istället göra en skälighetsbedömning för vad som skall betalas för dem. Vid denna skälighetsbedömning skall man beakta, "det erbjudna vederlaget för aktierna, villkoren för de berörda instrumenten och dessas marknadsvärde samt andra relevanta omständigheter."⁵¹ Som jag ser det är det en uppenbar risk här för skönsmässiga beräkningar av värdet på dylika värdepapper. När man läser rekommendationen från 1999 så ser man att man diskuterat möjligheten att använda sig av en annan beräkningsgrund avseende ersättningen för andra värdepapper än aktier,⁵² men att man ansett det olämpligt då förhållandena skiljer mycket på sig ifrån fall till fall.

I den senaste rekommendationen har man utvecklat det ovanstående något. Man säger att då "utvecklingen av priset på andra finansiella instrument än aktier, normalt, beroende på instrumentets villkor, skiljer sig från den underliggande aktiens kursutveckling,"⁵³ har man valt att inte ta upp något krav på att principen om procentuellt lika stor premie skall gälla dylika instrument. Om man samtidigt går igenom The City Code on Take-Overs and Mergers så ser man att det inte heller där finns någon fast beräkningsgrund, utan istället heter det att ersättningen skall vara "appropriate". Man kan då lite kritiskt undra om NBK inte har kunnat eller kanske rent av inte orkat arbeta fram någon beräkningsgrund när det inte fanns någon sådan i deras mall för rekommendationen, nämligen The City Code on Take-Overs and Mergers.

⁴⁶ Prospektet är den informationsbroschyr där köparen presenterar vad hans erbjudande innebär. Prospektet skall upprättas av köparen, helst med hjälp av målbolagets styrelse. Vad prospektet skall innehålla för information framgår av kapitel V i rekommendationen, till detta kapitel finns en bilaga fogad som i detalj beskriver vad som prospektet skall innehålla.

⁴⁷ Med kontrollpremie menas, ett procentuellt påslag på det beräknade vederlaget som köparen erbjuder en kontrollpost av aktier som premie för att han får köpa hela kontrollposten.

⁴⁸ NBK/OE 1999, s. 24. "Förekommade premium, dvs. procentuellt påslag på gällande eller beräknat marknadsvärde, ... , skall i princip vara lika stort för olika aktieägarkategorier.

⁴⁹ Skog, Rolf, Erbjudandeplikt s. 42. 1994 "Resonemanget knyter an till en numera föråldrad och synnerligen ifrågasatt teori i den amerikanska juridiska doktrinen, nämligen att rätten att besluta om hur ett företags resurser skall utnyttjas är en tillgång som tillhör bolaget och därmed alla dess ägare i proportion till aktieinnehavet ("The Corporate Asset Theory")."

⁵⁰ NBK/OE 2003, s. 20.

⁵¹ A a s.20.

⁵² NBK/OE 1999, s. 25.

⁵³ NBK/OE 2003, s. 20.

3.6.4 Förvärv utanför erbjudandet

Punkterna II.10 – 12 i NBK/OE behandlar villkorens utseende utifall köparen har gjort förvärv av aktier utanför det offentliga erbjudandet på olika sätt.

Punkten II.10 berör köparens handlande för tiden innan ett erbjudande offentliggjorts. Vad bestämmelsen stadgar är att om köparen under en tidsperiod om sex månader innan offentliggörandet har gjort inköp av aktier i målbolaget så skall de som erbjudandet riktas till, erhålla minst lika förmånliga villkor. Köparen får med andra ord inte erbjuda dem ett lägre vederlag. Från denna huvudregel kan man dock i vissa fall göra undantag. Ett exempel på detta är om någon annan än köparen, under tiden mellan köparens förvärv och erbjudandets offentliggörande, offentliggör ett erbjudande med villkor som är sämre än villkoren i köparens tidigare förvärv. Om så vore fallet har köparen en möjlighet att erbjuda sämre villkor än vad han gav i sitt tidigare förvärv. Ytterligare ett undantag är om det skulle inträffa en ”mycket väsentlig”⁵⁴ nedgång i aktiekursen på målbolagets aktier. Nedgången får dock inte endast vara tillfällig. Om detta skulle ske under tiden mellan köparens tidigare förvärv och offentliggörandet av erbjudandet så har köparen en möjlighet att försämra villkoren i erbjudandet.

I den senaste upplagan av rekommendationen⁵⁵ har det tillkommit en betydande nyhet vad gäller förvärv av aktier i målbolaget utanför erbjudandet. Den innebär att om köparen, inom den i första stycket nämnda tidsramen, mot *kontant* ersättning och på ett annat sätt än genom ett tidigare offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i målbolaget, har köpt mer än tio procent av samtliga aktier i moderbolaget, måste erbjudandet innehålla ett ersättningsalternativ som innebär att aktieägarna har rätt att få *kontant* betalning för sina aktier. Denna skrivning finns inte bara i punkten II.10 utan även i punkterna II.11 och 12. Detta får anses vara en skärpning av minoritetsskyddet då det tidigare inte fanns ett tvång för köparen att erbjuda aktieägarna kontant betalning.

Punkterna II.11 och 12 tar likt punkten II.10 upp köparens handlande utanför erbjudandet, men här är det köparens handlande efter erbjudandets offentliggörande som regleras. Om köparen förvärvar aktier i målbolaget, efter erbjudandets offentliggörande, till förmånligare villkor än vad som ges i erbjudandet, skall villkoren i erbjudandet förbättras i motsvarande mån. Detta gäller under en tidsperiod om nio månader från det att redovisning av vederlaget enligt erbjudandet har påbörjats. Ett undantag från denna regel är om någon annan än köparen eller någon till honom närstående, på sätt som anges i punkten I.3 a – e, lägger ett för aktieägarna förmånligare bud än köparens.

Utan dessa regler skulle en köpare lätt kunna frångå det skydd som finns uppbyggt för minoriteten i punkterna II.8 och 9, genom att utanför erbjudandet lämna vissa aktieägare speciellt förmånliga villkor. Genom dessa regler tvingas köparen att ta hänsyn till eventuella köp som han gör en tid före och efter erbjudandet och på så sätt skyddas en eventuell minoritet från dylika förfaranden.

⁵⁴ Med mycket väsentlig nedgång i aktiekursen menar NBK en nedgång om cirka 20 % på aktiekursen.

⁵⁵ NKK/OE 2003 punkten II.10 st. 4.

3.6.5 Åtgärder vidtagna av närstående

I punkterna II.8-13 samt III.1 och 3 finns det hänvisningar till punkten I.3 a-e. Under denna punkt räknas de rättssubjekt upp som anses som närstående till köparen. De ovan nämnda hänvisningarna innebär att åtgärder vidtagna utav de i punkten uppräknade subjekten likställs med åtgärder vidtagna utav köparen. Som närstående till köparen räknas:

- företag inom samma koncern som budgivaren,
- make, registrerad partner eller sambo till budgivaren,
- omyndigt barn till budgivaren som står under budgivarens vårdnad,
- någon med vilken budgivaren träffat en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktigt gemensam hållning i fråga om målbolagets förvaltning, eller
- någon som på grund av avtal eller av annat skäl samverkar med budgivaren i de avseenden som rekommendationen behandlar.

Denna punkt har kommit till för att förhindra ett kringgående av reglerna i rekommendationen. Utan denna regel skulle man lätt kunna undgå skyldigheterna enligt t.ex. punkten II.8 genom att dela upp köpen av aktier i målbolaget.

3.6.6 Budplikt

3.6.6.1 Inledning

Budplikt, eller erbjudandeplikt som det också kallas, är en relativt ny företeelse i Sverige och dess tillkomst har inte varit helt utan debatt. Budpliktens vara och inte vara har debatterats i Sverige sedan slutet av 1960-talet. Det som startade debatten var det ökade antalet offentliga uppköpserbjudanden under 1960-talet. Vad som uppmärksammades i debatten var den stora bristen på enhetliga regler när det gällde offentliga uppköpserbjudanden. Detta ledde till att NBK 1971 lade fram en rekommendation rörande offentliga uppköpserbjudanden. Vad denna rekommendation dock saknade var några bestämmelser om en erbjudandeplikt. Det ansågs att övervägande skäl talat emot en erbjudandeplikt.⁵⁶

Det skulle nu dröja en bit in på 1980-talet innan förnyade krav på erbjudandeplikt började dyka upp igen. Under slutet på 1980-talet och början av 1990-talet lades det fram ett par motioner⁵⁷ med förnyande krav på erbjudandeplikt, men ingen av dessa lyckades driva igenom en lagstadgad erbjudandeplikt. Det skulle istället dröja ända fram till 1999 innan någon erbjudandeplikt infördes i Sverige och då genom en bestämmelse i NBK/OE 1999, punkten III.1.

I den ursprungliga rekommendationen så ingick som sagt inte någon budplikt, eftersom det inte ansågs behövligt, men allteftersom den svenska aktiemarknaden internationaliserats och i och med Sveriges intåg i EU,⁵⁸ där flera andra länder har infört regler om budplikt,⁵⁹ ansåg

⁵⁶ NBK/OE 1999, s. 9. ”... det har hittills ansetts att övervägande skäl talar emot budplikt.”

⁵⁷ Motion 1985/86: L240, motion 1986/87: L205, motion 1986/87: N169 samt motion 1990/91: L311.

⁵⁸ EU har under en längre tid arbetat på få fram enhetliga regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, det 13: e bolagsdirektivet. Kommissionen har lagt fram ett antal förslag till direktiv under åren, det senaste förslaget kom 2002, men inget har än så länge antagits. En anledning till att det 13: e bolagsdirektivet inte har antagits är att Tyskland och Storbritannien tillsammans med Nederländerna motarbetar förslaget. Tyskland först och främst för att de inte har några sådana regler och att de anser att de inte behöver några sådana regler.

NBK att det var dags att införa budplikt även i Sverige. Huvudargumentet för att införa budplikt i Sverige var, liksom i många andra europeiska länder, att man vill ge bolagets samtliga ägare samma möjlighet att dra sig ur bolaget vid ett (oönskat) kontrollaktieägarskifte som den ägare som sålde kontrollaktieposten. Argumentet baseras på ett resonemang om att bolagets aktier riskerar att sjunka i värde vid ett kontrollaktieägarskifte.⁶⁰ NBK resonerar vidare, att "[i] ett läge där det råder konkurrens mellan olika kapitalmarknader kan den svenska marknaden framstå som mindre attraktiv om Sverige har ett regelsystem som inte anses lika väl utvecklat som andra länders system." Med detta menar de att, utan en regel om budplikt så riskerar den svenska kapitalmarknaden att hamna efter andra kapitalmarknader då den kan ses som mindre attraktiv. Därmed finns risken att villigheten att investera på den svenska aktiemarknaden minskar, något som skulle kunna innebära att tillgången till riskkapital minskar för svenska bolag. Även vid skapandet av regeln om budplikt i rekommendationen har NBK använt den Brittiska "Takeover koden" som mall, när man konstruerat reglerna.

3.6.6.2 Regeln i huvuddrag

Enligt bestämmelsen om budplikt, punkten III.1 så måste den som äger mindre än 40 procent av rösterna i ett aktiebolag och sedan köper, tecknar, konverterar eller på annat sätt förvärvar aktier i bolaget och på så sätt innehar 40 procent eller mer av röstetalet, lämna ett offentligt uppköpserbjudande om att köpa samtliga övriga aktier i bolaget. Vid utformningen av villkoren i detta erbjudande gäller punkten III. 3 i rekommendationen, och denna hänvisar i sin tur till punkterna II.10-12 i rekommendationen. Om däremot en ägare som redan innehar 40 procent eller mer av rösterna i bolaget förvärvar mer aktier i bolaget utlöses inte någon erbjudandeplikt, eftersom denna ägare redan har en kontrollpost i bolaget. Skulle ägaren däremot sälja av en del av sitt aktieinnehav i bolaget så att man på detta sätt hamnar under 40 procentgränsen måste man om man därefter gör nya inköp av aktier i bolaget, så att man på nytt hamnar över gränsen, lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva samtliga aktier i bolaget. Anledningen till att NBK lade gränsen för när budplikt utlöses på 40 procent är att man erfarenhetsmässigt kan säga att gränsen för kontrollerande ägande i svenska aktiemarknadsbolag ligger på 40 procent av röstetalet av samtliga aktier i bolaget.⁶¹

Vid beräkningen om aktieinnehavet uppgår till 40 procent eller mer av rösterna tar man endast hänsyn till aktieinnehavet, eventuella optioner och konvertibla skuldebrev räknas inte med i innehavet. Men om gränsen sedan överskrids när konvertibeln omvandlas till aktier så utlöses erbjudandeplikten. Utöver detta så skall även innehav av köparen närstående tas med i beräkningen. Vad gäller vederlaget, priset på aktierna, så gäller samma regler som gäller för frivilliga uppköpserbjudanden.⁶²

Storbritannien främst på grund av att de redan har ett sådant regelsystem, (The City Code on Take-Overs and Mergers), som de tycker fungerar förträffligt och därför inte vill byta ut mot andra lagstiftade regler. Jag kommer att beröra kommissionens förslag till direktiv närmare i kapitel 5.

⁵⁹ De EU länder som har infört regler om erbjudandeplikt är förutom Sverige, Storbritannien, Frankrike, Belgien, Italien, Spanien, Danmark och slutligen Finland.

⁶⁰ Detta resonemang om att bolagets aktievärde riskerar att sjunka har varit föremål för ett flertal studier både i Sverige och internationellt. I Sverige har bland annat Stefan Sandström gjort en studie utav "Aktiemarknadens reaktion på förvärv av block". Slutsatsen i denna studie är att det inte går att påvisa någon "negativ onormal kursreaktion" vid ett kontrollaktieägarskifte. Utan istället kunde man enligt Sandström se en "liten positiv onormal reaktion" på kontrollaktieägarskiftet.

⁶¹ NBK/OE s.31.

⁶² Se kap 3.4.2 samt 3.4.3.

I den senaste upplagan av rekommendationen⁶³ så har budplikten utvidgats något. Om bolaget skulle vidta åtgärder som innebär att en aktieägars andel ökar till 40 procent eller mer av röstetalet så utlöses inte automatiskt någon budplikt. Detta eftersom aktieägaren inte vidtagit någon egen åtgärd för att utöka sitt aktieinnehav. Men om aktieägaren därefter själv skulle utöka sitt aktieinnehav så utlöses budplikten.⁶⁴ Detta gäller även vid åtgärder från andra aktieägars sida. Ett exempel på detta scenario skulle kunna vara att en eller flera andra aktieägars aktier omvandlas till röstsvagare aktier, vilket i sin tur innebär att en eller flera aktieägare får högre röstandelar i aktiebolaget. En sådan åtgärd skulle kunna innebära att en aktieägare uppnår eller passerar 40 procentgränsen. Skulle denna aktieägare därefter förvärva ytterligare en eller flera aktier i bolaget utlöses budplikten.

3.6.6.3 Informationsplikt

En minoritetsaktieägare har inte mycket hjälp utav en budplikt, om en ny ägare kan passera budpliktsgränsen utan att någon märker det. Därför finns det i NBK/OE III p. 2, en informationsplikt inlagd, för det fall någon passerar budpliktsgränsen. Denna innebär att den som passerar denna gräns omedelbart genom pressmeddelande skall offentliggöra sitt aktieinnehav samt meddela sin avsikt i fråga om att senare lämna ett offentligt erbjudande på resterande aktier i bolaget. Utöver detta skall köparen upprätta ett prospekt⁶⁵ över erbjudandet.

3.6.7 Partiellt erbjudande

Nuförtiden kan man inte hursomhelst lägga erbjudanden som inte omfattar målbolagets samtliga aktier, så kallat partiellt erbjudande,⁶⁶ eftersom rekommendationen numer innehåller ett krav på budplikt. Kravet på budplikt innebär att en köpare som uppnår ett aktieinnehav om 40 procent eller mer av rösterna i målbolaget har begränsade möjligheter att lägga ett partiellt erbjudande. Detta innebär att en köpare, ensam eller tillsammans med någon till vilken köparen är närstående på sätt som anges i punkten I.3 a – e, kan lägga ett partiellt erbjudande så länge det innebär att man inte uppnår ett innehav om 40 procent eller av rösterna i målbolaget. Vidare är en köpare fri att lägga ett partiellt erbjudande om han redan äger aktier som representerar mer än 40 procent av rösterna i målbolaget. Vad som är avgörande för om man får lägga ett partiellt erbjudande är med andra ord att man genom sitt köp inte passerar 40 procents gränsen som anges i punkten III.1 om budplikt.

3.6.8 Åtgärder vidtagna av målbolaget

Eftersom ett offentligt uppköpserbjudande är riktat till målbolagets aktieägare så är det viktigt att dessa ges möjligheten att ta ställning till erbjudandet på ett så relevant och tillfredsställande informationsunderlag som möjligt. Utav denna anledning finns det i NBK/OE regler om budgivarens skyldighet att upprätta ett prospekt samt regler om skyldighet för målbolagsstyrelsen att uttala sig om erbjudandet. Lika viktigt är det att målbolagets ledning inte utan aktieägarnas stöd vidtar åtgärder som motarbetar erbjudandet. Av denna

⁶³ NBK/OE 2003.

⁶⁴ NBK/OE punkten III.1 st. 2

⁶⁵ Vad som prospektet skall innehålla framgår utav punkten V i NBK/OE.

⁶⁶ NBK/OE 2003, II.13.

anledning finns det i NBK/OE en bestämmelse som skall hindra målbolagets ledning och styrelse från att vidta sådana åtgärder utan bolagsstämmans beslut.⁶⁷ Enligt denna bestämmelse får målbolaget inte utan stöd av bolagsstämmans beslut vidta någon åtgärd, som typiskt sett är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.

3.6.9 Sanktioner

3.6.9.1 Avnotering och Vite

Själva rekommendationen innehåller inga sanktionsbestämmelser utan istället får man vända sig till Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt (IRK), till vilket rekommendationen är bifogat, och de påföljder som finns intagna i detta. Just detta att rekommendationen är bifogat till IRK gör att eventuella brott mot reglerna i rekommendationen är att betrakta som ett avtalsbrott mot IRK.⁶⁸ De påföljder som då blir aktuella finns att hitta i punkten fem i IRK. Denna punkt innebär att det bolag som åsidosätter lag, annan författning, IRK eller någon av börsens regler riskerar avnotering från börsen, om överträdelsen är allvarlig. I annat fall åläggs bolaget att betala ett vite motsvarande högst tio gånger den årsavgift som bolaget senast betalat till börsen.

Sanktionerna enligt IRK skiljer sig från de sanktioner aktieägarna har till sitt förfogande enligt ABL på det sätt att vid ett brott mot reglerna i ABL kan minoritetsaktieägarna enskilt eller kollektivt föra talan om skadestånd mot annan aktieägare eller bolagsledning som orsakat skadan genom brott mot ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen. Om aktieägare däremot lider skada på grund av brott mot NBK/OE kan de inte föra talan om skadestånd mot den skadeverkande, utan istället är det Börsen som genom sitt eget sanktions system straffar bolaget. Att minoriteten enskilt eller kollektivt inte kan föra talan mot bolaget framgår av IRK punkten 5, som säger att det är Börsen som skall besluta om sanktioner mot bolaget. Utöver detta kan enskilda börsbolag göra en anmälan till Börsens Disciplinnämnd när man anser att ett annat bolag brutit mot antingen IRK eller tillämplig lag.

Man skulle kunna uttrycka det som så att minoritetsaktieägarna skyddas indirekt av rekommendationen medan ABL skyddar minoritetsaktieägarna direkt. Sanktionssystemet står således i överensstämmelse med de olika bakomliggande syftena med lag- kontra självreglering, se kapitel 2. Det indirekta skyddet för minoriteten består i att Börsens sanktioner är tillräckligt hårda så att bolaget följer rekommendationen. Enligt NBK har rekommendationen fungerat väl och vunnit allmän tillämpning sedan dess tillkomst 1971,⁶⁹ varför det får ses som minoritetsskyddet fungerar. Frågan är nu hur rekommendationen kommer att efterlevas när budplikten har införts i rekommendationen.

3.6.9.2 Disciplinnämnden

Om ett bolag har åsidosatt IRK, lag eller annan författning så börjar börsen med att skriftligen begära en förklaring av det inträffade av bolaget. Om bolaget i sitt svar inte kan lämna en

⁶⁷ NBK/OE 2003, II.16

⁶⁸ Att så skulle vara fallet framgår utav HD-domen i det s.k. Företagsfinansmålet, NJA 1985 s. 343. Detta rättsfall har jag redogjort för närmare under kapitel 3.3.2.

⁶⁹ NBK/OE 2003, förord s. 2.

godtagbar förklaring till det inträffade och överträdelsen är tillräckligt allvarlig överlämnas ärendet till börsens disciplinnämnd. När disciplinnämnden har gått igenom ärendet skickas en skriftlig förfrågan till företaget där det ges en möjlighet att lämna in ytterligare synpunkter på ärendet. Om företaget kommer in med ytterligare synpunkter till disciplinnämnden gås dessa igenom och kommuniceras med företaget varefter beslut om påföljd tas. Normalt sker all utväxling av material skriftligen men företaget kan ges möjligheten att framföra sina synpunkter muntligen till disciplinnämnden.

Regler om nämndens utformning och vilka personer som får sitta med i nämnden finns i lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet 4 kap 8 – 11 §§, samt i föreskrifter utfärdade av Finansinspektionen.

3.7 Sammanfattning

Det finns i Sverige två olika regleringar för de olika företagsöverlåtelseformerna fusioner och offentliga uppköpserbudanden. För att sammanfatta det svenska minoritetsskyddet vid fusioner och offentliga uppköpserbudanden kan man i stora drag säga att lagreglerna skyddar vid fusioner och NBK/OE skyddar vid offentliga uppköpserbudanden.

Jag har i uppsatsen pekat på att lag- och självregleringen har olika bakomliggande skyddsintressen och till följd av detta syftar till att åstadkomma olika resultat. Lagregleringen, ABL, ställer upp minoritetsskyddsregler i första hand för att möjliggöra för bolaget att erhålla riskkapital och på så sätt utveckla och upprätthålla bolaget. Självregleringen, NBK/OE, i sin tur ställer upp minoritetsskyddsregler i syfte att kunna upprätthålla en fungerande aktiemarknad.

NBK/OE har till skillnad från ABL en begränsning. Medan ABL behandlar fusioner mellan aktiebolag krävs det för att NBK/OE skall vara tillämplig på situationen att målbolaget är noterat på Stockholmsbörsen eller annan auktoriserad marknadsplats, d v s målbolaget skall vara ett aktiemarknadsbolag. Denna begränsning kan som jag har tagit upp orsaka problem för småsparare som satsat sina sparpengar i icke noterade aktiebolag.

För att skapa balans mellan majoritets- och minoritetsintressen har lagstiftaren ansett det nödvändigt att införa lagregler som skyddar minoriteten vid fusioner. Dessa lagregler ger bland annat minoriteten rätt att delta vid godkännandet av fusionsplanen. Vidare klargör reglerna vilka pluralitetskrav som gäller vid godkännande av fusionsplanen på bolagsstämman. I övrigt ger de minoriteten rätt att kräva att majoriteten löser in deras aktieinnehav.

Vid offentliga uppköpserbudanden har NBK ansett det nödvändigt att skapa balans mellan majoritetens och minoritetens intressen för att på så sätt skapa en attraktiv aktiemarknad. Minoritetsskyddet i NBK/OE baseras till skillnad från reglerna i ABL inte på den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipen. NBK/OE baseras istället på en likabehandlingsprincip som säger att alla aktieägare skall behandlas lika av den person, juridisk eller fysisk, som lagt ett offentlig uppköpserbudande på aktier i ett svenskt aktiemarknadsbolag. Minoritetsskyddsreglerna i NBK/OE säger att köparen måste erbjuda aktier med identiska villkor identiska vederlag. När det gäller aktier med icke identiska villkor får vederlaget skilja sig åt, dock måste skillnaderna i vederlag mellan aktieslagen

överensstämma med skillnaderna i de olika aktieslagens värden. Vidare detta regleras köparens förvärv av aktier, i målbolaget, som sker utanför erbjudandet.

Utöver detta så innehåller rekommendationen en regel om erbjudandeplikt. Enligt denna regel måste den som äger mindre än 40 procent av rösterna i ett aktiebolag och sedan köper, tecknar, konverterar eller på annat sätt förvärvar aktier i bolaget och på så sätt innehar 40 procent eller mer av röstetalet, lämna ett offentligt uppköpserbjudande om att köpa samtliga övriga aktier i bolaget. Införandet av denna erbjudandeplikt har begränsat köparens möjligheter att lägga ett så kallat partiellt erbjudande. Sådana erbjudanden får numera endast göras så länge köparen genom köpet inte passerar budpliktsgränsen på 40 procent.

4 Storbritanniens minoritetsaktieägar skyddsregler

4.1 Inledning

Storbritannien har likt Sverige två sorters aktiebolag publika (public) och privata (private). Lagreglerna som styr de två bolagsformerna finns i den brittiska motsvarigheten till ABL som heter Companies Act. Companies Act är som lag ganska typisk för den brittiska lagstiftartraditionen, den består av ett antal ramlagar och sedan är det domstolarnas praxis som styr upp det hela mer i detalj. När det gäller fusioner och offentliga uppköpserbjudanden är Companies Act inte det enda regelverket i Storbritannien.

Förutom Companies Act finns det också i Storbritannien ett regelsystem som är uppbyggt genom självreglering. Detta regelverk, The City Code on Take-Overs and Mergers (Koden) är skapat och administreras av The Panel on Take-overs and Mergers (Panelen). Panelen är en sammanslutning av olika institutioner på den brittiska värdepappersmarknaden. Med tanke på hur den brittiska lagstiftningen är uppbyggd så har jag i denna uppsats valt att koncentrera mig på att jämföra det svenska minoritetsaktieägar skyddet med The City Code on Take-overs and Mergers, då det är den regelsamling som i huvudsak styr minoritetsskyddet vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden i Storbritannien.

4.2 The City Code on Take-Overs and Mergers

4.2.1 Historik

Koden utkom för första gången 1968 som en följd av många uppmärksammade företagsövertaganden under 1950- och 60-talen. Dessa företagsövertaganden visade på många brister i den då gällande brittiska lagstiftningen, vilket gjorde att den brittiska regeringen hotade med lagstiftningsåtgärder⁷⁰ om inte marknaden på eget initiativ vidtog åtgärder för att förbättra ställningen för aktieägarna i målbolaget. Några lagstiftningsåtgärder vidtogs dock aldrig eftersom Koden togs fram, utav aktörerna på marknaden. Som administratör av Koden skapades Panelen. Den senaste versionen av koden utkom 2000.

Kodens tillämpningsområde omfattar inte bara offentliga uppköpserbjudanden av brittiska publika aktiebolag som är noterade på börs eller marknadsplats utan även kontrollaktieägar skiften som sker på annat sätt än genom offentliga uppköpserbjudanden, t.ex. fusioner. Utöver detta omfattas även onoterade brittiska publika aktiebolag. Vad gäller budgivaren så spelar det ingen roll om det är en juridisk eller fysisk person, vidare är budgivarens hemvist ointressant. Vid en jämförelse med NBK/OE finner man både likheter och olikheter. Bland annat omfattar NBK/OE inte onoterade publika bolag. Dessutom omfattar rekommendationen endast offentliga uppköpserbjudanden till skillnad från Koden, som även reglerar minoritetsskyddet vid fusioner.

⁷⁰ Lee, T. P, Takeover Regulation in the United Kingdom, s. 133, 1992. "In effect, Harold Wilson, then Prime Minister, told the City that if it did not put its house in order in this respect he would legislate. Hence, the governor of the Bank of England created the Panel."

4.2.2 Kodens huvudsyften

Huvudsyftet med Koden⁷¹ är att garantera alla aktieägare en rättvis och lika behandling vid företagsuppköp. Detta syfte går att dela upp i fyra mer preciserade syften. Koden skall garantera;

- att alla aktieägare skall behandlas lika; och
- att aktieägarna får tillräckligt med tid och information för att kunna fatta ett genomtänkt beslut; och
- att det finns en rättvis marknad, för alla aktieägare, när det gäller bolagets aktier; samt
- begränsningar i bolagsledningens, (i det bolag som håller på att köpas upp), handlingsfrihet när det gäller handlingar som kan äventyra erbjudandet.

För att uppnå dessa ändamål och säkerställa en balans mellan minoritetsaktieägarnas behov av skydd och majoritetens intressen innehåller koden tio stycken generella principer (General principles) samt cirka 40 regler (Rules) som är mer detaljerade.

I denna uppsats kommer jag endast att beröra de principer och regler som ligger inom uppsatsens ram. För att kunna ge en så tydlig bild av som möjligt av dessa principer och regler har jag valt att beskriva var princip för sig tillsammans med dess underliggande regler. Utöver det så kommer jag att beskriva några av de mer väsentliga reglerna lite djupare. De principer som berör minoritetsaktieägarskyddet vid fusioner och offentliga uppköps-erbjudanden är principerna 1, 4, 6, och 7. Minoritetskyddet som stadgas i dessa principer preciseras i reglerna 2, 3, 6, 9-11, 14, 16, 19-21, 24 och 36.

4.2.3 Likabehandling

4.2.3.1 Budplikt

Enligt den första principen⁷² måste budgivaren behandla alla aktieägare, av aktier i samma klass i målbolaget, lika. Hur detta skall göras preciseras i ett antal regler, framförallt regel nr 9. Enligt denna regel måste en köpare som kommer upp i 30 procent eller mer av rösträtten i målbolaget, ensam eller tillsammans med andra som agerat i samförstånd med köparen, lämna ett bud på samtliga aktier i bolaget, så kallad budplikt, (Mandatory offer). Budet skall innehålla ett erbjudande om att köpa aktierna till det högsta priset som köparen köpt aktier för i bolaget de senaste 12 månaderna.

Till skillnad från NBK: s svenska reglering valde Panelen att redan från början införa en regel om erbjudandeplikt i Koden. Anledningen till att man införde en regel om erbjudandeplikt i Koden var att man inte ville att någon skulle kunna få en effektiv kontroll över ett bolag, genom att erbjuda en del av bolagets aktieägare ett överpris för aktieposten, utan att för den delen köpa samtliga aktier, något som skulle innebära att resterande aktieägare inte får möjligheten att sälja sitt innehav till den högre kursen som budet låg på.

⁷¹ The City Code on Takeovers and Mergers, A 1.

⁷² "All shareholders of the same class of an offeree company must be treated similarly by an offeror."

Den ursprungliga formen av erbjudandeplikt i Koden var utformad så att den som uppnådde effektiv kontroll över ett bolag var tvungen att lämna ett erbjudande om att köpa övriga aktier i bolaget. Var gränsen för effektiv kontroll över bolaget låg framgick inte utav regeln, utan det avgjordes utav Panelen från fall till fall. Ett par år senare, närmare bestämt 1972, valde panelen att lägga in en gräns, på 40 procent av röstetalet i bolagets aktier, i Koden. Överskreds denna gräns utlöstes erbjudandeplikten för köparen. Nu innebar inte införandet av denna gräns att man tog bort den ursprungliga regeln om effektiv kontroll, utan de två reglerna användes parallellt fram till och med 1974, då de jämkades samman till en regel. I denna nya regel lades gränsen för erbjudandeplikt vid ett aktieinnehav om 30 procent av röstetalet. Att det var just på 30 procent som gränsen för erbjudandeplikt lades berodde på att det var där som Panelen i sin praxis ansett att gränsen för effektiv kontroll av bolag låg.

Budpliktsgränsen ligger på en annan nivå i Koden jämfört med gränsen i NBK/OE. Detta beror på att gränsen för effektiv kontroll över aktiebolag är annan i Sverige än i Storbritannien. I Sverige anses gränsen ligga på 40 procent av röstetalet i bolaget, medan den i Storbritannien ligger på 30 procent av röstetalet i bolaget. Anledningen till att gränsen för effektiv kontroll skiljer sig mellan Sverige och Storbritannien är att ägarkoncentrationen ser olika ut i aktiebolag i de två länderna.

För att förhindra att en köpare skall kunna undvika budplikten genom att sprida sina aktieinköp i målbolaget på andra personer, och på så sätt kringgå bestämmelserna och få kontroll över bolaget utan att behöva lägga ett bud på samtliga övriga aktier, fastslår regel nr. 9 att även aktier som innehas av personer som agerar i samförstånd med köparen skall omfattas när man avgör om ett bud skall läggas eller ej.⁷³ En liknande regel finns även i NBK/OE, punkten I.3 a – e, som behandlar åtgärder vidtagna av närstående.

4.2.3.2 Creeping control

Till skillnad från NBK/OE innehåller koden en regel om så kallad ”creeping control”. Denna regel innebär att det inte endast är när någon passerar 30 procentgränsen som erbjudandeplikten utlöses. Med ”creeping control” menas att erbjudandeplikten utlöses utifall någon, som innehar mellan 30-50 procent av röstetalet i bolaget, ensam eller tillsammans med någon som agerar i samförstånd med köparen, utökar sitt aktieinnehav med en (1) procentenhet under en tolv månaders period.⁷⁴ Anledningen till att denna regel infördes i Koden var att man ansåg att gränsen, på 30 procent, när budplikten träder in inte var tillräcklig, eftersom gränsen för var effektiv kontroll över ett bolag egentligen ligger varierar från bolag till bolag. Vad man ville komma åt var de fall där en aktieägare, som hade mer än 30 procent av röstetalet, var villig att betala ett premium för aktier som skulle öka dennes grad av kontroll över företaget.⁷⁵

⁷³ Rule 9.1 a, The City Code on Takeovers and Mergers.

⁷⁴ Rule 9.1 b, The City Code on Takeovers and Mergers.

⁷⁵ Johnston, Alexander, The City Take-over Code, s. 270. ”Logically it could be argued that, if effective control is already secured at 30 per cent, then no obligations should attach to a person who already has 30 per cent and goes on to acquire further shares. In fact, the figure of 30 per cent is necessarily arbitrary. What percentage of shares gives effective control depends in any individual case on the disposition of the remaining shares. If the shares are dispersed among many small holders, 10 per cent might give effective control: whereas 30 per cent would not give control against a block of 35 per cent or more. ... Experience has shown that there are cases – sufficiently numerous to matter – where the holder of 30 per cent is prepared to pay a premium to secure shares that increase his holding and so his degree of control. It was for this reason that in 1974 anyone holding between

4.2.3.3 Förvärv utanför erbjudandet

Regel nr. 11 innebär att en köpare som, under budet eller under en tolv månaders period innan budet, har köpt tio procent eller mer av röstetalet i bolagets aktier, i ett specifikt aktieslag, måste erbjuda samtliga aktieägare inom den aktieklassen att köpa deras aktier till det högsta priset han köpt dessa aktier till under den ovan nämnda tidsperioden. Tanken med denna regel är att hindra köparen från att få kontroll genom att köpa stora aktieposter av en aktieklass, på marknaden, utan att för den skull behöva lämna ett bud på samtliga aktier i det aktuella aktieslaget. Denna regel har vissa likheter med punkterna II. 10 – 12 i NBK/OE, på så sätt att den reglerar köparens handlande utanför budet.

Utifall en köpare, under budtiden eller en period om tre månader innan offentliggörandet av erbjudandet, köper aktier i målbolaget, till ett pris som överstiger budpriset, så måste köparen höja budpriset till det högsta priset som han köpt aktier för i målbolaget under budtiden, enligt regel nr. 6. Denna regel har stora likheter med punkten II.10 i NBK/OE.

4.2.3.4 Utformning av villkor rörande aktier med icke identiska villkor

Om målbolaget har mer än en aktieklass kan det uppstå problem med prissättningen av aktierna i olika aktieklasser. För att prissättningen mellan olika aktieklasser skall bli så rättvis som möjligt har man i regel nr. 14 styrt upp hur prissättningen får ske. Denna regel stadgar att priserna mellan de olika aktieklasserna måste vara jämförbara.⁷⁶ För att kunna avgöra om de olika priserna är jämförbara använder man sig av ett genomsnittspris av de kurser som aktierna inom varje klass har sålts till på marknaden under de senaste sex månaderna innan budet. Vidare så måste köparen, om han lagt bud på aktier av olika aktieslag, lägga separata bud på varje aktieslag. Utformningen av villkor rörande aktier med icke identiska villkor regleras i Sverige i NBK/OE punkten II. 9.

För att förhindra att vissa aktieägare i målbolaget får speciella förmåner av köparen har man i regel nr. 16 i Koden valt att förbjuda speciella löften eller fördelar från köparen som inte kommer alla aktieägare tillgodo. Dock kan man få dispens ifrån denna regel om man söker och får dispens från Panelen.

4.2.3.5 Partiella erbjudanden

Partiella erbjudanden regleras närmare i regel nr. 36. Enligt denna regel så krävs Panelens godkännande för ett partiellt erbjudande. Normalt godkänner Panelen partiella erbjudanden så länge de innebär att köparen ensam eller tillsammans med någon närstående inte kommer upp i ett aktieinnehav på 30 procent eller mer av aktiekapitalet i målbolaget. Panelen kan även i undantagsfall godkänna ett partiellt erbjudande från köparen, ensam eller tillsammans med någon närstående, som omfattar mer än 30 procent av aktiekapitalet i målbolaget, men restriktionerna är starka. Partiella erbjudanden regleras i Sverige i NBK/OE i kapitel II punkten 10.

30 per cent and 50 per cent became liable to make a mandatory bid if he acquired a further 1 per cent in any period of 12 months – a figure which was increased to 2 per cent in 1976.”

⁷⁶ ”Where a company has more than one class of equity share capital, a comparable offer must be made for each class whether such capital carries voting rights or not; ...”

4.2.4 Informationsplikt

Princip nr. 4⁷⁷ stadgar att aktieägare måste ges tillräckligt med information och råd så att de kan fatta ett genomtänkt beslut. De skall även ges tillräckligt med tid för att kunna göra det. Ingen relevant information får undanhållas dem. En bestämmelse om informationsplikt är speciellt viktig för minoritetsaktieägarna vid fusioner och offentliga uppköpserbudanden då de är speciellt utsatta vid dessa situationer. Motsvarande regel i NBK/OE är punkten II.3.

För att all information skall finnas tillgänglig för aktieägarna måste målbolaget, enligt regel nr. 3, utse en oberoende rådgivare som skall sammanställa information och rådge aktieägarna med anledning av budet. Dessa råd måste tillsammans med målbolagets styrelses ställningstagande till budet finnas tillgängliga för bolagets aktieägare att ta del av. Någon motsvarande regel finns inte i NBK/OE utan istället ställs krav på köparen som måste framställa ett prospekt över erbjudandet enligt punkten II.6 i NBK/OE.

Alla dokument som tas fram under erbjudandet måste, enligt regel nr. 19, tillfredsställa högt ställda krav på noggrannhet och informationen måste presenteras på ett adekvat och rättvist sätt.

Vilken den information är som ansetts speciellt viktig att aktieägarna får ta del av och som därför måste finnas i de dokument som presenteras för dessa så att de på rättvisande grunder kan bedöma, ta ställning till och fatta ett beslut rörande erbjudandet, framgår av regel nr. 24. Som exempel kan nämnas att, budgivaren måste klargöra vilken avsikt han har med målbolagets fortsatta affärsverksamhet.

4.2.5 Säkerställande av rättvis bild av marknad

Enligt princip nr. 6⁷⁸ måste alla inblandade parter i ett offentligt uppköpserbudande vidta sådana åtgärder som krävs för att inte en falsk marknad skall uppstå för både målbolagets och det köpande bolagets aktier. Denna princip har ett nära samband med princip nr. 4 som tar upp informationsplikten. Motsvarande regel finns i NBK/OE i punkten II.3.

Hur ett tillkännagivande av ett erbjudande får ske, när det skall ske och vad det skall innehålla styrs av regel nr. 2.⁷⁹ Enligt denna regel måste tillkännagivandet vara uttömmande och innehålla alla villkor och omständigheter som erbjudandet omfattar, såsom vem som står bakom erbjudandet och vilka villkor som erbjudandet innehåller.

4.2.6 Åtgärder vidtagna av målbolaget

⁷⁷ "Shareholders must be given sufficient information and advice to enable them to reach a properly informed decision and must have sufficient time to do so. No relevant information should be withheld from them."

⁷⁸ "All parties to an offer must use every endeavour to prevent the creation of a false market in the securities of an offeror or the offeree company. Parties involved in offers must take care that statements are not made which may mislead shareholders or the market."

⁷⁹ "Secrecy before announcements; the timing and contents of announcements."

Princip nr. 7⁸⁰ styr målbolagets agerande. Efter det att ett bud lagts får styrelsen i målbolaget inte, utan aktieägarnas godkännande, vidta några åtgärder som kan stjälpa budet. Styrelsen är normalt det organ i bolaget som har bäst kontroll på bolagets ställning, och det kan därför ses som normalt att aktieägarna vill veta vad styrelsen tycker om ett bud. Det är därför av största vikt att styrelsen i målbolaget offentliggör sin inställning så att samtliga aktieägare kan ta ställning till budet. För att styrelsen inte skall agera i eget intresse utan i aktieägarnas har man i Koden infört dessa regler som styr målbolagets agerande. Motsvarande regler finns även i NBK/OE i punkten II.16.

Regel nr. 21 begränsar målbolagets direktörers handlingsförmåga vid ett erbjudande. De får inte ta till sådana åtgärder som kan hindra budet. De får t ex. inte ge ut nya aktier, (fond- eller nyemission), sälja bolagets tillgångar eller i övrigt ingå affärer utöver det vanliga.

Regel nr. 20 begränsar målbolagets ledning möjligheter att ge viktig information, om bolaget, till endast vissa budgivare.

4.3 Sanktioner

I inledningen av Koden klargör Panelen att Koden inte är en lag eller för den delen försöker att vara en lag.⁸¹ Detta innebär att den inte har samma möjlighet till sanktioner och verkställande av sanktioner som lagstiftningen har. Det hindrar dock inte att Koden i stor omfattning efterlevs. För att Koden skall efterlevas har man därför skapat självreglerande instanser, som får sitt bemyndigande från Financial Services Act. Skulle någon bryta mot reglerna i Koden riskerar de att mista möjligheten att fortsätta agera på den brittiska värdepappersmarknaden.⁸² Dessutom kan ärenden hänskjutas till Panelen som kan fatta beslut om sanktioner eller att man måste vidta vissa åtgärder som fastställs av Panelen.

4.4 Sammanfattning

Det finns i Storbritannien två olika regleringar som styr fusioner och offentliga uppköpserbjudanden, lagreglering och självreglering. Jag har ovan beskrivit självregleringen som är det mer omfattande regelsystemet. Detta system, The City Code on Take-Overs and Mergers, har som jag nämnt tidigare inte bara stått som modell för NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv utan även för EG-kommissionens förslag till ett trettonde bolagsdirektiv rörande offentliga uppköpserbjudanden.⁸³

Kodens tillämpningsområde är mer omfattande än NBK/OE:s tillämpningsområde. Koden reglerar till skillnad från NBK/OE både fusioner och offentliga uppköpserbjudanden. Vidare omfattar koden inte bara publika aktiebolag som är noterade vid börs eller marknadsplats,

⁸⁰ "At no time after a bona fide offer has been communicated to the board of the offeree company, or after the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, may action be taken by the board of the offeree company in relation to the affairs of the company, without the approval of the shareholders in general meeting, which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits"

⁸¹ The City Code on Take-Overs and Mergers, A 1. "The Code has not, and does not seek to have, the force of law."

⁸² Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers, sec. 3 – 514 f.

⁸³ Kommissionens förslag till ett trettonde bolagsdirektiv beskrivs närmare under kapitel 5.3.

utan även onoterade publika aktiebolag samt privata aktiebolag. Detta innebär att Koden har ett större användningsområde än NBK/OE.

Man kan konstatera att Panelen vid skapandet av Koden ansett det nödvändigt att genom minoritetsskyddsreglering söka upprätthålla och skydda aktiemarknaden. Denna reglering tar sikte på att skapa en balans och avvägning mellan majoritetens och minoritetens intressen vid fusioner och offentliga uppköpserbudanden. En sådan balans har Panelen ansett sig kunna åstadkomma genom införande av regler avseende likabehandling, informationsskyldighet, säkerställande av en rättvis marknadsbild samt begränsningar i bolagsledningarnas handlingsfrihet. Hela Koden genomsyras följaktligen av tanken på att garantera alla aktieägare en rättvis och lika behandling vid företagsuppköp. För att uppnå dessa syften delas Koden upp i tio generella principer och ca 40 st. mer detaljerade regler. Bland annat finns regler om förvärv utanför erbjudandet, partiella erbjudanden och budplikt.

5 Europeiska Unionen

5.1 Inledning

Efter att nu ha behandlat de svenska och de brittiska minoritetsskyddsreglerna vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden har jag nu för avsikt att ge en kort presentation av det tredje bolagsdirektivet, det så kallade "Fusionsdirektivet" och EG-kommissionens förslag till ett trettonde bolagsdirektiv rörande uppköpserbjudanden. Jag kommer att börja med en kort redogörelse för fusionsdirektivet. Därefter går jag över till att behandla kommissionens förslag till ett trettonde bolagsdirektiv rörande uppköpserbjudanden. Här kommer jag att börja med en historisk överblick över hur förslaget har kommit till för att sedan göra en genomgång av förslaget som det ser ut till dags dato. Som avslutning kommer jag att diskutera huruvida förslaget kommer att antas eller inte av Ministerrådet i sin nuvarande form.

5.2 Fusionsdirektivet

5.2.1 Bakgrund

Fusionsdirektivet antogs av Ministerrådet den 9 oktober 1978 och grundar sig på art. 44.2 g (fd. art 54.3 g). Tanken med direktivet är att samordna medlemsstaternas lagstiftning när det gäller fusioner för att öka skyddet för bland annat minoritetsaktieägare. Storbritannien implementerade direktivet 1987. Direktivet omfattar endast publika aktiebolag⁸⁴ till skillnad från till exempel de svenska reglerna om fusioner som berör både privata och publika aktiebolag.⁸⁵ Att så är fallet beror på att den svenska regeringen ansåg att fusionsdirektivets regelsystem innebar fördelar även för de privata aktiebolagen.

5.2.2 Fusionsplanens godkännande av bolagsstämman

De ur minoritetssynpunkt intressanta artiklarna i fusionsdirektivet är art. 7 och 8. Enligt art. 7 så måste fusionsplanen godkännas av bolagsstämman i samtliga fusionerande bolag, dock kan undantag göras under speciella omständigheter som tas upp i art. 8. Dessutom berör artikeln vilka majoritetspluraliteter som krävs för fusionsplanens godkännande på bolagsstämman. Enligt denna artikel krävs, som huvudregel, för godkännande beslut minst två tredjedelar av de röster som är förenade med de företrädda aktierna eller det företrädda tecknade kapitalet. Så långt stämmer artikeln överens med huvudregeln i 14 kap 11 § ABL. Därefter så skiljer den sig lite från ABL. Enligt andra punkten i artikeln så skall det om det finns flera olika aktieslag hållas särskilda omröstningar för varje aktieslag som berörs av fusionen. Någon sådan regel finns ej i ABL.

⁸⁴ EG: s tredje bolagsdirektiv, (78/855/EEG), Art. 1.

⁸⁵ Prop. 1993/94:196, s. 89.

5.2.3 Undantag från huvudregeln

Art. 8 i fusionsdirektivet är ett undantag från huvudregeln i art. 7, och stadgar att godkännande av fusionsplanen, av bolagsstämman i det övertagande bolaget, inte behövs utifall vissa förutsättningar är uppfyllda. Om dessa förutsättningar är uppfyllda kan beslut om godkännande fattas av styrelsen i bolaget. En minoritet om lägst fem procent kan dock även om förutsättningarna är uppfyllda, kräva att beslutet om godkännande skall fattas av bolagsstämman. Det är denna artikel som 14 kap. 10 § i ABL baseras på. Lagstiftaren har valt att utnyttja detta undantag när man skrivit 10 § ABL. Detta innebär att, enligt huvudregeln i 10 § ABL så är det endast i de överlåtande bolagen som beslutet om godkännande av fusionsplanen måste fattas på bolagsstämman. Vidare kan minoriteten i det övertagande bolaget, enligt 10 § ABL, begära att beslutet skall fattas av stämman istället för styrelsen, vilket också föreskrivs i art 8.

5.3 *Kommissionens förslag till ett trettonde bolagsdirektiv*

5.3.1 Historik

I början av 1970-talet gav Kommissionen i uppdrag till den brittiske professorn i bolagsrätt, Robert Pennington, att fram en rapport med ett utkast till direktiv rörande offentliga uppköpserbjudanden. 1974 lades denna rapport fram till kommissionen. Direktivutkastet i Pennington rapporten innehöll många likheter med den brittiska Take-over koden ”The City Code on Take-Overs and Mergers”. Bland annat innehöll utkastet regler om erbjudandeplikt, uppköpsprospektets innehåll, målföretagets försvarsåtgärder samt regler om köparens agerande innan offentliggörandet av erbjudandet. Reglerna rörande erbjudandeplikten var enligt Pennington själv en kompromiss mellan Franska, Belgiska och Brittiska regler om erbjudandeplikt. Något direktiv av detta utkast blev det dock inte.

Det skulle nu dröja ända till 1987 innan något nytt utkast till direktiv presenterades. Men detta direktivutkast rönt inte heller någon framgång eftersom det kritiserades hårt på flera punkter, och då framför allt reglerna om erbjudandeplikten. Processen med att ta fram ett nytt förslag till direktiv tog emellertid ny fart under 1988. Anledningen till detta var den italienske företagsmagnaten Carlo de Benedetti’s bud på det belgiska företaget Société Générale de Belgique. Detta ledde till att kommissionen lade fram ett förslag till trettonde bolagsdirektiv 1989. Det övergripande syftet med detta förslag var att skapa ett minimiskydd för aktieägare i publika aktiebolag vars aktier blir föremål för ett offentligt uppköpserbjudande.⁸⁶ En central bestämmelse även i detta direktivförslag var införandet av erbjudandeplikt i medlemsstaterna.⁸⁷ Efter att förslaget varit på remissrunda tog kommissionen tillbaka det för omarbetning, eftersom det hade uppkommit synpunkter på erbjudandepliktens utformning.

1990 kom en något omarbetad upplaga av det tidigare förslaget från 1989. Tanken med det förslaget var att skapa ett gemensamt regelsystem inom den gemensamma marknaden när det gäller offentliga uppköpserbjudanden. Vad man menar är att de olika länderna, inom den gemensamma marknaden, har olika regelsystem som skiljer sig åt och på detta sätt skapas

⁸⁶ Skog, Rolf, *Erbjudandeplikt*, 1994, s. 14 f.

⁸⁷ COM (88) 823 – SYN 186, 16.2.1989. ”Whereas this equality of treatment requires that the obligation to make a bid is imposed on persons wishing to attain a certain level of participation in a company and in order to ensure the protection of minority shareholders and to avoid purely speculative partial bids, it is necessary to require that these persons make a bid for all the shares of that company.”

vissa svårigheter vid gränsöverskridande uppköpserbudanden. Syftet med förslaget var således att undanröja olikheterna i de olika regelsystemen och på detta sätt tillförsäkra aktieägare likabehandling inom den gemensamma marknaden. Reglerna i detta förslag skulle vara tillämpliga på erbjudanden om förvärv av aktier eller andelar som kan omsättas på en organiserad marknad.⁸⁸ Omsatt till svenska förhållanden innebar det aktier som är omsatta på auktoriserad marknadsplats eller börs. Detta tillämpningsområde stämmer väl överens med det tillämpningsområde som NBK/OE har. För att kunna garantera aktieägarna likabehandling skulle medlemsstaterna, enligt direktivförslaget, vara tvungna att upprätta en tillsynsmyndighet för reglernas efterlevnad.

I 1990 års direktivförslag var fortfarande regeln om erbjudandeplikt bärande. Regeln om erbjudandeplikten återfanns i artikel 4. Enligt denna bestämmelse skulle erbjudandeplikten utlösas när en köpare uppnådde en aktieandel på en tredjedel av röstetalet i bolaget.⁸⁹ Vid beräkningen av köparens andel av rösterna i bolaget skulle utöver hans eget innehav även andelar som innehas av andra personer eller företag som handlade i samförstånd med köparen räknas.⁹⁰ Direktivförslaget tillät dock medlemsstaterna att medge undantag från erbjudandeplikten i nationell lagstiftning i vissa speciella fall, till exempel om aktierna förvärvats genom arv.⁹¹

Men inte heller detta förslag antogs, mycket på grund av sin detaljerade utformning. Det skulle nu dröja sju år innan kommissionen presenterade ett nytt reviderat förslag till trettonde bolagsdirektiv den 7 februari 1996. Detta förslag var inte alls lika detaljerat till sin utformning som de tidigare förslagen, utan innehöll ett antal så kallade allmänna principer och ett begränsat antal detaljregler. En viktig nyhet i detta förslag var att medlemsstaterna skulle kunna implementera direktivet genom både lagstiftning och självreglering. Detta var ett sätt att ta hänsyn till Storbritanniens motstånd mot tidigare förslag som inte gick att implementera genom självreglering. Parlamentet var dock inte helt nöjt med detta förslag. Efter ytterligare några års diskussioner på tjänstemannanivå och vid förhandlingar mellan parlamentet och rådet kom förslaget slutligen upp till omröstning i parlamentet. Efter en oviss omröstning som föregicks av intensiv lobbyverksamhet visade det sig att förslaget inte röstades igenom. Detta innebar i sin tur att frågan om ett trettonde bolagsdirektiv åter låg på kommissionens bord.

5.3.2 Det nuvarande förslaget

Den 2 oktober 2002 lade så kommissionen åter fram ett nytt förslag till trettonde bolagsdirektiv. Likt de tidigare förslagen har det senaste förslaget samma mål, nämligen att harmonisera bestämmelserna i de olika regelsystemen som finns inom unionen och på så sätt göra rättsläget tydligare vad gäller gränsöverskridande uppköpserbudanden. Dessutom skall reglerna enligt förslaget garantera minoritetsaktieägarna ett skydd vid sådana transaktioner.

⁸⁸ COM (90) 416 final – SYN 186, artikel 1 st. 1. ”The coordination measures prescribed by this Directive shall apply to the laws, regulations and administrative provisions of the Member States relating to takeover and other general bids for the securities of a company governed by the law of a Member State where these securities are admitted to trading on a market in one or more Member States which is regulated and supervised by authorities recognised by public bodies, operates regularly and is accessible, directly or indirectly, to the public.”

⁸⁹ COM (90) 416 final – SYN 186, artikel 4, p. 1.

⁹⁰ COM (90) 416 final – SYN 186, artikel 4, p. 2.

⁹¹ COM (90) 416 final – SYN 186, artikel 4, p. 2c.

Även detta direktivförslag är utformat som ett ramdirektiv med ett fåtal principer och ett antal allmänna krav. Tanken är att skapa en ram för medlemsländernas agerande samtidigt som de behåller rätten att fastställa de närmare tillämpningsbestämmelserna i enlighet med nationell praxis. Detta innebär att även detta förslag öppnar dörren för att Sverige och Storbritannien skall kunna behålla sina respektive självregleringar, men det är under förutsättning att eventuella skillnader inte äventyrar tillämpningen på gemenskapsnivå.

I arbetet med att ta fram 2002 års förslag har kommissionen tagit hänsyn till de rekommendationer som lämnades i den så kallade "Winter-rapporten".⁹² Dessa rekommendationer är baserade på de ändringsförslag som Europaparlamentet antog med anledning av förslaget som kommissionen lade fram 1996. Detta gäller bland annat en gemensam definition av termen "skäligt pris" som återfinns i art. 5, samt inrättandet av en inlösenrätt för både anbudsgivare, art. 14, och minoritetsaktieägarna i målbolaget, art. 15. Vad kommissionen dock står fast vid även i detta förslag är det krav som finns på att det är aktieägarna som skall besluta om eventuella försvarsåtgärder vid ett offentligt uppköpserbjudande och inte bolagsledningen som parlamentet menade när man förkastade det förra förslaget.

5.3.2.1 Tillämpningsområde

Enligt förslaget är direktivet tillämpligt på bolag som lyder under en medlemsstats lagstiftning och vars värdepapper helt eller delvis omsätts på en eller flera börser inom unionen. Detta är dock att anse som ett minimikrav och det står således medlemsstaterna fritt att utvidga tillämpningsområdet till att även omfatta bolag vars värdepapper inte är noterade på en fondbörs. Detta innebär att Sverige och Storbritannien skulle kunna behålla sin nuvarande reglering om förslaget går igenom.

5.3.2.2 Tillsynsmyndighet

Medlemsstaterna måste enligt förslaget inrätta en eller flera tillsynsmyndigheter som skall se till att de regler som införs enligt direktivet efterlevs. Något krav på att myndigheten skall vara en offentlig myndighet finns inte, utan det kan även vara ett privat organ som godkänts i nationell lagstiftning.⁹³ Detta innebär att både Sverige och Storbritannien kan behålla de organ, Aktiemarknadsnämnden i Sverige och Panelen i Storbritannien, som i dagsläget sköter kontrollen av de existerande regelsystemen.

5.3.2.3 Likhetsprincipen

I art. 3 fastslås de allmänna principer som skall gälla vid offentliga uppköpserbjudanden. En av de principer som fastslås är likabehandlingsprincipen.⁹⁴ Enligt direktivförslaget måste den

⁹² Den s.k. "Winter-rapporten" lades fram av en grupp experter i bolagsrätt ledda av professor Jaap Winter som fick i uppdrag av kommissionen att se över de invändningar parlamentet hade mot det förra förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv som lades fram av kommissionen 1996.

⁹³ COM (2002) 534 slutlig, art 4.

⁹⁴ Andra exempel på principer är, informationsskyldighet och att bolagets styrelse skall agera i de intressen som bolaget i sin helhet har.

som förvärvar kontrollen över ett bolag behandla alla innehavare av värdepapper av samma slag i bolaget lika.⁹⁵ Detta stämmer väl överens med de svenska och de brittiska reglerna.

5.3.2.4 Informationsskyldighet

En annan allmän princip som fastslås i art. 3 är informationsskyldigheten. För att aktieägarna i målbolaget skall kunna fatta ett välgrundat beslut angående erbjudandet finns det i förslaget krav på informationsskyldighet för budgivaren.⁹⁶ Av denna anledning måste budgivaren upprätta en anbudshandling (prospekt) som innehåller den information som aktieägarna behöver för att kunna fatta ett välgrundat beslut angående erbjudandet.⁹⁷ Vidare måste beslutet om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande offentliggöras utan dröjsmål och den tillsynsmyndighet, som skall inrättas enligt förslaget, underrättas om budet.⁹⁸ Information angående budet som kan påverka marknaden av de berörda parternas värdepapper måste offentliggöras på ett sätt som innebär att risken för insiderhandel i de berörda värdepapperna minimeras.

Direktivförslaget ser i denna del, vid en jämförelse, i stort sett ut som den svenska regleringen ser ut i dagsläget. Detta innebär att om förslaget går igenom så behöver inte den svenska regleringen ändras vad gäller informationsskyldigheten. Även den brittiska regleringen ser i stort ut som direktivförslaget, varför det troligen inte behövs göras några förändringar vad gäller informationsskyldigheten i koden.

5.3.2.5 Budplikt

Som i de tidigare förslagen upptar regler om budplikt en central roll i detta förslag. Budpliktsreglerna återfinns i art 5. Där framgår att en budgivare, fysisk eller juridisk, måste lämna ett erbjudande om att köpa samtliga värdepapper i målbolaget, då denne uppnår en bestämd andel av röstetalet i målbolaget. Detta gäller om det sker direkt eller indirekt, om budgivaren gör det själv eller tillsammans med person som agerar i samförstånd. Vilken andel av röstetalet som ger kontroll över bolaget skall bestämmas i var medlemsstat för sig. Budplikten är inte absolut utan undantag från budplikten finns.⁹⁹

Det pris som skall betalas för värdepapperna vid ett erbjudande enligt budpliktsreglerna, skall enligt förslaget vara skäligt. Skäligt pris är enligt förslaget det högsta pris som budgivaren, eller person som agerar i samförstånd med budgivaren, betalat för samma värdepapper under en period om sex till tolv månader innan köpet som utlöste budplikten.

Grunderna för budplikten i förslaget är stort sett lika med de svenska och brittiska grunderna för budplikt. Detta innebär att, då förslaget är att se som en ram där medlemsstaterna själva får utveckla de närmare reglerna på nationell nivå, både Sverige och Storbritannien i stort kan behålla sina respektive regler om budplikt.

⁹⁵ COM (2002) 534 slutlig, art 3.

⁹⁶ COM (2002) 534 slutlig, art 6.

⁹⁷ Exempel på sådan information är, Anbudsgivarens identitet, alla förutsättningar som gäller för erbjudandet och budgivarens avsikt ifråga om den framtida verksamheten i bolaget.

⁹⁸ COM (2002) 534 slutlig, art. 4.

⁹⁹ COM (2002) 534 slutlig, art 5.2.

5.3.2.6 Åtgärder vidtagna av målbolaget

I likhet med de svenska och de brittiska regelverken innehåller även kommissionens förslag regler om åtgärder vidtagna av målbolaget. Denna artikel är dock mycket kontroversiell och är en anledning till varför förslaget som lades fram 1996 inte antogs av Parlamentet. Kommissionen har dock ansett att regeln är av sådan vikt att man fortfarande har med den i sitt senaste förslag till direktiv.

Artikel 9 innebär att målbolagets styrelse inte, utan aktieägarnas godkännande, får vidta försvarsåtgärder som kan riskera att äventyra budet. Någon närmare precisering av vilka åtgärder som inte får vidtas görs inte utan det är upp till varje medlemsland för sig att bestämma. Dessutom åläggs målbolagets styrelse att avge ett motiverat yttrande om erbjudandet. Detta yttrande skall riktas till de aktieägare som har att ta ställning till erbjudandet.

5.3.2.7 Inlösen av aktier

Med i direktivförslaget finns det en rätt för anbudsgivaren att begära inlösen av minoritetens aktier och för minoritetsaktieägare en rätt att begära att anbudsgivaren löser in deras aktier.¹⁰⁰ Art. 14 stadgar att en budgivare som kommer upp i en andel av 90 procent av aktiekapitalet i målbolaget kan begära att de kvarvarande aktieägarna säljer sina aktier till denna till ett rimligt pris. Art. 15 stadgar i sin tur att minoriteten kan kräva att en budgivare som kommer upp i ett innehav av 90 procent eller mer av aktiekapitalet i målbolaget löser in de kvarvarande aktierna till ett rimligt pris. Motsvarande regler om inlösen av aktier finns i Sverige i 14 kap. 31 § ABL och berör fusioner.

5.3.2.8 Sanktioner

Medlemsstaterna måste enligt direktivförslaget ha ett system för påföljder för det fall någon inte följer de regler som dras upp i förslaget. Medlemsstaterna kan själva avgöra hur det skall se ut. Det enda som sägs i förslaget är att påföljderna skall vara effektiva, proportionella och avskräckande. Detta torde innebära att Sverige och Storbritannien kan behålla sina respektive sanktionssystem om förslaget går igenom.

5.4 **Sammanfattning**

Tanken med fusionsdirektivet var när det antogs att samordna medlemsstaternas lagstiftning när det gäller fusioner för att öka skyddet för bland annat minoritetsaktieägare. Vad gäller minoritetsaktieägarskyddet så stadgar fusionsdirektivet att fusionsplanen måste godkännas av bolagsstämman. Direktivet är implementerat både i svensk och brittisk lagstiftning.

Förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv skall reglera offentliga uppköpserbjudanden. Som jag tidigare har berört i uppsatsen regleras dessa, i Sverige, genom NBK/OE och i Storbritannien genom The City Code on Take-overs and Mergers. När tittar närmare på direktivförslaget och jämför det med reglerna i NBK/OE och Koden kan man se de i stort

¹⁰⁰ COM (2002) 534 slutlig, art. 14 och 15

stämmer överens. Generellt kan man säga att direktivförslaget är mer allmänt hållet och att det lämnar över till medlemsstaterna att mer detaljerat styra upp minoritetsskyddet kring offentliga uppköpserbjudanden. Att direktivförslaget inte innehåller mer detaljerade regler angående minoritetsskyddet vid offentliga uppköpserbjudanden är mer eller mindre en förutsättning för att det överhuvudtaget skall kunna röstas igenom av parlamentet. Tidigare förslag som varit detaljerade till sin utformning har kritiserats av just den anledningen att de är detaljerade och därför inte röstats igenom. Den nuvarande utformningen lämnar därför över ansvaret på medlemsstaterna att fylla ut direktivförslaget med mer detaljerade regler på nationell nivå. Medlemsstaterna är således enligt direktivförslaget skyldiga att se till att de minimikrav som anges i förslaget uppfylls. Medlemsstaterna får dock införa ytterligare villkor och strängare föreskrifter än de som krävs enligt förslaget.¹⁰¹

Kommer förslaget att antas? Som det ser ut i dagsläget har förslaget inte antagits av Ministerrådet eller Europaparlamentet och frågan är om det kommer att antas i sin nuvarande form. Det främsta argumentet mot förslaget är att det innehåller regler om erbjudandeplikt, något som bland annat Tyskland och Nederländerna helt avvisat i tidigare direktivförslag. Annan kritik som framkommit är att det anses öppna dörren för fientliga uppköpserbjudanden eftersom det begränsar målbolagets möjligheter till försvar mot uppköpet, något som framför allt Nederländerna kritiserat i tidigare förslag till direktiv.¹⁰² Frågan är då om dessa länders kritik har mjuknat vad gäller det ny omarbetade förslaget.

Något som kan tala för att förslaget går igenom är att många av gemenskapens länder skapat sig snarlika nationella regleringar och då gemenskapen snart kommer att utökas med ännu fler länder finns det en möjlighet att man vill ha igenom förslaget för att det inte skall försenas ännu mer.

Behövs då ett direktiv? Frågan är i sig svårbesvarad, men man kan notera att flera länder, däribland Sverige, på eget initiativ har skapat en snarlik reglering efter direktivförslagets tillkomst. Detta torde tyda på att ett behov av en sådan reglering. Man kan helt klart konstatera att minoritetens ställning stärkts till följd av de olika nationella regleringarna.

¹⁰¹ COM (2002) 534 slutlig, art. 3 p. 2.

¹⁰² Dorresteijn, A, Kupier, I, Morse, G, European Corporate Law, s. 62f.

6 Komparativ sammanfattning

6.1 Inledning

Ett aktiebolags högsta beslutande organ är bolagsstämman. Beslut på bolagsstämman fattas genom majoritetsbeslut. Detta innebär att makten i ett aktiebolag tillfaller den eller de som har en majoritet av röstetalet i bolaget. Majoriteten bestämmer med andra ord över minoriteten över bolagets skötsel, något som inte alltid är till minoritetens fördel. Riskerna finns att majoriteten, om det saknas ett skydd för minoriteten i aktiebolaget, missbrukar sin ställning till sin egen fördel. Och då aktiebolaget som bolagsform ofta bygger på och förutsätter investeringar av en mängd minoritetsaktieägare som utan något som helst minoritetsaktieägarskydd skulle tveka att investera sina resurser i aktier har det skapats lagregler till skydd för minoritetsaktieägarna. En anledning till att det finns ett lagstadgat minoritetsskydd är således, att om man inte ger minoriteten en tillräckligt dräglig ställning skulle det bli för riskabelt att investera i aktiebolag om man inte kan uppnå en majoritetsställning. Detta skulle kunna innebära att tillgången på riskkapital blir begränsad för aktiemarknaden. Något som i sin tur skulle kunna verka hämmande på tillväxten i landet.

Om minoritetsaktieägarna däremot ges ett för stort inflytande skulle de lätt kunna utnyttja situationen till sin egen fördel, på samma sätt som majoriteten, och åsidosätta företagets bästa framför ett eget utomliggande intresse. Med detta i åtanke kan man konstatera att det behövs en balans och en avvägning mellan majoritetens och minoritetens intressen för att företagen skall fungera.

Minoritetens behov av skydd varierar från situation till situation, men torde vara extra stor vid maktskiftet i ett aktiebolag, såsom vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden, eftersom den då kan hamna i svårigheter med att bedöma sin framtida position i bolaget. Detta gäller inte bara minoriteten i det överlåtande bolaget, utan även minoriteten i det övertagande kan hamna i kläm. Till exempel kan minoriteten i ett överlåtande publikt aktiebolag hamna i svårigheter om det övertagande aktiebolaget är ett privat aktiebolag, då de kan få svårt att avyttra sina aktier efter en fusion. Syftet med det lagreglerade minoritetsskyddet är således i första hand för att möjliggöra för bolaget att erhålla riskkapital och på så sätt utveckla och upprätthålla bolaget.

De regler som finns till för att skydda aktieminoriteten står dock inte endast att finna i lagregler. På de flesta aktiemarknader i Europa så har det vuxit fram ett regelsystem med etiska handlingsregler. Ofta har dessa regler kommit till genom att staten har hotat med strängare lagreglering, då den menat att vissa beteenden på aktiemarknaden har varit stötande och att dessa beteenden har riskerat att minska allmänhetens förtroende för marknaden. Marknadens aktörer har då själva skapat regler och kontrollorgan för att få bort dessa beteenden från aktiemarknaden. Man kan därför säga att självregleringen riktar in sig på att upprätthålla och skydda aktiemarknaden som företeelse.

Nedan avser jag i korthet genom en komparativ jämförelse sammanfatta och beskriva skillnader och likheter mellan det svenska, engelska och EG rättsliga regleringarna avseende vissa centrala bestämmelser rörande fusioner och offentliga uppköpserbjudanden.

6.2 Fusioner

Hur en fusion mellan aktiebolag skall gå till regleras i Sverige i ABL. ABL har i sin tur fått de grundläggande dragen från EG:s tredje bolagsrättsliga direktiv, det så kallade fusionsdirektivet. I uppsatsen har jag koncentrerat mig på de svenska reglerna gällande fusioner och jämfört dem med fusionsdirektivet. Några större skillnader mellan minoritetsskyddet, vid fusioner, i ABL och fusionsdirektivet finns inte, eftersom reglerna i ABL har hämtats från fusionsdirektivet. Även Storbritannien har implementerat fusionsdirektivet. En skillnad mellan fusionsdirektivet och ABL är att fusionsdirektivet endast omfattar publika aktiebolag medan ABL omfattar både publika och privata aktiebolag.

6.2.1 Rätt till inlösen av aktier

Minoriteten har enligt ABL rätt att begära att moderbolaget löser in deras aktier, under förutsättning att moderbolaget kan kräva att få lösa in dessa aktier.¹⁰³ Detta kan ske om moderbolaget själv eller tillsammans med annat dotterföretag äger mer än nio tiondelar av aktierna med mer än nio tiondelar av röstetalet av samtliga aktier i bolaget. Anledningen till detta är att minoriteten då inte kan utnyttja det skydd som finns för minoriteten i ABL.

En annan förutsättning för att minoriteten skall kunna begära tvångsinlösen av sina aktier är att moderföretaget lyder under ABL, vilket innebär att endast svenska aktiebolag omfattas av paragrafen. Detta innebär ett problem för minoriteten utifall majoritetsaktieägaren inte är ett svenskt aktiebolag, t.ex. en fysisk person eller ett bolag från t.ex. Storbritannien. I dessa fall ger ABL minoriteten ingen hjälp i sin trängda situation. Fusionsdirektivet innehåller inga regler om minoritetens rätt att begära att moderbolaget löser in deras aktier. Men minoriteten kan komma att bli hjälpt ur detta problem om kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv antas av EU. I detta direktiv finns det med en artikel som skall ge minoriteten rätt att begära att en ny majoritetsaktieägare löser in deras aktier.¹⁰⁴

6.2.2 Fusionsplanens underställande och godkännande av bolagsstämman

Enligt huvudregeln i ABL skall fusionsplanen godkännas av bolagsstämman i det överlåtande bolaget, men detta behövs inte i det övertagande bolaget.¹⁰⁵ Dock finns det ett undantag från denna huvudregel. Undantaget innebär att om en minoritet om minst fem procent i det övertagande bolaget begär det, skall fusionsplanen underställas bolagsstämman även i detta bolag. Dessa regler är direkt implementerade från fusionsdirektivet¹⁰⁶ och här skiljer sig ABL inte från direktivet. Den enda skillnaden är att om det finns flera olika aktieslag så skall det enligt direktivet hållas separata omröstningar för varje aktieslag. Denna regel togs inte med i ABL vid implementeringen av fusionsdirektivet.

Vilken majoritet som krävs för ett godkännande av fusionsplanen har i svensk lagstiftning varierat genom tiden. I och med EU-inträdet infördes nya regler som ställde mer långtgående krav på majoritetskrav för godkännande av fusionsplanen. Huvudregeln är,¹⁰⁷ i likhet med

¹⁰³ ABL 14 kap 31 §

¹⁰⁴ COM (2002) 534 slutlig, art. 15

¹⁰⁵ ABL 14 kap 10 §.

¹⁰⁶ EG: s tredje bolagsdirektiv, (78/855/EEG), Art. 7 och 8.

¹⁰⁷ ABL 14 kap 11 §.

fusionsdirektivet,¹⁰⁸ att beslutet om fusionsplanens godkännande måste ha biträttats av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de angivna som de vid stämman företrädde aktierna. Undantagsreglerna i ABL är även de desamma som undantagen i fusionsdirektivet. Om fusionsplanen inte godkänns i sin helhet av samtliga bolag, är frågan om fusion förfallen.

6.3 Offentliga uppköpserbudanden

I Sverige regleras offentliga uppköpserbudanden i NBK/OE och i Storbritannien i The City Code on Take-Overs and Mergers. Det finns ännu ingen gemenskapsrättslig reglering av offentliga uppköpserbudanden, men det är EU:s mål att skapa en sådan, då regleringen av offentliga uppköpserbudanden inom EU ser annorlunda ut från medlemsstat till medlemsstat. Vid en jämförelse mellan den svenska och den brittiska regleringen ser man vissa likheter och vissa olikheter. Bland annat så är tillämpningsområdet i stort sett lika i de två normsystemen, men det finns skillnader. T.ex. omfattar den brittiska självregleringen även onoterade publika aktiebolag till skillnad från NBK/OE som endast omfattar publika aktiebolag noterade på svensk börs eller auktoriserad marknadsplats. Vad gäller Kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv så lägger det ut ett minikrav som omfattar alla bolag som är noterade på en börs. Det står dock medlemsländerna fritt att utvidga tillämpningsområdet till att omfatta fler typer av företag.

6.3.1 Tillsynsmyndighet

Enligt kommissionens förslag skall varje medlemsstat inrätta en eller flera tillsynsmyndigheter som skall se till att de regler som införs enligt direktivet efterlevs.¹⁰⁹ Några krav på att det skall vara en offentlig myndighet finns inte. Både Sverige och Storbritannien har i dagsläget organ som sköter tillsynen av de existerande regelsystemen, som i stort uppfyller direktivförslagets krav. I Sverige är det Aktiemarknadsnämnden och i Storbritannien är det The Panel on Take-Overs and Mergers. Båda dessa organ har skapats för att kunna ge auktoritativa och slutgiltiga besked om hur regelverken skall tillämpas.

6.3.2 Likabehandling av aktieägare

Både NBK/OE och Koden skapades för att det förekom beteenden på respektive lands aktiemarknad som innebar att aktieminoriteten i aktiebolagen kom i kläm. Av denna anledning skapades 1968 Koden. Huvudsyftet med Koden är att garantera alla aktieägare en rättvis och lika behandling vid företagsuppköp i Storbritannien.¹¹⁰ Redan 1971 följde Sverige efter och NBK/OE gavs ut för första gången. Huvudsyftet med NBK/OE är att garantera minoritetsaktieägare samma behandling som kontrollaktieägare vid offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.¹¹¹ Regeln om likabehandling av alla aktieägare framgår också som en huvudprincip i kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv.¹¹²

¹⁰⁸ EG: s tredje bolagsdirektiv, (78/855/EEG), Art. 7 och 8.

¹⁰⁹ COM (2002) 534 slutlig, art 4.

¹¹⁰ The City Code on Takeovers and Mergers, A 1.

¹¹¹ NBK/OE II.8

¹¹² COM (2002) 534 slutlig, art 3.

6.3.3 Informationsplikt

För att aktieägare ska kunna fatta ett genomtänkt beslut angående ett erbjudande om att sälja sina aktier måste de ges tillräckligt med information. Av denna anledning finns det centrala bestämmelser i både NBK/OE¹¹³ och Koden¹¹⁴ som stadgar vilken information som aktieägarna skall få samt hur den skall lämnas till dem. Hur aktieägarna får informationen skiljer sig dock åt mellan de två regelsystemen. I Sverige så ligger ansvaret på budgivaren att ta fram ett prospekt åt aktieägarna i målbolaget, som innehåller alla relevanta fakta om erbjudandet. I Storbritannien skall målbolaget utse en oberoende rådgivare, som skall sammanställa relevant information och rådge aktieägarna med anledning av budet.

Även i kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv så är informationsplikten en grundläggande princip.¹¹⁵ Och i likhet med de svenska och brittiska reglerna, måste aktieägarna enligt förslaget, få den information som behövs för att de skall kunna fatta ett välgrundat beslut angående budet. I likhet med den svenska regleringen och i motsats till den brittiska regleringen så läggs ansvaret på budgivaren för att informationen angående budet presenteras för aktieägarna på ett korrekt och uttömmande sätt.

6.3.4 Budplikt

Som jag nämnt i uppsatsen så har både NBK/OE och kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv haft Koden som förebild när de skapats. Detta innebär att det finns många likheter mellan de olika systemen. Till exempel innehåller alla tre normsystemen krav på budplikt. Budplikten är dock lite olika utformad i de olika systemen. I NBK/OE så inträder budplikten redan vid ett innehav på 40 procent av rösterna i ett bolag.¹¹⁶ I Storbritannien ligger gränsen på trettio procent av rösterna.¹¹⁷ Vad gäller kommissionens förslag¹¹⁸ så är det upp till varje medlemsland att bestämma var gränsen skall gå, varför det är troligt att, om förslaget går igenom, både Sverige och Storbritannien behåller sina respektive budpliktsgränser.

6.3.5 Creeping control

En stor skillnad mellan NBK/OE och Koden är att Koden innehåller regler om så kallad "creeping control".¹¹⁹ Denna regel har kommit till för att förhindra att någon, som innehar mellan 30 och 50 procent av röstetalet i målbolaget, utökar sitt aktieinnehav med en (1) procentenhet under en tolv månaders period. Detta eftersom man ansåg att budplikten inte gav ett tillräckligt skydd för minoriteten, då gränsen för effektiv kontroll över ett aktiebolag varierar från bolag till bolag. Att denna regel saknas i NBK/OE liksom i kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv, har i doktrin ansetts som en svaghet.¹²⁰ Att en regel om

¹¹³ NBK/OE kap V, kap I.4 och II. 3.

¹¹⁴ Rules 3, 19 & 24, The City Code on Take-overs and Mergers.

¹¹⁵ COM (2002) 534 slutlig, art 3.

¹¹⁶ NBK/OE III.1

¹¹⁷ Rule 9, The City Code on Take-overs and Mergers.

¹¹⁸ COM (2002) 534 slutlig, art 5.

¹¹⁹ Rule 9.1 b, The City Code on Take-overs and Mergers.

¹²⁰ Skog, Rolf, Erbjudandeplikt, 1994, s. 18.

creeping control saknas i dessa två regelsystem kan möjligen förklaras med att reglerna om budplikt har varit omtvistade i sig.

6.3.6 Åtgärder vidtagna av målbolaget

För att förhindra att målbolagets styrelse, utan aktieägarnas stöd, vidtar åtgärder som är till för att motarbeta erbjudandet har man både i NBK/OE¹²¹ och i Koden¹²² valt att skapa regler som skall förhindra detta. Tanken med dessa regler är att förhindra att bolagsledningen agerar i eget intresse istället för i aktieägarnas intresse. Några större skillnader mellan de två systemen finns inte vad gäller målbolagets agerande. Dels så får målbolagets ledning inte, utan aktieägarnas godkännande, vidta några åtgärder som kan stjälpa budet, dels måste målbolagets ledning offentligt göra sin inställning till budet.

Om man jämför kommissionens förslag till trettionde bolagsdirektiv¹²³ med den svenska och den brittiska regleringen så är det inte mycket som skiljer dem åt. Den enda skillnaden är att förslaget inte preciserar vilka åtgärder som målbolagets ledning inte får vidta, utan dessa skall enligt förslaget preciseras i varje medlemsstat för sig.

6.4 Slutord

Vid en jämförelse av de olika rättssystemens regler om minoritetsaktieägar skydd kan man snart konstatera att de i stort påminner om och är snarlika varandra. Detta torde bero på att det engelska systemet och dess take-over kod varit och är en föregångare vad avser minoritetsaktieägar skydd vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden. De allmänna principer som Koden grundar sig på, likabehandlingsprincipen, informationsplikten, en rättvis marknad för alla aktieägare, när det gäller bolagets aktier och att bolagets styrelse skall agera i de intressen som bolaget i sin helhet har, återfinns både i det svenska och EG-rättsliga systemet. Man kan dock konstatera att den engelska regleringen på ett tydligare sätt betonar minoritetens skyddsvärda ställning.

Inom de olika rättssystemen har man funnit det nödvändigt med en reglering av dessa principer, för att kunna uppnå och upprätthålla den balans mellan minoritetsaktieägarnas och majoritetsaktieägarnas intressen, vid fusioner och offentliga uppköpserbjudanden, som krävs för att upprätthålla och stärka det enskilda aktiebolagets existens och fortlevnad, samt upprätthålla en fungerande aktiemarknad. Exempel på regler som skapats för att uppnå dessa principer är som nämnts ovan att, aktieägarminoriteten har rätt att delta vid godkännandet av fusionsplanen, aktier med identiska villkor skall erbjudas identiska vederlag vid ett offentligt uppköpserbjudande, budplikten samt begränsningar av bolagsledningens handlingsfrihet vid ett uppköpserbjudande.

I Storbritannien försöker man främst genom självreglering, The City Code on Takeovers and Mergers, skapa denna balans mellan minoritetens och majoritetens intressen. I svensk rätt sker detta, dels genom självreglering, dels genom lagstiftning. EG-rätten å sin sida överlämnar till medlemsstaterna själva att bestämma på vilket sätt man väljer att reglera på, antingen genom lagstiftning eller genom självreglering. Detta innebär att både Sverige och Storbritannien kan,

¹²¹ NBK/OE II.16.

¹²² Rule 20 & 21, The City Code on Take-overs and Mergers.

¹²³ COM (2002) 534 slutlig, art 9.

om kommissionens förslag till trettonde bolagsdirektiv antas av Parlamentet, välja att behålla sina respektive regleringar.

Hur kommer då minoritetsskyddet se ut i framtiden? Inom den närmaste framtiden kommer nog inga större förändringar att ske, men det längre perspektivet är det lite svårare att säga något om. Dock torde det kanske främst bero på beteendet hos marknadens aktörer inom EU, eftersom det historiskt sett har varit marknadsaktörernas beteende som har tvingat fram nya och bättre minoritetsskyddsregler. Vidare torde det också bero på EU:s fortsatta utvidgning och de harmoniseringssträvanden som blir aktuella inom området med anledning av dessa.

Källförteckning

Litteratur

Alhanko, Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag, Rättsvetenskapliga Institutionens skriftserie, Handelshögskolan, Stockholm 1986

Andersson, Johansson och Skog: Aktiebolagslagen, 10-19 kap, En kommentar. Del II, med supplement, Norstedts Juridik, Stockholm

Dorresteijn, A, Kupier, I, Morse, G, European Corporate Law, Fritzes förlag AB, Stockholm 1995

FAR: s Regelsamling II, Börs och värdepapper, Far förlag AB, Stockholm, 1999

Fördrag om Europeiska Unionen, Norstedts Juridik, Stockholm 1999

Johnston, A, The City Take-over Code, Oxford 1980

Lee, T. P, Takeover Regulation in the United Kingdom, 1992

Nial, H, & Johansson, S, Svensk associationsrätt i huvuddrag, sjätte upplagan, Fritzes Förlag AB, Stockholm 1995

Rabinowitz, L, Weinberg and Blank on takeovers and mergers, Sweet & Maxwell, London 2000

Rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, Näringslivets Börskommitté, Stockholm, 1999

Rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv, Näringslivets Börskommitté, Stockholm, 2003

Rodhe, Aktiebolagsrätt, 15: e upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 1985

Rodhe, Aktiebolagsrätt, 18:e upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 1999

Samuelsson, P, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, Norstedts Juridik, Stockholm 1998

EG-rätt

COM (88) 823 – SYN 186, 16.2.1989

COM (90) 416 final – SYN 186

COM (2002) 534 slutlig

Tidskrifter

Balans, 2/1995, Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelser av aktier mm.

Skog, R, Erbjudandeplikt, Juridisk Tidskrift nr. 1 1993/94

Förarbeten och propositioner

Motioner, 1985/86:L240, 1986/87:L205, 1986/87:N169 och 1990/91:L311

Prop. 1975:103

Prop. 1993/94:196

SOU 1997:22, Aktiebolagets kapital, delbetänkande av aktiebolagskommittén

Rättsfall

NJA 1985 s. 343

NJA 1992 s. 872

NJA 1996 s. 293, 300, 303