

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Juridiska institutionen

Offentliga uppköpserbudanden

-skyddet för minoritetsaktieägare

Juris kandidatprogrammet
Tillämpade studier, 20 poäng
VT 2000
Ann-Sofie Hedendahl
Anna Jarzabek

Handledare: Professor Rolf Dotevall
Juridiska institutionen vid
Göteborgs universitet

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 SYFTE	6
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR	8
1.5 METOD	9
1.6 DISPOSITION	9
2. PRINCIPER ATT BEAKTA TILL SKYDD FÖR MINORITETEN	10
2.1 ALLMÄNT OM MINORITETSSKYDD	10
2.2 DEN BOLAGSRÄTTSLIGA LIKHETSPRINCIPEN	11
2.3 BÖRSRÄTTSLIGA PRINCIPER ATT BEAKTA VID OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN TILL SKYDD FÖR MINORITETEN	12
2.3.1 Allmänt	12
2.3.2 Likabehandlingsprincipen	13
2.3.3 Informationsgivning	13
2.3.4 Rättssäkerhet	13
2.3.5 Företagsfinansmålet NJA 1985 s 343	13
3. OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	15
3.1 ALLMÄNT OM OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	15
3.2 DEFINITION AV OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	15
3.3 FÖRFARANDET VID OFFENTLIGA UPPKÖPSEBJUDANDEN	16
4. NBK:S REKOMMENDATION RÖRANDE OFFENTLIGT ERBJUDANDE OM AKTIEFÖRVÄRV	18
4.1 AKTUELLA ORGAN OCH DESS VERKSAMHET	18
4.1.1 NBK och rekommendationen rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv	18
4.1.2 Aktiemarknadsnämnden	18
4.2 REKOMMENDATIONENS BESTÄMMELSER	19
4.3 INFORMATIONSGIVNING	20
4.3.1 Flagningsrekommendationen – offentliggörande av köp och försäljning av aktier	20
4.3.2 Pressmeddelande	21
4.3.3 Prospekt	22
4.3.4 Hur offentliggörande sker	23
4.3.5 Acceptfrist och återkallelse av accept	23
4.3.6 Utfallet av erbjudandet	24
4.4 LIKABEHANDLING	24
4.4.1 Villkor för erbjudandet	24
4.4.2 Budpris	25
4.4.3 Förvärv utanför erbjudandet	26
4.5 MÅLBOLAGETS AGERANDE	26
4.5.1 Fientliga uppköpserbjudanden	26
4.5.2 Uttalande av styrelsen i målbolaget	27
4.5.3 Åtgärder av målbolagets ledning	27
4.6 ERBJUDANDEPLIKT	28

4.6.1 Inledning.....	28
4.6.2 Frågan om en lagstadgad erbjudandeplikt i Sverige.....	29
4.7 BUPLIKT ENLIGT NBK:S REKOMMENDATION	31
4.7.1 Inledning.....	31
4.7.2 Huvuddragen i budplikten	31
4.7.3 Aktiemarknadsnämndens dispensmöjligheter	32
4.7.4 Närståenderegler.....	32
4.7.5 Informationsplikt och prospekt.....	33
5. DET FÖRESLAGNA TRETTONDE BOLAGSDIREKTIVET OM BOLAGSRÄTT VAD AVSER ÖVERTAGANDEBUD.....	35
5.1 BAKGRUND	35
5.1.1 Direktivförslag utformas.....	35
5.2 DET NYA FÖRSLAGET	36
5.3 RAMDIREKTIV	37
5.3.1 Detaljeringsgrad.....	37
5.3.2 Subsidiaritetsprincipen	38
5.4 TILLÄMPNINGSSOMRÅDE	38
5.5 DIREKTIVETS ALLMÄNNA PRINCIPER	39
5.6 IMPLEMENTERING GENOM LAGSTIFTNING ELLER SJÄLVREGLERING	39
5.7 TILLSYNSMYNDIGHET.....	40
5.7.1 Övervakning av uppköpsförfarandet.....	40
5.7.2 Behörigt övervakningsorgan	41
5.7.3 Ordinarie domstolars och andra behöriga myndigheters befogenhet.....	41
5.8 ERBJUDANDEPLIKT	41
5.8.1 Bakgrund	41
5.8.2 Obligatorisk erbjudandeplikt.....	42
5.8.3 Partiell obligatorisk erbjudandeplikt	42
5.8.4 Alternativ till obligatorisk erbjudandeplikt.....	43
5.8.5 Undantagsmöjligheter.....	43
5.9 BUDPRIS	44
5.10 INFORMATIONSPLIKT I UPPKÖPSSITUATIONER	44
5.10.1 Uppköpsprospekt.....	45
5.11 MÅLBOLAGETS AGERANDE UNDER BUDTIDEN.....	46
5.11.1 Styrelsens agerande enligt bolagsdirektivet.....	46
5.12 VAD HAR HÄNT MED DET FÖRESLAGNA DIREKTIVET?.....	46
6. OFFENTLIGA UPPKÖP PÅ DEN TYSKA MARKNADEN	48
6.1 BAKGRUND	48
6.1.2 Bankernas roll.....	48
6.1.3 Bolagsrättslig reglering.....	48
6.2 FLAGGNINGSREGLER	49
6.3 REGELVERKET.....	50
6.3.1 Övernahmekodex.....	50
6.3.2 Övernahmekommissionen.....	50
6.3.3 Erbjudandeplikt.....	50
6.3.4 Koncernregler som ersätter erbjudandeplikten.....	51

7. DEN POLSKA REGLERINGEN RÖRANDE OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN	52
7.1 BAKGRUND	52
7.2 REGLERINGEN PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	52
7.3 DEN POLSKA LAGEN OM OFFENTLIG HANDEL MED VÄRDEPAPPER	53
7.3.1 Lagens minoritetsskyddsregler vid offentliga uppköp	53
7.3.2 Flagningsregler.....	54
7.3.3 Offentliga uppköpserbjudanden vid förvärv av större aktieposter	55
7.3.4 Riktade och villkorade bud	55
7.3.5 Budpris.....	56
7.3.6 Värdepapperskommissionen och dess bevakning av kontrollförvärv	56
7.3.7 Erbjudandeplikt.....	57
8. AVSLUTANDE REFLEKTIONER.....	58
8.1 INLEDNING	58
8.2 SAMMANFATTANDE TANKAR KRING NBK:OE	58
8.2.1 Information.....	58
8.2.2 Likabehandling.....	59
8.2.3 Rättssäkerhet	59
8.2.4 Styrelsens agerande	60
8.2.5 NBK:OE, ett fullgott minoritetsskydd?.....	60
8.3 LAGSTIFTNING ELLER SJÄLVREGLERING?	61
8.3.1 Fördelar och nackdelar med lagstiftning kontra självreglering	61
8.3.2 Rekommendationens bindande verkan	62
8.4 TANKAR KRING ERBJUDANDEPLIKTEN	62
8.5 DET FÖRESLAGNA 13:E BOLAGSDIREKTIVET	63
8.5.1 Allmänt.....	63
8.5.2 Direktivets formella krav på den svenska regleringen	64
8.5.3 Uppfyller Aktiemarknadsnämnden kraven på tillsynsmyndighet?	64
8.5.4 NBK:s materiella regler i förhållande till direktivförslaget.....	65
8.5.5 Handel över de nationella gränserna.....	65
8.6 ÖVERGRIPANDE ANALYS AV DEN TYSKA OCH POLSKA REGLERINGEN	67
8.7 VODAFONES FÖRVÄRV AV MANNESMANN	68
8.7.1 Det aktuella fallet.....	68
8.7.2 Vodafones förvärv av Mannesmann i ett vidare perspektiv	69
8.7.3 Planerad uppköpslagstiftning i Tyskland.....	69
8.7.4 Kan en liknande situation uppstå i Sverige?.....	70
KÄLLFÖRTECKNING	71

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Makten i ett aktiebolag tillfaller den eller de som äger majoriteten av bolagets aktier. En majoritetsaktieägare kan genom sin rösträtt kontrollera viktiga beslut som fattas i bolaget som exempelvis valet av företagsledning, vilken i sin tur fattar alla operativa beslut som påverkar bolagets verksamhet. Genom uppköp av tillräckligt många aktier kan en röstmajoritet uppnås och därmed kontrollen över ett bolag förvärfvas. Ett sådant kontrollförvärv kan ske genom att ett offentligt erbjudande riktas till aktieägarna i det aktuella bolaget. Minoriteten i målbolaget kan i uppköpssituationen vara särskilt utsatt vid bedömning av budet och sin framtida position som investerare i bolaget. Ett offentligt uppköpserbjudande lämnas nämligen utan att det finns någon direkt kontakt, exempelvis genom förhandlingar, mellan anbudsgivaren och den som överväger att sälja sina aktier. Den gentemot vilken det offentliga erbjudandet riktas har att på basis av informationen i ett prospekt anta eller förkasta erbjudandet inom en viss tidsfrist. Härigenom blir en potentiell aktiesäljare, på ett helt annat sätt än vid köp över börsen, beroende av köparen i sitt beslutsfattande.¹

Ett kontrollägarskifte kan påverka en minoritetsägars framtida position som investerare i ett bolag, men också själva uppköpsförloppet kan medföra problem för minoritetsaktieägaren. En budgivare kan möjligtvis enbart vilja förvärva kontrollerande aktieposter, men inte visa något intresse för de aktier minoriteten innehar. I fall då budgivaren enbart är intresserad av att förvärva vissa kontrollaktieposter kan dessutom uppköpsförloppet medföra att en minoritetsaktieägare som vill lämna bolaget, genom att sälja sina aktier, får svårt att göra detta eftersom det finns en risk att handeln i aktien stannar av om det uppköpande bolaget blir alltför dominerande.² Budgivaren kan även under uppköpsprocessen välja att inte behandla alla aktieägare på ett likvärdigt sätt i olika hänseenden eftersom det inte tjänar hans syften.

Ytterligare ett perspektiv av minoritetsskyddsbehovet då ett offentligt uppköpserbjudande framställts har att göra med hur målbolagets styrelse och ledning handskas med budet och på vilket sätt detta kan påverka aktieägarna, i synnerhet minoriteten i deras ställningstagande inför budet. En i regel oskriven men självklar princip för parterna på aktiemarknaden är att uppdragsgivarens intressen alltid bör gå före de egna. Företagsledningar och styrelser har därmed att tillvarata sina huvudmäns och aktieägarnas intressen. Betydelsefulla grundsatser om just minoritetsskydd och

¹ Alhanko, Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag s 3

² O a a s 4

likabehandling kan härledas ur denna princip, vilka i sin tur utgör basen för många av de regler som finns på värdepappersmarknaden.³

Offentliga uppköpserbjudanden har i många länder särreglerats för att säkra offentlighet, genomsyn och att anbudsförfarandet sker på ett sådant sätt att den aktieägande allmänheten, och i det enskilda fallet aktieägarna i bolaget som erhållit ett offentligt uppköpserbjudande, har möjlighet att bedöma budet på ett lämpligt sätt.⁴ Regleringen på detta område har traditionellt sätt haft formen av självreglering som genomdrivits av nationella börser eller andra icke-statliga organ.

I Sverige är offentliga uppköpserbjudanden inte specialreglerade genom lagstiftning. Regleringen på detta område utgörs istället av självreglering i formen av rekommendationer utgivna av Näringslivets Börskommitté (NBK). Sedan 1977 är NBK:s rekommendation en bilaga till Stockholms Fondbörs' inregistrerings- och noteringskontrakt. Om de noterade bolagen inte följer kontraktet kan sanktioner åläggas av Stockholms fondbörs disciplinkommitté, i form av erinran, vite eller avregistrering.⁵ Härutöver har Finansinspektionen, vad beträffar uppläggningsregler och formen för vissa prospekt, en övervakande uppgift. Ytterligare ett privaträttsligt organ av betydelse för hur offentliga erbjudanden genomförs i det enskilda fallet i Sverige är Aktiemarknadsnämnden (AMN).

Likaså i Tyskland har reglering kring offentliga uppköpserbjudanden utfärdats i form av rekommendationer, emedan det i Polen, stadgats särskilda lagregler. Inom Europeiska Unionen har de senaste årtiondena strävats efter harmonisering på området varvid Kommissionen utarbetat en rad förslag till direktiv beträffande uppköpserbjudanden. Det senaste förslaget till ett 13:e bolagsdirektiv är av ramkaraktär och förutsätter harmonisering av medlemsstaternas reglering till en viss miniminivå. Detta direktivförslag har ännu inte antagits, men kommer när så sker, att utgöra den enda i Sverige direktverkande lagstiftning om offentliga uppköp.

1.2 Syfte

Inledningsvis nämndes några av de svårigheter som kan uppkomma för minoriteten vid offentliga uppköpserbjudanden. Syftet med uppsatsen är att undersöka vilken reglering som finns i Sverige till skydd för minoritetsaktieägare vid aktieförvärv genom offentliga uppköpserbjudanden. Eftersom Sverige genom medlemskapet i EU även är underställt det unionsrättsliga regelverket anser vi det nödvändigt att även belysa det förslag till ett trettonde bolagsdirektiv på området som Kommissionen framlagt. Med tanke på den

³ SOU 1989:72 s 234

⁴ SOU 1973:60 s 82 f

⁵ Stockholms Fondbörs, Börsinformation – en hanledning s 59 f

ökande globaliseringen och att värdepappersmarknaden internationaliseras har vi också velat göra en komparativ analys av ämnet. Vi har därför valt att undersöka den tyska och polska regleringen på området. Orsakerna till valet av dessa länder är flera. Efter tredje året på juristprogrammet studerade vi båda juridik i respektive land och ett särskilt intresse för rättssystemen i dessa länder uppstod. En annan anledning till varför vi ansåg att just dessa länders reglering skulle vara intressant att belysa har att göra med rättssystemens utveckling i länderna och deras betydelse för omvärlden. Exempelvis har den tyska bolagsrättsliga regleringen på flera sätt varit en förebild för många länder i Europa, så även för Sverige och Polen. Tyskland har till viss del en ekonomi som liknar den svenska. Polen har däremot i jämförelse med Sverige och Tyskland en ny ekonomi och är ett land där en oerhört snabb utveckling för närvarande sker på det rättsliga planet.

1.3 Frågeställningar

Inledningsvis konstaterades att minoritetsaktieägare kan behöva skyddas vid offentliga uppköpserbjudanden. Den grundläggande frågeställningen som vi genom denna uppsats försöker svara på är hur den befintliga regleringen på området är uppbyggd och om skyddet för minoritetsaktieägare är tillräckligt. Vilka principer utgör grunden för regleringen och i vilka avseenden har det ansetts särskilt viktigt med ett minoritetsskydd? Hur ser regleringen ut i Sverige och hur är den uppbyggd i Tyskland och Polen? Vilka är likheterna och olikheterna, och vad grundas dessa på? Borde reglerna till skydd för minoritetsaktieägare regleras i lag eller räcker det med självreglering? En fråga som uppkommer i samband med en eventuell harmonisering enligt det föreslagna trettonde bolagsdirektivet, är huruvida den svenska regleringen uppfyller kraven enligt direktivet eller om den måste ändras, och i så fall till vilken grad.

En grundläggande princip i de flesta länder vad beträffar organisationen i ett bolag är att den yttersta bestämmanderätten ligger hos aktieägarna, vilka utnyttjar sin rösträtt vid bolagsstämman. Styrelsen har skyldighet att tillvarata både bolagets och aktieägarnas intressen. Men hur det går att säkerställa att det är aktieägarna och inte styrelsen som beslutar om ställningstagande i förhållande till ett uppköpserbjudande? I vad mån har då styrelsen rätt att söka påverka frågan om ett uppköpserbjudanden skall accepteras eller inte?

Ytterligare frågor av betydelse i samband med uppköpserbjudanden är vilka krav man kan ställa beträffande den information anbudsgivaren bör ge till aktieägarna för att de skall kunna fatta ett välgrundat beslut. I aktiebolagslagen 8:34 stadgas principen om likabehandling av aktieägare - en princip som även går att finna i andra länders bolagsrättsliga reglering. Skall en likhetsprincip sammantaget med andra

hänsynstaganden till minoritetsaktieägare även tillämpas vid offentliga uppköpserbjudanden? Skall minoritetsaktieägare med tanke på att ett majoritetsuppköp kan innebära nämnvärda förändringar i ett bolag exempelvis erbjudas en möjlig väg ut ur bolaget genom att en erbjudandeplikt ålägges den nye majoritetsaktieägaren?

1.4 Avgränsningar

I uppsatsen kommer vi att koncentrera oss på uppköp genom offentliga uppköpserbjudanden som kan leda till att en kontrollerande majoritet av aktierna i ett bolag tas över av en ny ägare. Med kontrollförvärv avser vi sådana förvärv som medför att köparen vill och förmår att aktivt styra och kontrollera bolaget och dess skötsel, vilket kanske sker redan då 20-30 % av rösterna på bolagsstämman uppnåtts. Det är vid ett kontrollägarskifte som de mest intressanta frågorna ur minoritetssynpunkt aktualiseras eftersom den nye majoritetsägaren kan påverka bolagets framtida verksamhetsinriktning.

Trots att det finns olika metoder att förvärva kontrollen över ett bolag, är det just offentliga uppköpserbjudanden som fångat vårt intresse med anledning av att själva uppköpsprocessen sker på ett sätt att behovet av minoritetsskyddsregler vid denna förvärvsform är som störst. Vi har koncentrerat oss på det skyddsbehov som föreligger för minoritetsaktieägare i ett målbolag i samband med det offentliga uppköpserbjudandet och inte det skydd som minoriteten i det erbjudande bolaget skulle kunna behöva.⁶

Vi har valt att titta på regleringen kring offentliga uppköpserbjudandet som berör själva uppköpsprocessen och redogör därmed inte för de regler skulle kunna aktualiseras om uppköpet leder till en fusion.⁷ Även konkurrensaspekter skulle kunna vara betydelsefulla vid offentliga uppköpserbjudanden, vilka vi dock inte kommer att behandla. Vi berör inte heller de speciella bolagsrättsliga regler som skulle kunna bli aktuella i fall då en koncern bildas med anledning av förvärvet.

En redogörelse kommer att lämnas för den reglering som finns i Sverige angående informationsskyldighet för det erbjudande bolaget som är viktig ur ett aktieägarperspektiv. Därutöver finns även andra regler som rör informationsskyldighet under förvärvsprocessen bl a i Stockholms Fondbörs' inregistrerings- och noteringskontrakt. Här hänger dock underrättelseskyldigheten samman med börsens roll som marknadsplats och övervakare av handeln på börsen och därmed dess behov att

⁶ Även i det erbjudande bolaget kan minoritetsägare skadas exempelvis om majoriteten i egenintresse beslutar om en ökning av aktiekapitalet för genomförande av strukturella förändringar vid uppköp utan att företrädesrätt vid aktietäckning medges.

⁷ Vid fusion finns speciella regler i aktiebolagslagen samt EU:s tredje bolagsdirektiv (fusionsdirektivet).

känna till vad som händer på den, och inte med en informationsplikt i syfte att skydda aktieägarna och därmed minoriteten.

Vid behandlingen av det 13:e bolagsdirektivet har vi koncentrerat oss på de ur en minoritetsskyddsaspekt relevanta områdena. Direktivets syfte är att skydda minoritetsaktieägarna vid offentliga uppköp, men föreskriver också exempelvis hur målbolaget skall agera gentemot sina anställda vid en uppköpssituation, en aspekt av direktivet som vi valt att inte redogöra för. Redogörelsen för den polska och tyska regleringen avser inte att vara uttömmande, utan vi har med denna velat visa på själva grunddragen i den aktuella regleringen för att härigenom kunna belysa större skillnader och likheter mellan de olika rättssystemens sätt att lösa den aktuella problematiken.

1.5 Metod

Vi har tillämpat oss av en traditionell juridisk metod och har därmed genom en tolkning av rättskällorna sökt klarlägga vad som är gällande rätt vid offentliga uppköp. För att få aktuell information angående vad som händer på det aktuella rättsområdet har vi kontaktat Jan Persson, chefsjurist på Industriförbundet samt Rolf Skog, sekreterare i Aktiebolagskommittén. Med anledning av att en erbjudandeplikt nyligen införts i NBK:s rekommendation har vi också granskat de tiotal uttalanden rörande budplikten som publicerats av AMN sedan införandet. Svensk litteratur angående det senaste förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv saknas i stort, bortsett från några artiklar, varför vi framförallt använt oss av engelsk litteratur. Under arbetet med den tyska regleringen har också engelsk litteratur tillämpats. Att finna litteratur angående den polska regleringen har varit något problematiskt eftersom rättsområdet är så pass nytt och den polska regleringen över huvud taget inte är särskilt omskriven i Sverige. Vi har därför framförallt använt oss av polsk lagtext med kommentarer till denna.

1.6 Disposition

Uppsatsen är indelad i åtta kapitel. Efter inledningen ges i andra kapitlet en allmän introduktion av minoritetsskyddet som sådant, den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen och de börsrättsliga principerna att beakta till skydd för minoriteten. I det tredje kapitlet förklaras innebörden av offentliga uppköpserbjudanden och i kapitel fyra behandlas den svenska regleringen på området med en genomgång av NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv. Därefter följer i kapitel fem en redogörelse för den föreslagna trettonde bolagsdirektivet. Det sjätte kapitlet beskriver den tyska regleringen på området offentliga uppköpserbjudanden och därefter följer i sjunde kapitlet en redogörelse av den polska lagstiftningen. Uppsatsen avslutas i åttonde kapitlet med reflektioner över de enligt vår mening mest intressanta aspekterna av offentliga uppköpserbjudanden sett ur ett minoritetsaktieägarperspektiv.

2. Principer att beakta till skydd för minoriteten

2.1 Allmänt om minoritetsskydd

Innan vi förklarar begreppet offentliga uppköpserbjudanden och behandlar frågan om vilken reglering som finns för att tillgodose minoritetsskyddsbehovet i samband härmed finns det anledning att först allmänt redogöra för minoritetsskyddet som sådant och grunden för detta.

Aktiebolaget är en sammanslutning, vilken grundas på ett privaträttsligt avtal att förvalta det kapital som ägarna tillskjuter och de idéer som ägarna har med företaget. För att kunna genomföra aktiebolagets "idé" krävs att tillräckligt med kapital tillförs bolaget, ofta från flera olika investerare. Beroende på viljan och förmågan att satsa kapital kommer investerarna kunna indelas i två ägargrupper – en minoritet och en majoritet. Makten att bestämma i denna sammanslutning tillfaller majoriteten. Denna princip uttrycks på följande sätt i förarbetena till 1975 års aktiebolag:⁸

"Aktiebolagslagen vilar på den principen att bestämmanderätten i bolaget tillkommer den eller dem som har majoriteten av rösterna. Därmed uppkommer frågan hur minoriteten skall kunna beredas skydd mot maktmissbruk från majoritetens sida."

Det skulle därför kunna hävdas att det inte räcker för en aktieägare att äga aktier i bolaget för att verkligen utöva ett inflytande. Den som tillskjutit mest medel och därigenom fått flest röster, eller genom allianser med andra aktieägare fått en röstmajoritet, är den som utövar den största bestämmanderätten. I ett bolag med flera aktieägare vore beslutprocessen alldeles för tungrodd om enhällighet krävdes för alla beslut, varför huvudregeln är att majoriteten styr bolaget och fattar beslut som de anser lämpliga.

Bestämmandeformen i aktiebolaget medför att lagstiftaren ansett att minoritetsaktieägaren måste ges någon form av skydd mot majoriteten. För att minska majoritetens makt att kunna fatta beslut utan hänsynstagande till minoriteten har lagstiftaren därför infört tvingande inskränkningar i majoritetens handlingsfrihet. Härigenom kan man förhindra maktmissbruk från majoritetens sida, och att majoriteten fattar beslut som är direkt skadliga för minoriteten. Ett motiv för minoritetsskyddet är att utan ett tillfredsställande rättsskydd skulle en eventuell investerare avstå från att satsa sitt kapital om han genom förvärvet riskerar att hamna i en minoritetsställning. Vilket nämndes inledningsvis kräver aktiebolagsformen att flera investerare tillskjuter kapital. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv kan konsekvensen av att investerare drar sig för att göra placeringar bli att näringslivet skadas och även samhället i stort. Minoritetsskyddsreglerna kan därför sägas vara ett uttryck för lagstiftarens strävan att

⁸ Prop 1975:103 s 245

underlätta kapitalförsörjning och aktiebolagsformen som sådan kräver med andra ord ett skydd för minoritetsaktieägare.⁹ Om minoriteten å andra sidan gavs alldeles för långtgående rättigheter skulle detta kunna leda till ett företag med en mycket tungrodd verksamhet och hindra en effektiv skötsel av bolaget. Även minoriteten skulle kunna missbruka sina rättigheter på majoritetens bekostnad och det är därför viktigt att skapa en balans mellan majoritetens rättigheter och minoritetsskyddsreglerna. Denna balansgång i syfte att finna ett lämpligt avvägt minoritetsskydd utgör därmed ett komplicerat problem inom bolagsrätten.

De minoritetsskyddsregler som aktiebolagen erbjuder är spridda i aktiebolagens kapitel och det framgår inte klart vilka regler som tillhör kategorin av minoritetsskyddsregler. Det går inte heller att klart identifiera ett minoritetsskydd efter viss rekvisit, utan de flesta lagregler, vilka på ett eller annat sätt fördelar rättigheter och skyldigheter, har en potentiell tillämpning som minoritetsskyddsregler.¹⁰ De flesta minoritetsskydd har till syfte att ge minoritetsaktieägare visst inflytande över och insyn i bolagets förvaltning och även möjlighet för minoriteten att påkalla sanktioner då minoritetsskyddsreglerna åsidosätts. Aktieägarminoriteten utgörs inte av en speciell grupp aktieägare, utan denna kan skifta beroende på vilken typ av beslut som fattats och om detta beslut gått en viss aktieägare emot.

2.2 Den bolagsrättsliga likhetsprincipen

Ett viktigt associationsrättsligt skydd är den grundläggande s k likhetsprincipen. I aktiebolagslagen kommer den till uttryck genom stadgandet att ”alla aktier har lika rätt i bolaget...”.¹¹ Denna likabehandlingsprincip är en mycket central regel och kan beskrivas som grunden för minoritetsskyddet. Likhetsprincipens innebörd kan uttryckas så att alla aktier i ett bolag har samma rättigheter gentemot bolaget och varken bolagsstämman eller något annat bolagsorgan får fatta beslut som avviker från den rättighet som följer med aktien. Vissa undantag får dock göras från en likabehandlingen av aktierna. I bolagsordningen kan föreskrivas att det skall finnas aktier av olika slag eller att sådana aktier skall kunna utges. Ingen aktie får dock berövas rätten att rösta på bolagsstämman.¹²

I aktiebolagslagen finns ytterligare två stadganden vilka kan anses ge uttryck för likhetsprincipen. Det rör sig om de två generalklausulerna i 8:34 respektive 9:37 i ABL. Enligt dessa lagrum får aktiebolagets organ inte 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. I den juridiska litteraturen finns olika åsikter

⁹ Bergström & Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys s 134

¹⁰ Macey, Svensk aktiebolagsrätt i omvandling s 147

¹¹ ABL 3:1 första stycket

¹² ABL 3:1 andra stycket

om hur likabehandlingsprincipen uttrycks i aktiebolagslagen och förhållandet mellan generalklausulerna och likhetsprincipen. Att redogöra för denna diskussion skulle leda alldeles för långt och ligger utanför syftet med denna uppsats. Sammanfattningsvis kan dock sägas att både likhetsprincipen och generalklausulen verkar för samma ändamål, d v s att skydda aktieägarna.

Utgångspunkten i ett aktiebolag är att aktieägarna har ett gemensamt intresse i bolaget, men om detta gemensamma intresse skulle ändras hamnar minoritetsaktieägarna i ett utsatt läge. På samma sätt som minoritetsskyddsregler behövs för verksamheten i ett bolag kan de även vara nödvändiga i uppköpsituationer då en investerare lagt ett offentligt uppköpserbjudande. Aktiebolagslagens minoritetsskyddsregler, tillika likhetsprincipen, är tillämpliga vid intressekonflikter mellan bolagets aktieägare eller mellan ledningen och aktieägarna. Eftersom en utomstående part är inblandad vid offentliga uppköpserbjudanden uppkommer även andra intressekonflikter än de som aktiebolagslagen reglerar, varför det behövs speciella regler för minoriteten i dessa situationer.

2.3 Börsrättsliga principer att beakta vid offentliga uppköpserbjudanden till skydd för minoriteten

2.3.1 Allmänt

Tidigare berördes den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen och frågan är om denna gäller även vid offentliga uppköpserbjudanden. Aktiebolagslagen är till största del inte tillämplig på offentliga uppköpserbjudanden utan i stället tillämpas den börsrättsliga regleringen på området. De aktiebolagsrättsliga principerna utgör i och för sig till stor del grunden även för de börsrättsliga principerna, men har till viss del ett annat ändamål och innehåll eftersom de utgör en utveckling av den avtalsrätt som i första hand reglerar förhållandet mellan bolaget och dess ägare. De börsrättsliga principerna däremot, måste säkerställa ett upprätthållande av allmänhetens förtroende för marknaden och skydda enskildas kapitalinsatser. Det föreligger tre principer eller områden inom börsrätten som är centrala och därmed av intresse vid offentliga uppköpserbjudanden, nämligen principerna om likabehandling, informationsgivning och rättsäkerhet. Dessa kan inte alltid beaktas separat då de på ett eller annat sätt går in i varandra, för att tillsammans möjliggöra ”fair play” på aktiemarknaden.¹³

¹³ Kristiansson, God sed på aktiemarknaden – aktiemarknadsnämndens uttalanden s 21 ff

2.3.2 Likabehandlingsprincipen

Att en likabehandlingsprincip gäller även utanför det bolagsrättsliga området har konstaterats av Högsta Domstolen i det så kallade Företagsfinansmålet.¹⁴ Likabehandlingsprincipen finns konkretiserad i NBK:s rekommendationer rörande offentliga uppköpserbudanden. Rekommendationen ställer bl a krav på att samma erbjudande måste ges till innehavare av identiska värdepapper och då vi nedan behandlar de konkreta reglerna, kommer likabehandlingsprincipens genomsyrande av regleringen att belysas.

2.3.3 Informationsgivning

Principen om informationsgivning har även den i stor utsträckning konkretiserats i de börsrättsliga informationsreglerna. Att fullgod information lämnas vid offentliga erbjudanden, är av stor vikt för att allmänheten skall ha ett förtroende för aktiemarknaden och med hänsyn till minoriteten, att dessa skall våga satsa sitt kapital i ett bolag. Även informationsreglerna har präglats av alla aktieägare på marknaden skall behandlas lika. Lämnas selektiv information endast till vissa aktieägare kan ett sådant handlande således strida mot likabehandlingsprincipen.

2.3.4 Rättssäkerhet

Den tredje börsrättsliga principen som behandlar de krav på rättssäkerhet som bolagen skall uppfylla, är kanske inte lika väl konkretiserad som de två andra, men har en nära förbindelse till frågeställningar av avtalsrättslig karaktär. För minoriteten är det vid uppköpserbudanden exempelvis av vikt att kunna förlita sig på uttalanden från erbjudandebolaget och att dess informationsgivning är korrekt, likaså att de villkor som angivits i uppköpsprospektet inte ändras.

2.3.5 Företagsfinansmålet NJA 1985 s 343

Frågan om likabehandlingsprincipens tillämpning vid offentliga företagsförvärv prövades i målet NJA 1985 s 343. HD ansåg att likabehandlingsprincipen var tillämplig då fem börsbolag, varav fyra hade undertecknat inregistreringskontraktet vid Fondbörsen, lade ett gemensamt offentligt bud att förvärva aktier i ett annat börsbolag. Erbjudandet riktade sig bara till de aktieägare som var registrerade för högst 5 000 aktier. Fondbörsen var av den meningen att detta villkorade bud stred mot NBK:s rekommendation rörande offentliga erbjudanden beträffande kravet på likabehandling och beslöt sig för att viteslägga bolagen. Bolagen hävdade att föreskriften om likabehandling av aktieägare inte var tillämplig på erbjudandet då erbjudandet inte hade haft som mål att åstadkomma ett samgående av bolagen. Fondbörsen hävdade å sin sida

¹⁴ NJA 1985 s 343 (se kapitel 2.3.5)

att ”inregistreringskontrakten till Näringslivets Börskommittés rekommendationer innebär att rekommendationernas materiella innehåll skall följas så snart ett börsbolag till en anonym krets lämnar ett offentligt erbjudanden om förvärv av aktier i ett annat bolag, oavsett om samgående avses eller ej.”¹⁵

I domen konstaterade HD att fondbörsens invändning fick stöd av inregistreringskontraktets ordalydelse och avsikten bakom rekommendationen. HD hänvisade även till Fondbörsutredningen från 1973¹⁶ som berör likabehandlingsprincipens grundläggande betydelse för att skydda aktieägarna. HD uttalade vidare att, ” att rekommendationerna har begränsats till fall av offentliga erbjudanden i och för samgående mellan bolag kan inte tolkas så att likabehandlingsprincipen skulle ha ansetts sakna eller ha väsentligt mindre betydelse utanför rekommendationernas direkta tillämpningsområde.”¹⁷ HD ansåg med andra ord att de förvärvande bolagen var skyldiga att tillämpa likabehandlingsprincipen i samband med sitt erbjudande. Man kan ändå fråga sig om det inte för lite väl långt att tala om en likabehandlingsprincip för det erbjudande bolaget i alla uppköpssituationer eftersom HD:s tillämpning av likabehandlingsprincipen i detta fall till stor del verkar ha byggts på den kontraktbundenhet som fanns via inregistreringskontraktet.

Vidare hade Fondbörsen erlagt bolagen vite motsvarande två årsavgifter eftersom bolagen hade överträtt inregistreringskontraktet. Domen fastställde att aktiemarknadsbolag genom inregistreringskontraktet är skyldiga att efterleva NBK:s rekommendationer och att Börsstyrelsen har rätt att utdöma vite. Denna fråga bedömdes enligt den äldre rekommendationen, NBK:OE 1971, och även under det äldre inregistreringskontraktets giltighetstid. Inregistreringskontraktet är nu tydligare vad gäller skyldigheten att följa NBK:s rekommendationer.

¹⁵ NJA 1985 s 343, s 350

¹⁶ SOU 1973:60 s 81 ff, i Prop 1975/76:175 s 19 godtog departementschefen Fondbörsutredningens uttalande

¹⁷ NJA 1985 s 343, s 351

3. Offentliga uppköpserbudanden

3.1 Allmänt om offentliga uppköpserbudanden

Det finns flera sätt att förvärva kontrollen över ett företags verksamhet, men i princip tre sätt varigenom uppköp av större aktieposter i ett aktiebolag genomförs. Sådana förvärv kan ske genom:

- Köp över börsen under förutsättningen att målbolaget är börsnoterat. En mäklare anlitas i detta fall. Allmänheten behöver därmed inte få reda på vem som ligger bakom budet, i vart fall upp till den gräns som fastställs för när skyldighet att lämna sådan information uppkommer.¹⁸
- Privata förhandlingar med de potentiella säljarna i målbolaget.
- Offentliga uppköpserbudanden, varigenom budgivaren annonserar att han vill förvärva ett visst antal aktier till ett visst pris.

Kännetecknande för det offentliga uppköpserbudandet, som vi valt att behandla, är att det används som medel för att nå en relativt stor, ofta okänd, grupp aktieägare. Syftet med erbjudandet kan vara att förvärva en så stor aktiepost som möjligt och därigenom få en inflytelserik position i det uppköpta bolaget. I fall då uppköpet leder till kontroll över mer än hälften av samtliga aktiers röstetal i målbolaget, bildar de två bolagen en koncern. Om det köpande bolaget däremot helt övertar det uppköpta bolagets tillgångar och skulder, leder köpet genom en fusion till en sammanslagning av de två bolagen varvid det uppköpta bolaget upphör att fungera som ett självständigt bolag. I Sverige förekommer offentliga uppköpserbudanden vanligen just vid sammanslagning av två börsnoterade företag. Det offentliga erbjudandet är i sådana fall ofta villkorat t ex genom att budet blir slutgiltigt bindande först när 90 procent av aktierna och rösterna i målföretaget kontrolleras. Uppnås denna gräns kan kvarvarande aktier tvångsinlösas, vilket underlättar omstrukturering, eftersom man då inte behöver ta hänsyn till någon minoritet.¹⁹

3.2 Definition av offentliga uppköpserbudanden

Det finns ingen generell eller enhetligt accepterad definition av ett offentligt uppköpserbudande, men i NBK:s rekommendation talas om erbjudande med generellt

¹⁸ NBK:s rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier mm (1994)

¹⁹ Alhanko, a a s 4 f

givna villkor som riktas till aktieägarna i ett svenskt aktiemarknadsbolag.²⁰ I det föreslagna trettonde bolagsdirektivet definieras uppköpserbjudandet som ett erbjudande vilket lämnas innehavarna av värdepapper i ett bolag att av dessa innehavare förvärva alla eller en del av deras värdepapper mot betalning i pengar eller i utbyte mot andra värdepapper.²¹ Av definitionen framgår inte uttryckligen att budet skall vara offentligt eller generellt riktat till en icke definierad grupp av aktieägare i målbolaget. Trots detta är det föreslagna direktivet endast tillämbart på offentliga eller generella bud. Bud riktade mot enskilda aktieägare eller framlagda genom privata förhandlingar täcks därmed inte av direktivet.²²

Enligt det föreslagna direktivet kan ett anbud vara antingen obligatoriskt eller frivilligt.²³ Ett frivilligt anbud är ett bud som ställs utan att anbudsgivaren är skyldig härtill, vilket oftast sker i syfte att förvärva kontrollen över ett företag. Ett obligatoriskt erbjudande (erbjudandeplikt/budplikt) kan föreskrivas av en medlemsstat i den nationella regleringen för att skydda minoritetsaktieägare, och innebär enligt direktivet att en fysisk eller juridisk person som förvärvar en majoritet eller en viss procentsats av ett bolag, har en plikt att erbjuda kvarvarande aktieägare att köpa deras aktier eller en viss del därav.²⁴

NBK:s rekommendation tillåter, liksom direktivförslaget, såväl hela som partiella uppköpserbjudanden, d v s erbjudanden som inte omfattar målbolagets samtliga aktier. Att ett bud inte omfattar samtliga aktier kan vara fallet exempelvis då endast en av två eller flera aktieklasser är noterad. Möjligheten till partiella erbjudanden enligt NBK:s rekommendation har dock inskränkts i samband med att en obligatorisk erbjudandeplikt införts och kan numera enbart ske så länge ägandet representerar mindre än 40 procent av rösterna i målbolaget eller om undantag från budplikten föreligger med anledning av de närstående regler som finns i rekommendationen.²⁵

3.3 Förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden

För att bättre kunna förstå behovet av minoritetsskyddsregler vid offentliga uppköpserbjudanden kommer vi nedan ställa upp punkter som på ett ungefärligt sätt redogör för hur uppköpsprocessen går till. Samtidigt är det viktigt att poängtera att varje uppköp kan skilja sig från ett annat exempelvis beroende på den bakomliggande avsikten med köpet, målbolagets ägarstruktur eller hur ledningen i målbolaget ställer sig

²⁰ NBK:OE (I) p.1, med aktiemarknadsbolag menas här bolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats

²¹ KOM(97) 565 slutlig artikel 2.1

²² Jul Clausen & Engsig Sørensen, Takeoverbids s 35

²³ se artikel 2.1

²⁴ se artikel 10

²⁵ NBK:OE (II) p.10

i förhållande till uppköpserbjudandet. Några av de faser som kännetecknar uppköpsprocessen är:²⁶

- Budbolaget genomför en kontinuerlig insamling och bearbetning av information om det aktuella målbolaget, varpå beslut om lämnande av uppköpserbjudande samt val av strategi fattas.
- Avsikten att lägga ett bud på målbolaget offentliggörs genom ett offentligt uppköpserbjudande.
- Styrelsen i målbolaget beslutar om ställningstagande inför budet. Motåtgärder får, efter att styrelsen fått information om att ett offentligt erbjudande skall lämnas, endast vidtagas med bolagsstämmans godkännande.
- Ett prospekt framställs av budgivaren och distribueras till aktieägarna i målbolaget.
- Målbolagets aktieägare överväger under anmälningstiden om budet skall accepteras eller om de vill kvarstå som aktieägare. (Det av styrelsen inför budet angivna ställningstagandet kan här vara av betydelse, liksom möjligheten att på grundval av den information som givits kunna göra en värdering av budet)
- Uppköpet förverkligas mellan budgivaren och de aktieägare som accepterat budet, vilket sker genom att betalning lämnas för levererade aktiepapper i form av kontanter eller värdepapper.

Som vi nedan kommer att belysa genomsyrar behovet av minoritetsskydd uppköpsförfarandet från det att erbjudandet offentliggjorts. Men även tidpunkten för offentliggörandet av budet och själva offentliggörandet kan vara avgörande för att aktieägare i målbolaget skall få ett fullgott skydd.

²⁶ Afrell, Klahr & Samuelsson, Lärobok i kapitalmarknadsrätt s 240 f f

4. NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv

4.1 Aktuella organ och dess verksamhet

4.1.1 NBK och rekommendationen rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv

Näringslivets Börskommitté (NBK) bildades 1966 och är det organ som ger ut rekommendationer på värdepappersmarknadens område. NBK, vars huvudmän är Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund, består av ledamöter som är ledande industri- och finansmän, men också revisorer och vetenskapsmän inom juridik och ekonomi. Syftet bakom NBK har under dess verksamhetsår kommit att utvecklas. Från att till en början främst arbetat med att utreda möjligheter till förbättrad upplysning om börsbolagens ekonomiska situation och framtidsutsikter, har verksamheten kommit att rikta in sig på utgivandet av rekommendationer med riktlinjer för börsföretagen.²⁷

NBK utarbetade redan 1971 en första rekommendation rörande offentliga uppköpserbjudanden, vars grunddrag härstammade från London City Code on Takeovers and Mergers. Rekommendationen har reviderats ett flertal gånger och sammanställdes senast 1999 i ”Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv” (NBK:OE), vilken anses vara en av de viktigaste NBK-rekommendationerna. Syftet med rekommendationen har varit att förhindra oönskade beteenden i samband med offentliga uppköpserbjudanden, eftersom det i dessa situationer behövs regler till skydd för målbolagets investerare.²⁸

En rekommendation är i normalfallet till karaktären rådgivande, vilket också är fallet med NBK:OE. Budbolag som är inregistrerade eller noterade på Stockholms Fondbörs har dock genom börsens Inregistrerings- och noteringsavtal förpliktat sig att följa innehållet i rekommendationen, som är en bilaga till dessa avtal.

4.1.2 Aktiemarknadsnämnden

Under 80-talet skedde stora förändringar på aktiemarknaden. Aktiehandeln mångdubblades, börskurserna steg mycket kraftigt och offentliga uppköpserbjudanden blev allt vanligare.²⁹ Efter den s k Leo-affären då flera transaktioner skett vilka av allmänheten sågs som oetiska beslöt Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund att inrätta en nämnd för aktiemarknadsfrågor. Genom inskaffandet av aktiemarknadsnämnden (AMN) kunde man undvika lagstiftning på börsetikens område och fortsätta den tradition av självreglering som redan fanns på den svenska

²⁷ SOU 1989:72 s 217 f

²⁸ Afrell, Klahr & Samuelsson, a a s 233 ff

²⁹ Wennberg, Aktiemarknadsnämnden - ett led i självsanering, Balans 3/87 s 16

aktiemarknaden.³⁰ Med förebild i den brittiska The Panel on Take-Overs and Mergers, vilken är verksam vid Londonbörsen, startade AMN sin verksamhet den 1 september 1986. Idag består AMN, förutom av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund, av Försäkringsförbundet, Bankföreningen, Föreningen Auktoriserade Revisorer och Fondhandlareföreningen.

Syftet med AMN är att främja god sed på aktiemarknaden, vilket sker genom rådgivning, information och uttalanden. AMN skall vidare på begäran av domstol yttra sig i aktiemarknadsfrågor.³¹ AMN består av 20 ledamöter utöver en ordförande och fyra vice ordföranden. Då ett ärende behandlas består nämnden normalt av fyra till sex ledamöter. AMN har även en expertpanel i aktiemarknadsfrågor knuten till sig och högst två ledamöter från expertpanelen får delta vid en ärendebehandling. AMN behandlar frågor som rör aktiemarknadsbolag och ett uttalande kan begäras av ett företag eller en aktieägare, men nämnden kan också uttala sig på eget initiativ. Nämnden har inga formella sanktioner att ålägga aktörerna och undersöker bara huruvida ett visst förfarande uppfyller kravet på god sed eller inte. Uttalandena har trots detta alltid efterlevts av de inblandade parterna.³²

AMN är ett privaträttsligt institut vilket medför att offentlighetsprincipen inte gäller. Normalt offentliggörs dock nämndens uttalande, vilket är mycket viktigt. För att marknaden skall få en uppfattning om vad AMN anser vara god sed krävs att uttalandena sprids till marknadens aktörer.

4.2 Rekommendationens bestämmelser

Nedan följer en redogörelse för de materiella reglerna i NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv som är viktiga ur minoritetsskyddssynpunkt. Genom regleringen i rekommendationen har NBK sökt finna vägar för hur aktieägarnas rättigheter skall kunna bevaras i en uppköpssituation, som ju kännetecknas av att maktgrupper med skilda intressen agerar. Rekommendationen är tillämplig då en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk person lämnar ett offentligt erbjudande om aktieförvärv till aktieägare i ett svenskt bolag. En tillämpning av rekommendationen skall göras även vid förvärv av andra finansiella instrument utgivna av målföretaget vilka kan jämföras med aktier.³³ Grundläggande behov som rekommendationen avser tillgodose för att öka investerarskyddet är bl a kravet på likabehandling och kravet på en fullgod information.

³⁰ O a s 16

³¹ Kristiansson, Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år s 23

³² O a s 24 ff

³³ NBK:OE (I) p. 1

4.3 Informationsgivning

Vi har tidigare poängterat betydelsen av att minoritetsaktieägare får fullständig och tillförlitlig information vid offentliga uppköpserbudanden för att på bästa sätt kunna göra en bedömning av erbjudandet. I NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv finns regler om offentliggörande och information till aktieägarna i målbolaget. Villkoren som medföljer erbjudandet måste exempelvis vara tydligt beskrivna för att en aktieägare skall ha möjlighet att uttolka eventuella svårigheter. Särskilt beskrivande är rekommendationen vad gäller utformningen av det prospekt som köparen måste upprätta för att målbolagets aktieägare skall kunna göra en allsidig bedömning av erbjudandet. Det är även viktigt att aktieägare informeras i ett tidigare skede om hur större placerares aktieinnehav förändras eller om en ny investerare förvärvat en större post aktier. NBK:s s k flaggningsrekommendation samt de i lagen om finansiella förvärv uppställda kraven på offentliggörande vid köp och försäljning av aktier är till för att säkra att sådan information lämnas till aktieägarna. Därigenom kan en aktieägare bättre bedöma sin egen position och värdet av det egna aktieinnehavet samt i god tid få vetskap om större förändringar inom bolaget som kan uppkomma genom ett aktieägarbyte. Att aktieägarna behandlas på ett likvärdigt sätt i informationshänseende är också av stor vikt vid uppköpssituationer.

4.3.1 Flaggningsrekommendationen – offentliggörande av köp och försäljning av aktier

Av intresse i informationshänseende är den av NBK utgivna flaggningsrekommendationen rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelser av aktier.³⁴ En närmare beskrivning av reglerna i denna rekommendation kommer inte att ges, men i korthet är syftet bakom rekommendationen att tillgodose aktiemarknadens behov av information om dels inflytandeförändringar i bolag vars aktier är spridda bland allmänheten och dels hur större placerares intresse för investeringar i dessa bolag utvecklas. Enligt rekommendationen skall därför den som förvärvat så många aktier i ett aktiebolag att det ackumulerade innehavet uppgår till minst 5 procent av antalet aktier eller röster, offentliggöra förvärvet och informera fondbörsen och bolaget ifråga om förvärvet. Information skall dessutom lämnas om innehavet, i förhållande till tidigare innehav, ökar eller minskar så att det passerar ett procenttal som är jämt delbart med fem.³⁵

Det finns även särskilda lagbestämmelser om offentliggörande av köp och försäljning av aktier som 1993 infördes i lagen om handel med finansiella instrument.³⁶ Dessa

³⁴ NBK:s rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier mm (1994)

³⁵ Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelser av aktier mm, Balans 2/1995 s 43 f f

³⁶ 4 kap Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

bestämmelser har sin grund i de minimikrav som ställs i ett EG-direktiv från 1988.³⁷ NBK:s flaggningsrekommendation som funnits sedan 1983 har med anledning av den nya lagstadgade regleringen setts över och till viss del omarbetats. Meningen är att rekommendationen skall tillämpas vid sidan om lagens bestämmelser. En tillämpning enbart av lagbestämmelserna skulle nämligen innebära att informationsnivån sänktes i förhållande till vad som tidigare hade gällt, eftersom lagbestämmelserna till viss del skiljer sig från rekommendationen och inte ställer upp lika hårda krav.

4.3.2 Pressmeddelande

Då planer på uppköp av företag genom offentliga uppköpserbudanden föreligger, är det ofta av stor vikt att dessa inte offentliggörs i ett alltför tidigt skede. Publicitet om förväntat uppköp kan leda till att rykten sprids, vilket i sin tur skulle kunna försvåra planerna eller t o m göra dem omöjliga att genomföra. För att skydda aktieägarna i målbolaget stadgar dock NBK:OE att när beslut fattas hos det erbjudande bolaget (köparen) om att lämna ett offentligt erbjudande, skall köparen offentliggöra ett pressmeddelande innehållandes vissa specifika uppgifter.³⁸ Information skall därmed spridas till aktiemarknaden så snart köparen beslutat om att ett offentligt erbjudande skall avges eller fattat beslut om att föreslå sådant erbjudande inför bolagsstämma. Det negativa med den angivna regeln är dock att informationsskyldigheten infaller i ett relativt sent skede, då rykten troligtvis redan förekommit en tid och möjligtvis hunnit påverka börskursen. I fall då ett formellt beslut fattats om att erbjudandet skall föreslås inför bolagsstämma har i realiteten oftast detta redan uppdagats för allmänheten.³⁹

4.3.2.1 Innehållet i pressmeddelandet och dess tillförlitlighet

Pressmeddelandet skall innehålla uppgifter om de huvudsakliga villkor som ställs för erbjudandet. Om förbehåll förekommer skall dessa anges liksom andra väsentliga förutsättningar för erbjudandet.⁴⁰ Uppgift skall också lämnas om antalet och röstvärdet av de aktier i målbolaget som köparen äger eller på något sätt kontrollerar, samt upplysning om köparen redan försäkrat sig om accept av erbjudandet från vissa aktieägare i målbolaget och i så fall i vilken utsträckning. Vidare skall motiven till erbjudandet korfattat anges och i den mån det är möjligt även förvärvets effekter, både ur ett omedelbart och ett framtida perspektiv.

Bakgrunden till kravet på ett pressmeddelande sammanhänger med att aktieägarna härigenom får en möjlighet att bedöma kursen i bolagets aktier. Eftersom kursen på aktierna oftast påverkas genom offentliggörande av pressmeddelande rörande offentligt

³⁷ Rådets direktiv 88/627 EEG av den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag.

³⁸ NBK:OE (II) p.1

³⁹ Afrell, Klahr & Samuelsson, a s 244

⁴⁰ NBK:OE (II) p.2

erbjudande, är tillförlitligheten av pressmeddelandet viktig. Ur rättssäkerhetssynpunkt är det därför betydelsefullt att ett pressmeddelande offentliggörs endast om avsikten bakom ett fullföljande är seriöst menad. Dessutom är det viktigt att relevanta fakta lämnas i den mån detta är möjligt. En anmärkning skall göras om de uppgifter som lämnats endast är preliminära eller på något sätt oklara.⁴¹ AMN har i ett uttalande angivit att om ett bolag erbjuder tillgångar i målbolaget som vederlag till viss aktieägare i målbolaget, måste detta offentliggöras i samband med att själva budet offentliggörs.⁴² Dessförinnan skall sekretess noggrant iakttas.⁴³ Uttalandet pekar på vikten av att aktieägarna skall kunna bedöma erbjudandet och att kursen på aktien inte i ett för tidigt skede skall påverkas genom spekulation.

4.3.3 Prospekt

I samband med erbjudandet skall det köpande bolaget enligt NBK:OE även upprätta ett prospekt.⁴⁴ Detta skall innehålla den information som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet. Är aktieägaren väl underrättad om erbjudandets innehåll kan denne fatta ett rationellt beslut vad beträffar försäljningen av sina aktier, vilket också borde ligga i köparens intresse. Numera finns även en möjlighet att som komplement till prospektet upprätta en informationsbroschyr innehållandes grundläggande information om erbjudandet, i vilken det även anges var man kan erhålla det fullständiga prospektet kostnadsfritt.⁴⁵

Kraven på prospektinnehållet och vilka regler som blir tillämpliga kan påverkas av vederlagsformen i erbjudandet. Genomförs övertagandet genom ett utbyteserbjudande dvs att aktier i det erbjudande bolaget erbjudes istället för kontanter, skall beslut om en riktad nyemission fattas samt ett prospekt publiceras enligt de i 4 kap ABL stadgade reglerna härom. Dessutom blir prospektreglerna i Finansinspektionens föreskrifter om prospekt⁴⁶ aktuella för beskrivningen av det köpande bolaget. De nämnda föreskrifterna har tillkommit med anledning av de bestämmelser om prospekt som finns i lagen om börs- och clearingverksamhet⁴⁷ samt i lagen om handel med finansiella instrument⁴⁸. Andra uppgifter om tex den nya koncernen och målbolaget – till vilka aktieägarna behåller en relation genom sitt ägande i det köpande bolaget – skall lämnas i enlighet med bilagan till NBK:OE.

⁴¹ se kommentaren till NBK:OE (II) p.2

⁴² AMN:s uttalande 1986:1

⁴³ Kristiansson, Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år s 54

⁴⁴ NBK:OE (II) p.1 samt vad beträffar utformning av prospekt se avsnitt (V) samt bilaga till NBK:OE om innehåll i prospekt

⁴⁵ NBK:OE (II) p.1 och (V) p.2

⁴⁶ FFFS 1995:21

⁴⁷ Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

⁴⁸ Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument

Är vederlagsformen i erbjudandet kontanter blir regleringen i NBK:s rekommendation beträffande prospekt och bilagan till denna tillämplig. Detta är även fallet då vederlagsformen är aktier i annat bolag än det köpande bolaget, men även prospektreglerna i ABL blir tillämpliga. Eftersom NBK:s rekommendation innehåller en omfattande beskrivning av innehållet i och utformningen av prospektet och denna är mer omfattande än de krav som uppställs enligt ABL, kommer erbjudandebolagen i praktiken dock enbart behöva beakta rekommendationen.⁴⁹ NBK:s rekommendation blir även tillämplig då vederlag ges i form av revers, men därjämte kan även Finansinspektionens föreskrifter om prospekt behöva beaktas.⁵⁰

4.3.3.1 Uppgifter i prospektet

Vilka uppgifter som behövs för att möjliggöra en allsidig bedömning av erbjudandet kan variera. Även ett prospekt som uppfyller de i NBK:s rekommendation angivna formella kraven kan ge en missvisande bild av erbjudandet eftersom rekommendationen är av generell karaktär. Det kan därför vara motiverat att anpassa urvalet av uppgifter beroende på de specifika förhållanden som råder i det aktuella fallet och beroende på vilken bransch bolagen tillhör. Av stor vikt är därför att alla uppgifter som väsentligen kan påverka marknadens värdering av erbjudandet redovisas. Prospektet bör innehålla ett antal huvudrubriker som nämns i bilagan till NBK:OE, vilka anknyter till de i rekommendationen angivna huvudrubrikerna om utformningen av prospekt.⁵¹ Handlingen kommer bli innehålla villkor och anvisningar för deltagande, en beskrivning av vederlagsformer samt bakgrund till erbjudandet. Det är även av betydelse att köparen redovisar det antal aktier som redan innehas för att aktieägarna skall få en möjlighet att bedöma utsikterna för om transaktionen verkligen kommer kunna genomföras.

4.3.4 Hur offentliggörande sker

Den handling som skall offentliggöras skall lämnas till minst en etablerad nyhetsbyrå och tre rikstäckande dagstidningar för att därigenom spridas till allmänheten. Samtidigt skall handlingen även lämnas till börs eller auktoriserad marknadsplats där bolagets aktier noteras.⁵²

4.3.5 Acceptfrist och återkallelse av accept

För att aktieägarna skall kunna tillgodogöra sig den information som offentliggörs och på denna fatta ett beslut, får tiden för när accept måste ges inte börja löpa innan ett

⁴⁹ Afrell, Klahr & Samuelsson, a a s 245

⁵⁰ se kommentaren till avsnitt (V) NBK:OE

⁵¹ NBK:OE (V) samt bilaga p.1-14

⁵² NBK:OE (II) p.17

prospekt har offentliggjorts på rätt sätt.⁵³ NBK har satt en minimitid om tre veckor för acceptfristen för att ge aktieägarna den tid de skäligen kan behöva. Det finns vissa möjligheter för köparen att, om förbehåll härom gjorts, förlänga acceptfristen då detta kan behövas av praktiska skäl. Annars är det av vikt för aktieägare som redan tackat ja till budet att snarast möjligt få reda på utgången av erbjudandet, varför köparen snarast möjligt bör fatta beslut och offentliggöra klagörande uppgifter.

Det erbjudande bolaget kan ha framställt villkor för att erbjudandet skall genomföras. Om bolaget genom ett förbehåll kan disponera över villkoren under acceptfristens gång genom möjligheten att frånfälla budet eller förändra detta skall aktieägare som redan accepterat budet ha rätt att återkalla accepten. Enligt allmänna avtalsrättsliga principer måste så vara fallet för att rättssäkerhet skall råda.⁵⁴

4.3.6 Utfallet av erbjudandet

För en aktieägare i målbolaget är det av intresse att snarast möjligt få information om utgången av erbjudandet. I rekommendationen stadgas att köparen efter anmälningstidens utgång måste offentliggöra utfallet av erbjudandet. Dessutom skall relevanta uppgifter lämnas med hänsyn till eventuellt fattade beslut om exempelvis en förlängning av acceptfristen eller att erbjudandet kommer att fullföljas av köparen trots att uppställda villkor för detta inte har uppfyllts.⁵⁵

4.4 Likabehandling

4.4.1 Villkor för erbjudandet

Inledningsvis i uppsatsen konstaterades att det i ABL inte finns någon regel som stadgar att aktieägarna skall behandlas lika i en budsituation och att den likabehandlingsprincip som uttrycks i 3:1 ABL inte är direkt tillämplig vid offentliga uppköpsituationer. Däremot finns det regler i NBK:s rekommendation baserade på den börsrättsliga likabehandlingsprincipen som skall försäkra att erbjudandet till aktieägarna i målbolaget sker på lika villkor, d v s att ingen aktieägare prisdiskrimineras. Denna börsrättsliga likabehandlingsprincip kommer bland annat till uttryck i rekommendationen genom stadgandet att alla innehavare av aktier med identiska villkor skall erbjudas ett identiskt vederlag per aktie.⁵⁶ Med aktiers identiska villkor menas t ex villkor vad gäller rösträtt och rätt till utdelning. Vederlag får dock erbjudas i olika former till olika aktieägare om erbjudandet har samma värde, och det föreligger särskilda skäl för detta. Som exempel nämns i kommentaren att om ett aktiebolag har väldigt många aktieägare kan de små

⁵³ NBK:OE (II) p.3

⁵⁴ NBK:OE (II) p.4

⁵⁵ NBK:OE (II) p.14

⁵⁶ NBK:OE (II) p.5

aktieägarna erbjudas betalning i form av kontanter, trots att vederlaget utgår i en annan form för de övriga aktieägarna.⁵⁷ I ett uttalande från AMN ställdes frågan huruvida differentiering av vederlaget för fria och bundna aktier var tillåtet.⁵⁸ Bakgrunden till AMN:s uttalande var att Pharmacia hade riktat ett offentligt erbjudande till aktieägarna i Leo och innehavarna av fria och bundna aktier erbjöds olika vederlag. Vid denna tidpunkt var NBK:s rekommendation från 1971 i kraft och formuleringen i punkten 6 var något annorlunda. Då stadgades att aktier av ”samma slag” skulle ges identiska villkor. Enligt förarbetena till ABL var fria och bundna aktier av ”samma slag”.⁵⁹ Nämnden menade att likabehandlingsprincipen måste tolkas ekonomiskt och att det skulle strida mot likabehandlingsprincipen att inte differentiera vederlaget eftersom börskurserna var olika för de bundna och fria aktierna.⁶⁰

4.4.2 Budpris

Då aktierna inte har identiska villkor kan erbjudanden ges vilka skiljer sig åt i fråga om vederlaget, exempelvis genom olika bud till aktieägare av röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier.⁶¹ Men skillnaderna i erbjudandet får inte vara hur stora som helst. En viss form av likabehandling måste alltid beaktas. Som exempel kan nämnas när beräkningen av vederlaget för aktierna i målbolaget skall göras då marknadsvärdet oftast är utgångspunkten. Det förekommer att en premium betalas för aktien, d v s ett procentuellt påslag på det gällande och beräknade marknadsvärdet. Om en premium utbetalas måste den vara procentuellt sett lika stor för alla aktieägarkategorier. Men undantagsmöjlighet ges även från detta stadgande om resultatet skulle bli för oskäligt.⁶² Som exempel på tillåten särbehandling nämner kommentaren att röststarka aktier i vissa fall kan kräva ett större påslag än övriga aktier, men att särbehandlingen mellan aktieägarekategorierna alltid måste vara skälig. AMN fick anledning att uttala sig i frågan 1989 då Gota ville höja sitt bud till preferensaktieägarna i Wermlandsbanken, men inte till övriga aktieägare.⁶³ AMN menade att det förelåg sådana särskilda skäl som motiverade ett undantag från principen om att påslaget på aktien skall vara likvärdig, varför en utebliven höjning för de andra aktieägarna i Wermlandsbanken inte skulle strida mot god sed på marknaden. Avgörande faktorer i detta fall var preferensaktiens speciella karaktär och ”att det högre erbjudna beloppet skulle motsvara preferensaktiens nominella belopp.”⁶⁴ Av betydelse är att uppköpsprospektet måste innehålla en motivering för det fallet att vissa aktieägarkategorier skall särbehandlas.

⁵⁷ se kommentaren till NBK:OE (II) p.5

⁵⁸ AMN:s uttalande 1986:3

⁵⁹ Kristianson, Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år s 42, se fotnot 16

⁶⁰ O a s 42

⁶¹ NBK:OE (II) p.6

⁶² se kommentaren till NBK:OE (II) p.6

⁶³ AMN:s uttalande 1989:7

⁶⁴ Kristianson, Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år s 43

Ägare till andra av målbolaget utgivna värdepapper än de i erbjudandet angivna, så som konvertibler och teckningsoptioner, kan lämnas utanför ett erbjudande. Om dessa värdepapper väsentligen kan påverkas av att noteringen av aktier eller andra värdepapper som omfattas av erbjudandet skulle upphöra måste dock erbjudandet avse även dessa värdepapper.

4.4.3 Förvärv utanför erbjudandet

I rekommendationen finns ytterligare regler som skall försäkra att aktieägarna behandlas lika.⁶⁵ Likabehandling skall bland annat tillämpas om köparen, innan det offentliga uppköpserbjudandet lades, förvärvade aktier i målbolaget och dessa förvärv sammanhänger. Ett sammanhang sägs föreligga om köparen, under en kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts, har förvärvat aktier i målbolaget och detta sammanhang medför att det offentliga uppköpserbjudandet inte får vara mindre förmånligt än det tidigare förvärvet. Även om ett sammanhang föreligger finns i rekommendationen ett undantag från likabehandlingsprincipen i fall då kursen på målbolagets aktier har fallit väsentligt och inte bara tillfälligt.

För det fallet att köparen efter att erbjudandet offentliggjorts förvärvar aktier i målbolaget på bättre villkor än vad erbjudandet bjuder, skall en motsvarande höjning göras till övriga som omfattas av erbjudandet. Köparen får inte heller under en tid av nio månader från det att redovisning av vederlaget efter ett erbjudande har påbörjats, genom ett nytt offentligt erbjudande eller liknande, förvärva aktier i målbolaget enligt villkor som är bättre än det första erbjudandet om inte en kompensation lämnas till de aktieägare som överlät sina aktier enligt villkoren som gällde enligt det första erbjudandet.

4.5 Målbolagets agerande

4.5.1 Fientliga uppköpserbjudanden

Ett fientligt uppköpserbjudande på marknaden (*hostile takeover*) kan definieras som ett bud på målföretaget, men där målföretagets styrelse inte accepterar budet utan rekommenderar sina aktieägare att säga nej till budet. Det är med andra ord budet i sig som är fientligt och styrelsen reagerar mycket negativt av någon anledning. Ett sådant bud kan ha framlagts utan förhandlingar mellan målföretaget och det förvärvande bolaget, eller efter att förhandlingar dem emellan har strandat och förvärvaren då beslutat att vända sig direkt till aktieägarna.⁶⁶ Det finns dock ingen bestämd gränslinje

⁶⁵ NBK:OE (II) p.7-9

⁶⁶ SOU 1990:1 s 37

mellan fientliga och icke-fientliga uppköpserbjudanden, utan ett fientligt erbjudande kan övergå till ett icke-fientligt om parterna senare kommer överens om köpevillkoren.

Man kan då fråga sig vad som skulle kunna motivera styrelsen att säga nej till ett uppköpserbjudande. Styrelsen kan göra den bedömningen att budet är för lågt och skulle missgynna aktieägarna och rekommenderar därför aktieägarna att inte sälja. Ytterligare en orsak för styrelsen att råda aktieägarna att inte sälja skulle vara att styrelsemedlemmarna vet att de riskerar att förlora sina arbeten om budet går igenom. Men ett sådant övervägande borde inte få ligga till grund för styrelsen att avråda aktieägarna från att inte sälja. Det är visserligen målföretagets ledning som lämnar en rekommendation för hur företaget skall reagera gentemot ett fientligt uppköpserbjudande, men i sista hand är det dock målföretagets aktieägare som bestämmer huruvida de skall acceptera uppköpserbjudandet eller inte.

4.5.2 Uttalande av styrelsen i målbolaget

Ett bolags styrelse är i de flesta fall det bolagsorgan som är bäst informerat om bolagets affärer och ställning, och då ett uppköpserbjudande riktas till målbolaget är det därför av intresse för målbolagets aktieägare att veta hur styrelsen ställer sig till erbjudandet. I NBK:s rekommendation finns en regel som införts under 1999 om att målbolagets styrelse inom skälig tid före acceptfristens utgång måste offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet.⁶⁷ Styrelsen måste även motivera grunden för sitt ställningstagande. Men det finns också den möjligheten att styrelsen varken anser sig kunna tillstyrka eller avstyrka erbjudandet, och bakgrunden till detta ställningstagande måste då också redovisas. Målsättningen är nämligen att aktieägarna skall få all aktuell information för att på bästa sätt kunna bedöma erbjudandet och avgöra om det är mer förmånligt att sälja sina aktier eller kvarstå som minoritetsägare. Rekommendationen föreskriver att styrelsens ställningstagande till budet skall ske inom ”skälig tid”, vilket beror på att styrelsen kan behöva tid att bedöma budet, och man kan därför inte ställa ett krav på att styrelsens uttalande skall komma direkt i anslutning till budet. Det är trots allt viktigt att uttalandet kommer i så god tid att de aktieägare som inte har agerat i budsituationen i väntan på styrelsens uttalande får tid att under acceptfristen fatta ett beslut.⁶⁸

4.5.3 Åtgärder av målbolagets ledning

NBK:s rekommendation innehåller regler och principer för hur målbolagets ledning får agera i en uppköpssituation. Ett bud på målbolaget är inte alltid vad målbolaget önskar och då ett fientligt uppköpserbjudande lagts kan ledningen känna sig frestad att försöka avstyra budet genom diverse motåtgärder. Rekommendationen föreskriver att målbolagets styrelse eller ledning inte får vidta någon åtgärd i fråga om bolaget, som är

⁶⁷ NBK:OE (II) p.12

⁶⁸ se kommentaren till NBK:OE (II) p.12

ägnad att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande.⁶⁹ Med bolagets ”ledning” skall enligt kommentaren till rekommendationen förstås styrelsens ordförande, koncernchef, eller företagets VD.⁷⁰ Genom en ändring i den senaste rekommendationen gäller förbudet för motåtgärder inte bara då ett erbjudande verkligen har lämnats, utan redan från den tidpunkt när målbolagets styrelse eller ledning får information om erbjudandet från den som avser att lämna ett offentligt erbjudande och har grundad anledning att anta att ett seriöst erbjudande är nära förestående.

Om målbolaget bestämmer sig för att vidtaga motåtgärder skall detta beslut fattas av bolagsstämman, vilket ju är bolagets högsta beslutande organ där aktieägarna utövar sin rösträtt. Skulle det med hänsyn till bolaget och dess aktieägare krävas att målbolagets styrelse handlar skyndsamt för att försvara sig mot ett fientligt bud och inte hinner invänta ett bolagsstämmobeslut kan detta accepteras, men situationen måste vara sådan att den uppenbarligen kräver ett skyndsamt handlande.

4.6 Erbjudandeplikt

4.6.1 Inledning

Med anledning av hur ett kontrollägarskifte i ett aktiebolag kan påverka situationen för övriga aktieägarna finns det i Storbritannien en regel som innebär att den som uppnår ett kontrollerande aktieinnehav i ett aktiemarknadsbolag är skyldig att erbjuda sig att förvärva resterande aktier i bolaget på i princip samma villkor som kontrollposten.⁷¹ Den brittiska erbjudandeplikten finns reglerad i ”The City Code on Take-Overs and Mergers”, vilken ges ut av The Panel. Förutom Storbritannien finns ett flertal andra länder i Europa med erbjudandeplikt och bland dessa märks bl a Frankrike, Belgien, Italien, Danmark och även Norge och Finland. Även EU:s föreslagna trettionde bolagsdirektiv innefattar en erbjudandeplikt (se kapitel 5.8).

Erbjudandeplikten bygger på tanken att minoriteten, de icke-kontrollerande aktieägarna, måste skyddas i ett aktiebolag. Det kan, och har också, argumenterats att erbjudandeplikten är den bästa formen av minoritetsskydd.⁷² Skyddet innebär en möjlighet för aktieägare att lämna företaget vid samma tillfälle som den eller de kontrollerande aktieägarna. Företaget får vid övertagandet troligtvis en ny ledning och bolagets verksamhet kanske förändras till något som de gamla investerarna inte vill acceptera. I egenskap av investerare bör man därför i samband med ett övertagande kunna lämna aktiebolaget genom en försäljning av sin aktiepost, och dessutom ha

⁶⁹ NBK:OE (II) p.13

⁷⁰ se kommentaren till NBK:OE (II) p.2

⁷¹ SOU 1997:22 s 288

⁷² Rider & Andenas, *Developments in European Company Law* s 205

möjlighet att sälja sina aktier till ett bra pris.⁷³ Erbjudandeplikten är på så vis ett uttryck för att en likabehandlingsprincip tillämpas vid ett uppköpserbjudande.

Frågan huruvida Sverige bör ha en erbjudandeplikt har under lång tid debatterats, men det finns ännu ingen lagreglerad erbjudandeplikt. I samband med att NBK:s omarbetade rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv trädde i kraft den 1 juli 1999 infördes dock en icke lagstadgad budplikt på den svenska aktiemarknaden, vilken marknads aktörer nu har att ta hänsyn till. De materiella reglerna i den svenska budplikten enligt NBK:s rekommendation kommer att belysas nedan, men först följer en kortare redovisning för hur lagstiftaren kommit fram till att en lagstadgad erbjudandeplikt inte behövs i Sverige.

4.6.2 Frågan om en lagstadgad erbjudandeplikt i Sverige

Ett flertal motioner väcktes i riksdagen under mitten av 1980-talet om införande av erbjudandeplikt, vilket kan ses i ljuset av att 80-talet medförde en mångdubbling av aktiehandeln och att detta i sin tur gav upphov till nya beteenden på aktiemarknaden. I SOU 1989:72, ”Värdepappersmarknaden i framtiden”, gjordes en bedömning av huruvida en erbjudandeplikt borde införas i Sverige då en förvärvare övertagit 30 % av aktierna (röstetalet) i målbolaget. Förslag om införande av en lagstadgad erbjudandeplikt hade tidigare av Lagutskottet skickats på remiss till ett flertal organisationer, varav en klar majoritet var emot detta. Bland de remissinstanser som avstyrkte en erbjudandeplikt märktes bl a Sveriges Industriförbund, vilket ansåg det vara felaktigt att ”förbjuda” någon att äga exempelvis 35 eller 40 procent i ett företag.⁷⁴ Ett flertal remissinstanser uttalade en oro för att en erbjudandeplikt skulle verka hämmande på marknaden, genom att köpare skulle avstå från att vilja förvärva aktier i andra bolag av rädsla att behöva köpa samtliga eller stora delar av aktierna i målbolaget. Sammantaget fann utredningen inte att det fanns skäl att införa en lagstadgad erbjudandeplikt i Sverige och som ett av argumenten mot erbjudandeplikten uttalade utredningen följande:⁷⁵

”En tillträdande stor aktieägare syftar rimligen i normalfallet till att försöka effektivisera verksamheten eller att på andra sätt bidra till att kursen på bolagets aktier stiger snabbare än den annars skulle ha gjort. Det är svårt att tänka sig att minoritetsaktieägarna skulle behöva drabbas av en nedgång av värdet på sina aktier. Snarare borde en uppgång förväntas. För de minoritetsaktieägare som av något skäl inte vill kvarstå som ägare finns på en väl fungerande aktiemarknad alltid möjligheten att överlåta aktierna till någon annan som har mer positiv uppfattning om ägarskiftets betydelse.”

I utredningen påpekades dock att det var öppet för marknads självreglerande organ, exempelvis NBK, att om de önskade, utfärda regler angående erbjudandeplikten. Med

⁷³ Hopt & Wymeersch, European Takeovers – Law and Practice s 356

⁷⁴ SOU 1989:72 s 242

⁷⁵ SOU 1989:72 s 247

anledning av den koncentrerade ägarstruktur av aktiemarknadsbolag som då fanns i Sverige, yttrades i utredningen vidare att en eventuell erbjudandeplikt vid 30 % skulle innebära att en aktieöverlåtelse inte skulle kunna äga rum i flertalet av de svenska börsbolagen utan att erbjudandeplikten utlöses. Vid ett eventuellt införande av en erbjudandeplikt borde därför övervägas hur en sådan bäst skulle utformas för att passa den svenska marknaden.

Frågan om erbjudandeplikt på den svenska marknaden behandlades också kortfattat i ett betänkande från Ägarutredningen 1990.⁷⁶ Inte heller denna utredning fann skäl för att en erbjudandeplikt borde införas i Sverige. För det fallet att minoritetsaktieägarnas ställning behöver förbättras konstaterade utredningen att det i sådana fall borde ske genom traditionella minoritetsskyddsregler i aktiebolagslagen.⁷⁷

Då Justitiedepartementet tillsatte en kommitté 1990 för att göra en översyn av aktiebolagslagen ingick det i uppdraget att överväga införandet av en erbjudandeplikt. Kommitténs arbete redovisades i SOU 1997:22 under namnet ”Aktiebolagets kapital”. I utredningen behandlades de huvudargument som kunde anföras för införandet av erbjudandeplikten, nämligen att alla aktieägare skall behandlas lika i samband med ett kontrollägarskifte, att alla aktieägare skall ha del i en eventuell kontrollpremie och att alla aktieägare skall ha rätt att lämna bolaget vid ett oönskat kontrollägarskifte.⁷⁸ Vid behandlingen av argumenten fann kommittén inget argument verkligen motivera införandet av erbjudandeplikten. Kommittén sade sig eftersträva lösningar inom aktiebolagsrätten vilka skapar förutsättningar för en stark ägarfunktion och enligt kommittén skulle erbjudandeplikten verka i helt fel riktning. Den menade att det är ”tydligt att en erbjudandeplikt skulle fördyra och i vissa fall helt omöjliggöra såväl en successiv uppbyggnad av kontrollposter som direkta kontrollpostförvärv.”⁷⁹ Den som förvärvar en kontrollpost måste vid en erbjudandeplikt kalkylera med att få köpa ytterligare aktier utöver kontrollposten, en börda som kan leda till att man hellre avstår från att försöka förvärva en kontrollpost. Vad gäller det argumentet att erbjudandeplikten behövs för att garantera småspararna skydd var kommittén av den uppfattningen att ett starkt minoritetsskydd behövs, men då minoriteten utgjorde en sådan ringa del av aktieägandet i Sverige och det finns få bevis för att ett kontrollägarskifte verkligen skadade minoriteten, kunde behovet av minoritetsskydd ändå inte motivera en lagstadgad erbjudandeplikt.⁸⁰

⁷⁶ SOU 1990:1

⁷⁷ SOU 1990:1 s 152

⁷⁸ SOU 1997:22 s 296 ff

⁷⁹ SOU 1997:22 s 301

⁸⁰ SOU 1997:22 s 301

4.7 Buplikt enligt NBK:s rekommendation

4.7.1 Inledning

I NBK:s reviderade rekommendation rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv infördes en budplikt vid 40 procent på den svenska marknaden. Detta trots att NBK, i likhet med lagstiftaren, tidigare ansett att det inte fanns skäl för en budplikt. Anledningen till att NBK nu har ändrat uppfattning kan kanske framförallt härledas till en internationell anpassning. De flesta västeuropeiska länder har en budplikt och det är viktigt att även Sverige försöker anpassa sig till övriga marknader i världen. I inledningen till NBK:s rekommendation sammanfattas de viktigaste övervägandena genom följande uttalande: ”Ägarkapitalet blir allt mer gränsöverskridande och flyttar lätt från det ena landet till det andra. 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.”⁸¹ NBK:s ordförande Claes Dahlbäck menar att rekommendationen ger ett bättre skydd för minoritetsaktieägare och att budplikten är förtroendeskapande för aktiemarknaden.⁸²

4.7.2 Huvuddragen i budplikten

Den som uppnår 40 procent eller mer av rösterna i ett bolag skall lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva samtliga övriga aktier utgivna av målbolaget.⁸³ Denna 40 procentiga gräns har valts därför att vid ett sådant ägande har aktieägaren normalt en praktisk kontroll över bolaget. Budplikten blir inte aktuell för de aktieägare som vid införandet redan ägde mer än 40 procent. Det uppkommer inte heller en budplikt om någon redan har 40 procent eller mer av rösterna och sedan gör ytterligare förvärv. Ett kontrollpostinnehav föreligger redan och detta får nya investerare vara medvetna om. Det är enbart aktier utgivna av målbolaget, inte andra värdepapper exempelvis optioner och konvertibla skuldebrev, som räknas in i underlaget för bestämmande om den 40-procentiga röstmajoriteten uppnåtts. Ett frivilligt offentligt uppköpserbjudande omfattande alla aktier medför inte budplikt, eftersom aktieägarna i målbolaget genom det frivilliga offentliga uppköpserbjudandet givits en möjlighet till försäljning av sina aktier.⁸⁴

Erbjudandet måste omfatta alla slags aktier samt sådana värdepapper där prissättningen kan komma att väsentligen påverkas av att noteringen av aktierna som omfattas av erbjudandet skulle upphöra (se kapitel 4.4.2).⁸⁵ Vad gäller priset som skall erbjudas vid budplikten hänvisar rekommendationen till NBK:s bestämmelser om frivilliga

⁸¹ Inledningen till NBK:OE (1999)

⁸² Näringslivets Börskommitté, Budplikt på 40 procent införs, artikel från Industriförbundets hemsida 99-04-12

⁸³ NBK:OE (III) p.1

⁸⁴ NBK:OE (I) p.1

⁸⁵ NBK:OE (III) p.1

uppköpserbjudanden.⁸⁶ Priset på aktierna i erbjudandet skall vara minst det högsta som ägaren, eller någon närstående betalat under de senaste sex månaderna, vilket kan ses som en följd av likabehandlingsprincipen. Om bolaget i fråga har flera aktieslag kan prissättningen sammanfattas som så att om förvärvaren exempelvis endast köpt A-aktier skall de andra innehavarna av A-aktier erbjudas minst det högsta pris som han betalat för sådana aktier, medans B-aktieägarna måste betalas ett pris som ger en rättvis och rimlig behandling.⁸⁷ Enligt rekommendationen måste budplikten innehålla en möjlighet för alla aktieägare att erhålla vederlag i form av kontanter.⁸⁸ Denna möjlighet finns för att aktieägaren helt och hållet skall kunna lämna företaget i en uppköpsituation.

4.7.3 Aktiemarknadsnämndens dispensmöjligheter

AMN har kompetens att tolka och medge dispens från NBK:s rekommendation, vilket då även gäller budplikten.⁸⁹ Med hänsyn till att införandet av budplikten i Sverige kan få stor ekonomisk betydelse för företagen på marknaden är det viktigt med den undantagsmöjlighet som ges genom AMN. Dispens kan vara befogat då någon exempelvis erhållit ett 40-procentigt aktieinnehav genom arv eller gåva och avgörande för dispensmöjligheten tycks enligt AMN:s praxis vara huruvida det skett något reellt kontrollägarskifte i målbolaget.⁹⁰ Enligt Industriförbundets chefsjurist Jan Persson har införandet av erbjudandeplikten inte givit upphov till någon större debatt, och de svenska marknadsaktörerna verkar ha accepterat erbjudandeplikten. AMN har dock i ett tiotal fall uttalat sig i frågor rörande tillämpningen av erbjudandeplikten.

4.7.4 Närståenderegler

En ägares aktieinnehav skall slås samman med vissa närståendes aktieinnehav, exempelvis aktier som ägs av nära släktingar eller aktier inom en koncern. Till närstående räknas även ”annan med vilken träffats överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning”.⁹¹ Men det är inte själva etableringen av ett närståendeförhållande som utlöser budplikten trots att parterna tillsammans äger mer än 40 procent, utan budplikten realiserar då någon av parterna därefter förvärvar ytterligare aktier.⁹² AMN har i ett uttalande konstaterat att då aktier förvärvas inom närståendegruppen leder detta inte till budplikt eftersom gruppens sammanlagda innehav fortfarande är konstant.⁹³ Om någon i gruppen däremot genom ”interna” förvärv själv uppnår 40 procent av röstetalet i målbolaget blir denne underkastad budplikt. Balansen har då förskjutits i

⁸⁶ NBK:OE (II) p.7-9

⁸⁷ NBK:OE (II) p.5-7

⁸⁸ NBK:OE (III) p.3

⁸⁹ NBK:OE (I) p.2

⁹⁰ AMN:s uttalande 1999:6, 1999:12, 1999:13

⁹¹ NBK:OE (II) p.11

⁹² NBK:OE (III) p.1 andra stycket

⁹³ AMN:s uttalande 1999:9

gruppen så att en part ensam har en kontrollerande majoritet av röstetalet. Det finns dock enligt AMN dispensmöjligheter. Det kan också i vissa fall vara svårt att avgöra huruvida ett närståendeförhållande verkligen föreligger och frågan har redan varit uppe till prövning. AMN har uttalat att en överenskommelse mellan aktieägare i ett företag om att gemensamt utöva rösträtten vid val av styrelsen utgjorde ett sådant långsiktigt samordnande att ett närståendeförhållande uppkom.⁹⁴

4.7.4.1 Koncernregler

I jämförelse med förvärv av andra i närståendekretsen utlöses budplikten dock direkt om ett bolag förvärvar aktier i ett annat bolag så att ett koncernförhållande uppstår, och bolagen tillsammans äger mer än 40 procent av aktierna i målbolaget. Vid tveksamhet huruvida ett närståendeförhållande föreligger vid samgående mellan företag kan detta prövas av AMN. Men att alla koncernförhållanden skulle leda till budplikt för de samgående bolagen skulle i vissa fall få orimliga konsekvenser. Efter förfrågan till AMN om huruvida ett samgående av två företag, vilka kommit att bilda en koncern, skulle leda till budplikt i målbolaget, svarade AMN att syftet med regeln om att koncernförhållande utlöser budplikt är att förhindra att företag genom indirekta förvärv får kontroll över målbolaget utan att budplikten aktualiseras.⁹⁵ Dispens i det föreliggande fallet skulle ges eftersom samgåendet inte varit i syfte att åstadkomma ett kontrollägarskifte i målbolaget.

4.7.5 Informationsplikt och prospekt

Det är viktigt att marknaden får vetskap och information om ifall en köpare uppnått en kontrollerande majoritet av rösterna i ett bolag och i rekommendationen finns ett krav på att då en köpare förvärvat ett innehav som leder till budplikt skall köparen omedelbart offentliggöra innehavet av aktier och meddela sin avsikt i fråga om att senare lämna ett offentligt erbjudande.⁹⁶ I likhet med fallen vid frivilliga offentliga uppköpserbjudanden måste även ett prospekt upprättas av den som lämnar erbjudandet (se kapitel 4.3.3). NBK:s rekommendation innehåller inte någon tidsgräns för hur snabbt prospektet måste upprättas, men det är viktigt med en skyndsam hantering.⁹⁷ Efter en förfrågan till AMN huruvida det var god sed på aktiemarknaden att avvakta med upprättandet av prospektet 6-12 månader efter det ursprungliga förvärvet i avvaktan på möjligheten att göra en korrekt prissättning i erbjudandet, svarade AMN att detta inte var förenligt med budpliktens syfte.⁹⁸

⁹⁴ AMN:s uttalande 1999:9

⁹⁵ AMN:s uttalande 1999:6, 1999:12

⁹⁶ NBK:OE (III) p.2

⁹⁷ se kommentaren till NBK:OE (III) p.2

⁹⁸ AMN:s uttalande 1999:11

I det fallet att en köpare kommit att omfattas av regeln om budplikt utan att ha haft för avsikt att hamna i den situationen och kanske saknar ekonomiska möjligheter att lämna erbjudande till övriga aktieägare, kan aktieägaren inom fyra veckor avyttra aktier så att hans innehav understiger 40 procent.⁹⁹ Budplikten faller då bort och AMN kan, om särskilda skäl föreligger, utsträcka tiden till mer än fyra veckor.

⁹⁹ NBK:OE (III) p.1

5. Det föreslagna trettonde bolagsdirektivet om bolagsrätt vad avser övertagandebud

5.1 Bakgrund

I större delen av kontinentaleuropa var företagsförvärv genom offentliga uppköpserbjudanden under en lång tid ovanliga, varför någon specialreglering på detta område inte eftersträvades. När aktiviteten på de europeiska börsmarknaderna under senare delen av 80-talet ökade markant, ökade även antalet offentliga uppköpserbjudanden. I många länder där uppköp tidigare oftast skett genom förhandlingar mellan uppköpare och målbolagets ledning, riktades nu istället bud direkt gentemot aktieägarna, inte alltid med föregående förhandlingar. Även uppköp över de nationella gränserna ökade under denna period, varvid utländska företag genom offentliga uppköpserbjudanden sökte få kontroll över företag i andra länder. Med hänsyn till Romfördragets bestämmelser om etableringsfrihet och att EU-medlemsstaternas syn på offentliga uppköp inte var enhetlig uppkom i samband härmed diskussioner om behovet av harmonisering på området.¹⁰⁰

Planer beträffande harmonisering hade funnits redan tidigare. Det första förslaget angående offentliga uppköpserbjudanden finns i en rapport skriven av den engelske professorn Pennington, som under tidigt 70-tal anlätades av EU-Kommissionen för att skriva ett utkast till förslag på området. Detta förslag var influerat av den brittiska takeover-koden (City Code on Takeovers and Mergers) angående offentliga uppköp. Takeover-koden utvecklades som ett resultat av flera uppmärksammade uppköp på den brittiska börserna, vilka ledde till att krav ställdes på att situationen måste förbättras för aktieägarna i målföretagen. Koden etablerades på 50- och 60-talet i Storbritannien, men blev formellt gällande först 1968. Kommissionens utkast innefattade liksom takeover-koden bl a reglering beträffande uppköparens agerande före tillkännagivande av ett bud, innehållet i formulärutskicken till aktieägarna, vilka försvarsåtgärder som kunde användas av målföretaget och förslaget att medlemsstaterna skulle införa en erbjudandeplikt. Då intresset för direktivplanerna var svagt vid denna tidpunkt, främst beroende på att många medlemsstaters aktiemarknader ännu inte var särskilt utvecklade, lades projektet ner.¹⁰¹

5.1.1 Direktivförslag utformas

1985 kom däremot frågan upp igen och i vitboken om förverkligandet av den inre marknaden poängterades behovet av en harmonisering av reglerna om offentliga

¹⁰⁰ Skog, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden: Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv, Balans 6-7/96 s 23

¹⁰¹ Skog, Does Sweden need a Mandatory Bid rule s 17 f

uppköpserbjudanden. Ett direktivförslag presenterades 1987 men mötte då kritik på en rad punkter och framlades därför aldrig officiellt. 1988 lade italienaren Carlo de Benedetti ett bud på aktierna i ett belgiskt holdingbolag, Société Générale de Belgique, som på ett eller annat sätt kontrollerade över 1000 bolag i världen och dess tillgångar ansågs motsvara ungefär en tredjedel av den samlade belgiska ekonomin. Detta ledde till en mycket uppmärksammas uppköpsstrid och diskussionerna kring ett direktivförslag kom i samband härmed åter igång.¹⁰² Ett första formellt direktivförslag lades fram 1989 och därefter ett reviderat förslag 1990.

I stort var syftet med de föreslagna direktivet att aktieägare i samtliga medlemsländer skulle garanteras ett minimiskydd vid offentliga uppköpserbjudanden. Förhandlingarna kring direktivförslaget från 1990 strandade då många av de föreslagna reglerna ifrågasattes av medlemsstaterna. Kritik som framfördes gentemot förslaget rörde bl a dess regel om erbjudandeplikt och dess restriktiva hållning till möjligheterna för målbolaget att vidta försvarsåtgärder mot icke önskade försök till uppköp. Dessutom framlades kritik mot att harmonisering i medlemsstaterna enligt direktivförslaget skulle ske genom reglering i lag, detta särskilt vid beaktande av den i Romfördraget stadgade subsidiaritetsprincipen¹⁰³, vilken fördelar kompetensen mellan Gemenskapen och medlemsstaterna.¹⁰⁴

5.2 Det nya förslaget

Kommissionen beaktade medlemsstaternas kritik mot direktivförslaget från 1990 och ett nytt förslag framlades i februari 1996 efter initiativ av kommissionären Mairo Monti. Efter hänsynstagande till kommentarer från Parlamentet och Ekonomiska och sociala kommittén (ESK) godtog Kommissionen ett reviderat förslag i november 1997.

Motivet bakom det föreslagna direktivet är att det skall fungera som medel för att säkerställa och möjliggöra ett likvärdigt skydd för aktieägare i transaktioner av mellanstatlig karaktär inom Gemenskapen. Direktivet är baserat på artikel 44 i Romfördraget, som rör motverkandet av hinder mot etableringsfrihet inom den Europeiska marknaden, utan att grunden härför närmare preciseras. I ett förklaringsmemorandum till direktivförslaget tillkännager Kommissionen, trots grundandet på artikel 44, att målet med det föreslagna direktivet inte är att söka främja uppköp i sig genom att ta bort hinder härför, varför grundandet på denna artikel skulle kunna ifrågasättas.¹⁰⁵ Huvudsyftet är istället, vilket också anges i det nya direktivförslagets preambel, att skydda aktieägarnas intressen då bolag är föremål för ett

¹⁰² O a a s 20 f

¹⁰³ Romfördraget artikel 5

¹⁰⁴ Skog, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden; Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv, Balans 6-7/96 s 23 f

¹⁰⁵ COM(95) 655 final pkt 6

övertagandebud eller då kontrollen över företaget håller på att förskjutas. Detta syfte skall säkerställas bl a genom att berörda parter på förhand beredes kunskap om villkoren under vilka de skall agera samt genom uppställandet av minimiriktlinjer för själva uppköpsförfarandet. Framförallt minoritetsaktieägare skall skyddas då kontrollen över deras bolag övertas genom uppköp.¹⁰⁶

5.3 Ramdirektiv

5.3.1 Detaljeringsgrad

Kommissionen lyssnade till kritiken mot tidigare direktivs detaljeringsgrad och även om syftet är att åstadkomma ett visst minimiskydd för aktieägarna behöver detta inte ske genom likformig reglering i alla medlemsstater. Det föreslagna direktivet är av ramkaraktär, d v s innehåller mindre detaljer och istället mer generella principer. Detta innebär att medlemsstaterna noga måste se över vad som behövs för att nationell reglering överensstämmer med direktivets syfte och mål. En implementering är möjlig inte bara genom lagstiftning, utan även genom självreglering. Kommissionen har i enlighet härmed uttryckt att direktivförslaget;¹⁰⁷

”...will ensure that, within the Single Market, shareholders of listed companies enjoy equivalent safeguards in the case of a change of control and (the proposal) would provide for the minimum guidelines for the conduct and transparency of takeover bids. However, the proposal would leave to Member States the choice of how best to meet these requirements, in line with their existing traditions and structures whereas a previous proposal...would have imposed very detailed rules on Member States.”

Hur regleringen kommer att se ut i de olika medlemsstaterna kan härigenom komma att variera och därmed även graden av det skydd minoritetsaktieägarna tillerkänns. En aktieägare kan därmed trots minimiskyddsreglerna inte garanteras samma investeringsskydd för sina investeringar i olika länder, vilket kan påverka multinationella investeringar i aktier. I jämförelse med övriga bolagsrättsliga direktiv så är det nu föreslagna trettonde direktivet det enda av sådan ramkaraktär. Övriga direktiv är mer detaljerade och lämnar ytterst lite utrymme för särreglering staterna emellan.¹⁰⁸

Huvudsakliga förändringar i samband med ändring av förslaget till dess nuvarande ramkaraktär tycks vara att:¹⁰⁹

- Införande av en erbjudandeplikt inte längre är det ända sättet att skydda minoritetsaktieägare

¹⁰⁶ KOM(97) 565 slutlig

¹⁰⁷ Rider & Andenas, a a s 201

¹⁰⁸ Jul Clausen & Engsig Sørensen, a a s 14

¹⁰⁹ Rider & Andenas, a a s 204 (fri översättning)

- Ändringar har gjorts vad beträffar utformningen av en tillsynsmyndighet och dess befogenhet
- Graden av domstolars befogenhet att pröva tvister under ett anbudsförfarande har angivits

5.3.2 Subsidiaritetsprincipen

Att direktivet givits en ramkaraktär kan även ses mot bakgrund av att Kommissionen sökt respektera subsidiaritetsprincipen. Denna skall säkra att beslut om utformningen av konkret reglering i medlemsstaterna fattas på lägsta möjliga nivå, d v s så långt som möjligt av medlemsstaterna själva. Vid beaktande av den i artikel 249 Romfördraget angivna beskrivningen av ett direktiv skulle kommissionens reträtt till ett direktivförslag av ramkaraktär kunna anses följa syftet med ett direktiv, eftersom de nationella myndigheterna kan bestämma form och tillvägagångssätt för genomförande av de i direktivet bindande målen.¹¹⁰

5.4 Tillämpningsområde

Direktivet skall tillämpas vid medlemsstaternas reglering av offentliga uppköpserbudanden riktade mot bolag i en medlemsstat och som rör aktier med rösträtt eller värdepapper vilka ger rätten att förvärva aktier med rösträtt. Detta gäller enbart för aktier eller värdepapper vilka det är tillåtet att handla med på en för allmänheten tillgänglig, reglerad marknad i en eller flera medlemsstater. Typfallet är offentliga bud på aktier som är börsnoterade. Inte enbart hela utan även partiella bud faller under direktivet, vilket innebär att direktivet också är tillämpligt i fall då endast en av två eller flera aktieklasser är noterad på en reglerad marknad.¹¹¹ En tillämpning av direktivet blir aktuell oavsett om det vederlag som erbjuds är i form av kontanter eller värdepapper.¹¹² De i artikel 2 nämnda definitionerna av uppköpserbudanden, målbolag, anbudsgivare, värdepapper och anbudsintressenter, kan fungera som vägledning för när en tillämpning av direktivet blir aktuell. Vad beträffar de i direktivet angivna minoritetsskyddande åtgärderna, t ex kravet på erbjudandeplikt, blir tillämpningen av direktivet aktuell då en förskjutning av kontrollen i ett bolag håller på att inträffa.¹¹³

¹¹⁰ O a a s 203

¹¹¹ se artikel 1

¹¹² se artikel 2.1

¹¹³ se artikel 3 samt kommentaren till denna

5.5 Direktivets allmänna principer

Under rubriken ”Allmänna principer” i direktivförslaget anges fem principer¹¹⁴, vilka medlemsstaterna skall ta hänsyn till vid implementering av direktivet. Dessa principer är:

- att alla värdepappersinnehavare med samma ställning i ett målbolag skall få en likvärdig behandling,
- att anbudstagarna får tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut angående budet,
- att målbolaget styrelse skall handla i hela bolagets intresse, vilket även inkluderar sysselsättningen,
- att det inte får skapas konstlade marknader för värdepapperen i målbolaget, det anbudsbudgivande bolaget eller något annat bolag som berörs av budet, så att kursen på värdepapperen stiger och faller artificiellt och marknadens normala funktionssätt störs, samt
- att målbolaget inte under längre tid än vad som är skäligt hindras i sin verksamhet på grund av budet.

De fem ovan nämnda principerna som ligger till grund för målsättningen med direktivet har fått en något annorlunda utformning i det nya förslaget i jämförelse med tidigare förslag. Av intresse är att den tredje allmänna principen, vilken behandlar målbolagets styrelses agerande, har ändrats. Efter Europaparlamentets önskemål sägs numera i den tredje principen att styrelsen skall handla i hela bolagets intresse, bl a aktieägarnas, fordringsägarnas och de anställdas, och särskilt vinnlägga sig om att bevara arbetstillfällena. På begäran av Ekonomiska och sociala kommittén har också den fjärde principen klargjorts jämfört med tidigare förslag vad gäller förbudet att skapa konstlade marknader för värdepapper. Konstlade marknader kan bl a skapas i fall då kursen på värdepapperen stiger och faller på ett konstlat sätt, exempelvis på att felaktig eller överdriven information offentliggörs eller sprids.¹¹⁵

5.6 Implementering genom lagstiftning eller självreglering

Vid regleringen av offentliga uppköpserbjudanden i Europa har förebilden oftast varit den brittiska Takeover-koden (City Code on Takeovers and Mergers). Denna ges ut av ett antal sammanslagna institutioner på den brittiska värdepappersmarknaden. Takeover-koden är ett utslag av självreglering och har inte något formellt sanktionssystem. I tidigare direktivförslag angavs att implementering skulle ske genom lagstiftning eller andra traditionellt bindande rättsakter, vilket givetvis Storbritannien

¹¹⁴ se artikel 5

¹¹⁵ se kommentaren till artikel 5

hade svårt att acceptera. Särskilt med tanke på att takeover-koden utgjort en förebild, tog Kommissionen i det nya förslaget hänsyn till den kritik som framställts angående implementeringsformen. I det nya föreslagna direktivet anges således att implementering skall kunna göras genom lag, annan författning eller ”andra mekanismer eller arrangemang”, d v s en form av självreglering.¹¹⁶ Tillåtelsen av självreglering är en principiell nyhet som kan komma att få betydelse även utanför bolags- och börsrätten. Någon ledning i övrigt beträffande vilka krav som uppställs för dessa ”mekanismer eller andra arrangemang” går inte att finna i direktivet. Att implementering kan ske genom självreglering har betydelse för Sveriges del eftersom den reglering som finns vad beträffar offentliga uppköpserbjudanden utgörs av just självreglering (se kapitel 4).

5.7 Tillsynsmyndighet

5.7.1 Övervakning av uppköpsförfarandet

Det föreslagna direktivets fjärde artikel stadgar att medlemsstaterna skall ha en eller flera tillsynsmyndigheter för övervakning av de regler som finns angående uppköpsförfarandet. Tillsynsmyndigheten kan enligt direktivet utgöras av enskilda sammanslutningar eller organ, men bör ha de befogenheter som erfordras för att kunna säkerställa att potentiella anbudsgivare följer de bestämmelser som uppställts i anslutning till direktivet. Myndigheten som utses av medlemsstaten skall visserligen ha befogenhet att övervaka hela förloppet i anbuds-förfarandet, men andra organ utestängs inte från att bedöma vissa aspekter av uppköpsanbudet. Som exempel kan anges de organ som skall se till att det råder fri konkurrens.¹¹⁷

Tidigare direktivförslag gav utsedd tillsynsmyndighet en generell möjlighet att lämna undantag från uppköpsreglerna. Undantagsmöjligheten skapades för att erbjuda tillsynsmyndigheten att vara flexibel i sitt arbete med en marknad som är under ständig förändring.¹¹⁸ Förutsättningen för att ge undantag var dock att tillsynsmyndigheten respekterade direktivets allmänna principer enligt femte artikeln. Den tidigare generella möjligheten att lämna undantag kritiserades av Ekonomiska och sociala kommittén, vilken ansåg det oacceptabelt att ge tillsynsmyndigheten oinskränkt makt att bevilja undantag. I det senaste direktivförslaget har därför den generella undantagsmöjligheten tagits bort och inskränkts till att gälla vissa i direktivet specifikt angivna fall.¹¹⁹

¹¹⁶ Skog, Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden; Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv, Balans 6-7/96 s 25

¹¹⁷ se första stycket i kommentaren till artikel 4, jämfört med artikel 4.1 samt sjätte stycket i direktivets preambel

¹¹⁸ Fritt översatt från COM(95) 655 of July 1996 p.6

¹¹⁹ se artikel 3.2, 6.3 och 10.1

5.7.2 Behörigt övervakningsorgan

Vilken medlemsstats övervakandeorgan som har behörigheten att övervaka uppköpsförfarandet stadgas i fjärde artikelns andra punkt där det anges att det organ i den medlemsstat där målbolaget har sitt registrerade säte har beslutanderätten, förutsatt att handeln i bolagets aktier sker på en reglerad marknad i den medlemsstaten. I övriga fall är behörigt organ det organ i den medlemsstat där handel i bolagets aktier först tillåts, såvida handel i dessa aktier fortfarande sker där. Det senare stadgandet kommer ha betydelse då ett bolag är börsnoterat i en medlemsstat, men har sitt registrerade säte utanför EU, eller då ett EU-bolag väljer att vara börsnoterat i en annan medlemsstat än det har sitt registrerade säte. Ett tredje kriterium ställdes upp efter förslag från EU-parlamentet som anger att behörigt organ, i det fall handel i målbolagets aktier sker simultant på olika marknader utanför den medlemsstat där registrering har skett, är det organ i den medlemsstat på vars marknad handel i aktierna till största del sker vid tidpunkten för övertagandet av kontrollen av målbolaget.

5.7.3 Ordinarie domstolars och andra behöriga myndigheters befogenhet

Direktivet påverkar inte den befogenhet domstolar eller andra behöriga myndigheter har att pröva tvister (eller att neka prövning av tvist) under ett anbuds förfarande och att avgöra frågan huruvida vissa oegentligheter påverkat utgången av budet eller inte. Enligt direktivet är det nämligen upp till respektive medlemsstat att utse rättsliga eller andra myndigheter att pröva sakfrågor i uppköpsavseende.¹²⁰ En förutsättning är dock att den skadelidande parten åtnjuter tillräckliga och lämpliga möjligheter att tillgodogöra sig sina intressen, antingen genom ett överklagandeförfarande som handlägges av tillsynsmyndigheten eller genom möjligheten att erhålla kompensation t ex genom skadeståndstalan vid domstol. Att det nya direktivförslaget inte påverkar domstolarnas befogenhet att besluta i nämnda avseende har att göra med att Kommissionen velat tillmötesgå Storbritannien som härigenom kunnat undvika domstolsprocessande om uppköpserbjudanden, vilket annars är mycket vanligt i USA.¹²¹

5.8 Erbjudandeplikt

5.8.1 Bakgrund

Den mest omdebatterade artikeln i Kommissionens direktivförslag är erbjudandeplikten (*mandatory bid rule*). Även erbjudandeplikten har sin förebild i den brittiska takeover-koden. Erbjudandeplikten i England stadgade att var och en som uppnådde 30 procent av röstetalet i ett noterat bolag skulle åläggas att lägga ett bud på resterande aktier i

¹²⁰ se artikel 4.5

¹²¹ Rider & Andenas, a a s 206 f

målbolaget, vilket skulle skydda minoriteten och garantera likabehandling av aktieägarna. Vid utarbetandet av den brittiska takeover-koden från 1991 angavs följande argument för erbjudandepliktens utformning:¹²²

”The philosophy underlying the rule is that if effective control is obtained through the acquisition of shares, the principle of equal treatment of shareholders requires that all shareholders should have the opportunity to obtain the price per share paid for that control and that they should have the opportunity to get out of the company if they do not like what has happened.”

Då kommissionen 1989 presenterade det första formella 13:e bolagsdirektivet innehållande en obligatorisk erbjudandeplikt efter brittisk modell mötte detta hårt motstånd. Förslaget föreskrev att var och en som uppnådde 30 procent av röstetalet i ett noterat bolag skulle åläggas att lägga ett bud på alla resterande aktier i bolaget. Tyskland och Holland var mycket kritiska och även Sverige avvisade tanken på en obligatorisk erbjudandeplikt.

5.8.2 Obligatorisk erbjudandeplikt

I det senaste förslaget från 1997 tar Kommissionen viss hänsyn till den tidigare uttalade kritiken, och backar från sitt absoluta krav på erbjudandeplikt. Kommissionen frångår dock inte sitt grundläggande krav på att ett skydd av minoritetsaktieägarna skall säkerställas. I artikel 10 av direktivet stadgas inte längre 30 procent av röstetalet som en fixerad procentsats för ett obligatoriskt uppköpserbjudande, utan det är upp till medlemsstaterna att avgöra hur minoritetsaktieägarna skall skyddas och var gränsen skall gå för erbjudandeplikten. Väljer medlemsstaten att ha ett obligatoriskt uppköpserbjudande måste procentsatsen vara sådan att syftet med direktivet uppnås, d v s att skydda minoritetsaktieägarna. En medlemsstat kan bestämma att då budgivaren förvärvat exempelvis 40 procent av aktierna måste denne lägga ett bud på resterande aktier.

5.8.3 Partiell obligatorisk erbjudandeplikt

Som ett andra alternativ enligt direktivet har medlemsstaterna en möjlighet att införa partiella obligatoriska uppköpserbjudanden,¹²³ vilket innebär att budgivaren måste lämna bud på en viss andel av samtliga kvarstående aktier. Detta är att jämföra med hela obligatoriska uppköpserbjudanden då ett bud måste lämnas på alla resterande aktier. För att partiella uppköpserbjudanden skall få tillåtas måste en rad villkor vara uppfyllda. Ett första krav är att likabehandlingsprincipen vid det partiella budet beaktas. I fall då fler aktier utbjudes till försäljning än vad det partiella budet innefattar, innebär detta således att köp skall ske med en proportionell fördelning mellan återstående aktieägare.¹²⁴ I

¹²² Skog, Does Sweden need a Mandatory Bid Rule? s 12

¹²³ se artikel 10.1

¹²⁴ se artikel 10.2

artikeln stadgas även att det partiella uppköpserbudandet inte får omfatta mindre än 70 procent av de kvarstående aktierna.¹²⁵ Ett partiellt bud kan inte heller endast vara riktat till en viss aktieklass om det finns flera. Liknande regler om partiell erbjudandeplikt fanns i Frankrike fram till 1992 som angav att den som förvärvade en tredjedel av aktierna skulle lägga ett bud på två tredjedelar av aktierna. Frankrike tillhör numera ett av de europeiska länder som har obligatorisk erbjudandeplikt.¹²⁶

5.8.4 Alternativ till obligatorisk erbjudandeplikt

Medlemsstaterna kan också välja att inte ha något obligatorisk uppköpserbudande, men då krävs att medlemsstaten erbjuder ”andra lämpliga och åtminstone likvärdiga sätt för att skydda bolagets minoritetsaktieägare.”¹²⁷ Vad som skall anses som lämpligt och likvärdigt lämnar direktivet inga besked om och det går därför inte att bortse från att direktivet genom denna vaga formulering blir något tandlös. Om syftet med direktivet och artikel 3 är att erbjuda minoriteten ett skydd, men lämnar åt medlemsstaterna att själva avgöra vad som är lämpligt och likvärdigt erbjudandeplikten, finns det risk för att en harmonisering inom Gemenskapen inte sker på ett lämpligt sätt. Detta kan i sin tur leda till att det bakomliggande syftet med direktivet inte uppnås, men att man från Kommissionens sida erbjuder denna möjlighet kan vara ett led i att man velat erkänna den tyska uppfattningen att de tyska koncernrättsreglerna erbjuder ett fullgott skydd för minoritetsaktieägarna vid kontrollägarskiftet.¹²⁸

5.8.5 Undantagsmöjligheter

I de tidigare direktivförslagen lämnades medlemsstaterna genom tillsynsmyndigheten ett oinskränkt utrymme att lämna undantag från de bestämmelser som införts i direktivet, vilket då även omfattade erbjudandeplikten. Den generella undantagsmöjligheten har tagits bort (se kapitel 5.7.1), men det återstår fortfarande möjligheter för tillsynsmyndigheten att bevilja undantag från kravet på att skydda minoritetsaktieägare och en av dessa situationer har direkt specificerats i artikel 3.2. Undantag från erbjudandeplikten kan göras om en person enbart tillfälligt innehar de värdepapper som ger en kontrollerande makt över bolaget eller om denne person inte har för avsikt att utöva denna makt. Vid partiella uppköpserbudanden, där det partiella uppköpserbudandet inte får omfatta mindre än 70 procent av alla aktier, kan tillsynsmyndigheten med en vederbörlig motivering lämna tillstånd att frångå den 70-procentiga gränsen.¹²⁹

¹²⁵ Jul Clausen & Engsig Sørensen, a a s 43 f

¹²⁶ O a a s 18

¹²⁷ se artikel 3

¹²⁸ Skog, Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden; Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv, Balans 6-7/96 s 27

¹²⁹ se artikel 10.1

5.9 Budpris

Betalning till målbolagets aktieägare skall enligt direktivet erbjudas antingen genom betalning i kontanter eller genom utbyte mot andra värdepapper.¹³⁰ En intressant fråga vad gäller betalningen rör själva budpriset. Direktivet innehåller inga uttryckliga regler om hur budpriset skall fastställas, men självklart skall den i direktivet uttryckta likabehandlingsprincipen beaktas.¹³¹ Med utgångspunkt i denna princip föreskriver dock direktivet med hänsyn till den obligatoriska erbjudandeplikten att anbudspriset skall säkerställa en likvärdig behandling av aktieägarna. Då erbjudandeplikten aktualiseras har budgivaren redan förvärvat en aktiemajoritet, vanligtvis till ett pris vilket överstiger det marknadsnoterade priset. Överpriset kan sägas utgöras av en premie för att få majoritetskontroll. För att uppnå syftet att skydda minoriteten i direktivet krävs att minoriteten genom erbjudandeplikten inte enbart erbjuds en möjlighet att sälja sina aktier, utan denna försäljning måste ske till ett för minoriteten acceptabelt pris. Det pris som skall erbjudas minoriteten bör därför återspegla det pris som betalats för de kontrollerande aktierna. Eftersom direktivet är av ramkaraktär finns det inga närmare preciseringar om hur likabehandlingsprincipen skall uppfyllas med avsikt på budpriset, men det går ändå att spekulera i hur utfallet bör bli.

Då ett företag enbart har en aktieklass och en aktiemajoritet har uppnåtts genom ett köp av den förre kontrollerande aktieägaren, är det ur likhetssynpunkt naturligt att kräva att minoriteten erbjuds samma pris som den förre aktieägaren fick för sina aktier. Om förvärvaren däremot köpt aktier av flera säljare till olika pris är det inte självklart att det högsta pris som betalats för aktier i målbolaget måste erbjudas minoriteten. Ett genomsnittligt pris av vad som har betalats för företagets aktier borde vara fullgott ur likhetssynpunkt. Då ett företag har flera olika aktieklasser och en aktiemajoritet har uppnåtts enbart genom köp av exempelvis A-aktier med högt röstvärde, ger direktivet inte heller vägledning om huruvida en erlagt premium skall fördelas mellan de olika aktieklasserna. Likabehandlingsprincipen kräver dock inte att B-aktier med ett lägre röstvärde skall erbjudas samma betalning som A-aktieägare. Det likabehandlingsprincipen innebär med hänsynstagande till budpriset, är att ett likvärdigt budpris måste ges till innehavare av identiska aktieslag.¹³²

5.10 Informationsplikt i uppköpsituationer

Ett viktigt skydd för aktieägare, och kanske särskilt för minoriteten, i samband med offentliga uppköpserbjudanden tillgodoses genom information. Genom information om de inblandade bolagen, erbjudandet och dess villkor kan en aktieägare få vägledning

¹³⁰ se artikel 2.1

¹³¹ se artikel 5.1 a

¹³² Jul Clausen & Engsig Sørensen, a a s 52

och fatta ett korrekt beslut i en uppköpssituation. För att tillgodose målet om skydd för aktieägarna i målföretaget stadgar direktivet en informationsplikt i uppköpssituationer.¹³³ Genom direktivet förpliktar sig staterna till antagande av bestämmelser som medför att ett beslut om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande offentliggörs, och att tillsynsmyndigheten och målbolagets styrelse informeras om budet redan innan beslutet offentliggörs. Det är däremot upp till varje medlemsland att närmare precisera hur informationen skall offentliggöras. Då ett uppköpserbjudande har offentliggjorts är det möjligt att fler intressenter vill lägga bud på målbolaget och det uppstår konkurrerande anbud. För de konkurrerande anbuden gäller samma skyldigheter vad beträffar offentliggörande och information som för det ursprungliga budet. Därutöver ställer direktivet vissa minimikrav på medlemsstaterna vad gäller införande av bestämmelser om hanteringen av anbud, nämligen vid återkallelse eller ogiltighet av anbud, ändring av anbud, konkurrerande anbud och offentliggörande av anbudsresultatet.¹³⁴

5.10.1 Uppköpsprospekt

Som ett led i informationsplikten skall budgivaren upprätta ett uppköpsprospekt genom vilket aktieägarna skall kunna fatta beslut om det erbjudna budet.¹³⁵ Nedan anges i stora drag vad uppköpsprospektet måste innehålla.¹³⁶

- Betalningsvillkor
- Budgivarens namn och säte
- De värdepapper eller det eller de slag av värdepapper som budet avser
- Den metod som har använts för beräkningen av vederlaget
- Den största eller minsta mängd värdepapper som budgivaren åtar sig att förvärva
- Detaljuppgifter om samtliga värdepapper i målbolaget som budgivaren redan innehar
- Alla villkor som gäller för erbjudandet
- Budgivarens avsikter i fråga om målbolagets framtida affärsverksamhet och åtaganden samt i fråga om målbolagets anställda och ledning
- Tidsfristen för antagande av anbudet, vilken inte får underskrida fyra veckor eller vara längre än tio veckor från och med dagen för budets offentliggörande
- Om den av budgivaren erbjudna ersättningen innefattar värdepapper, information om dessa värdepapper

För att ytterligare skydda aktieägarna finns en regel om offentliggörande av anbud, vilken har till syfte att minimera risken för insiderhandel och konstlade marknader.¹³⁷

¹³³ se artikel 6

¹³⁴ se artikel 9

¹³⁵ se artikel 6.2

¹³⁶ se artikel 6.3

¹³⁷ se artikel 7

5.11 Målbolagets agerande under budtiden

5.11.1 Styrelsens agerande enligt bolagsdirektivet

Det 13:e bolagsdirektivet innehåller bestämmelser avseende målbolagets agerande under budtiden. Ur minoritetssynpunkt är det viktigt att aktieägarna får information om hur företagets ledande organ ställer sig inför anbudet. Styrelsen är därför skyldig att upprätta och offentliggöra en handling, vilken skall ange och motivera styrelsens uppfattning av budet. Både för- och nackdelar med budet skall redovisas.¹³⁸

Efter att styrelsen fått information om budet måste den avstå från ”varje åtgärd som kan leda till att anbudet omintetgörs och särskilt från att ge ut värdepapper som kan leda till att anbudsgivaren varaktigt hindras från att ta kontroll över målbolaget.”¹³⁹ Regeln har till syfte att förhindra att styrelsen agerar mot ett erbjudande av rent självintresse exempelvis av rädsla för att förlora sin position. Artikeln innebär ett förbud mot försvarsåtgärder fattade av styrelsen. Har däremot stämman inom tidsfristen för antagandet av anbudet lämnat styrelsen tillstånd att agera i uppköpssituationen får styrelsen ta till försvarsåtgärder. Syftet med artikeln är att försäkra att det är stämman, där aktieägarna har möjlighet att utnyttja sin rösträtt, som skall fatta beslut om hur man skall ställa sig till ett uppköpserbjudande och inte styrelsen.

Styrelsens skyldighet att inte agera vid uppköpserbjudandet måste anses gälla från det att uppköpserbjudandet kommit till deras kännedom, inte när målföretaget officiellt underrättas om budet. Självklart är styrelsen inte fråntaget den löpande förvaltningen under budtiden.

5.12 Vad har hänt med det föreslagna direktivet?

Med anledning av att det 13:e bolagsdirektivet enligt dess ordalydelse¹⁴⁰ skulle implementerats före den 1 januari 1999, men inte godkänts av medlemsstaterna, har vi varit i kontakt med Rolf Skog för att få aktuell information. Vi har ställt oss frågande vad den bristande implementeringen beror på och vad som händer just nu på området. De flesta medlemsstaterna är positiva till bolagsdirektivet, men Rådet har inte kunnat fatta beslut i frågan eftersom Spanien motsätter sig förslaget i utpressningssyfte för att försöka återvinna Gibraltar från Storbritannien. Förhandlingarna har därför strandat. Ordförandeskapet i Rådet roterar mellan medlemsländerna halvårsvis och Portugal har som ordförandeland inte velat pressa Spanien i denna fråga. Ordförandelandet spelar en viktig roll för ledningen av arbetet i Rådet och enligt Rolf Skog kan förhandlingarna komma att återupptas vid halvårsskiftet då Frankrike övertar ordförandeskapet.

¹³⁸ se artikel 8b

¹³⁹ se artikel 8

¹⁴⁰ se artikel 11.1

Förhoppningsvis kommer då en större press kunna läggas på Spanien. Direktivet skulle i och för sig utan Spaniens medhåll kunna antas med kvalificerad majoritet, men av tradition vill man ha enhällighet bakom antaganden av direktiv i Rådet.

Det har även kommit uttalande från Tyskland om att man möjligen vill se annorlunda på direktivets reglering vad gäller försvarsåtgärder vid offentliga bud. Detta med anledning av att det brittiska företaget, Vodafone lade ett fientligt bud på ett tyskt företag, Mannesmann, vilket ledde till tidernas största företagsförvärv (se kapitel 8.7).

6. Offentliga uppköp på den tyska marknaden

6.1 Bakgrund

Offentliga uppköp har inte varit vanliga på den tyska marknaden och den allmänna uppfattningen tycks vara att Tyskland inte utgör ett lämpligt fält för uppköpsstrider.¹⁴¹ Orsaken till det låga antalet offentliga uppköp är flera varav en, och kanske den viktigaste, är det relativt låga antalet verkliga målföretag på den tyska marknaden. Flera av de tyska företagsformerna¹⁴² skulle visserligen rent teoretiskt lämpa sig som målföretag, men för att nå framgång med ett offentligt uppköpserbjudande krävs att målbolaget är börsnoterat och har aktier som är spridda hos ett stort antal aktieägare. Bara ca 810 företag är noterade på någon av de åtta börserna i Tyskland, varav ett stort antal har en eller två stora aktieägare och som en följd härav är relativt få aktier tillgängliga för aktiehandel på och utanför börsen. Av bolagen på de tyska börserna kan därför enbart cirka 100 företag sägas utgöra verkliga potentiella målföretag för offentliga uppköp.¹⁴³ Antalet tyska börsbolag kan jämföras exempelvis med England som har 2 450 företag noterade vid London Stock Exchange¹⁴⁴ och Sverige som hade 276 bolag noterade vid Stockholms fondbörs i slutet av 1998.¹⁴⁵

6.1.2 Bankernas roll

Ytterligare en bidragande orsak till det låga antalet offentliga uppköp är de tyska bankernas betydande roll i näringslivet. Bankerna äger ofta stora poster aktier i de börsnoterade företagen, samtidigt som banken genom fullmakt kan rösta för de aktieägare som har deponerat sina aktier i banken. De fem största bankerna i Tyskland beräknas äga cirka 15 procent av de börsnoterade företagens aktier och genom fullmakt kontrollerar de ytterligare 20 procent av aktierna.¹⁴⁶ Dessutom är banken oftast den största kreditgivaren. Alla dessa faktorer i kombination med att banken ofta är representerad i bolagets styrelse gör att den spelar en avgörande roll i en uppköpsituation. Utan bankens medhåll kan det därför bli praktiskt taget omöjligt att genomföra ett uppköp.

6.1.3 Bolagsrättslig reglering

Förutom de ovan nämnda strukturella orsakerna till det låga antalet offentliga uppköp på den tyska marknaden, finns även lagtekniska orsaker som försvårar övertagandet. Då

¹⁴¹ Kozyris, Corporate Takeovers Through the Public Markets s 192

¹⁴² Exempelvis tyska Aktiengesellschaft (AG), Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), Kommanditgesellschaft (KG) och Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)

¹⁴³ Beinert, Corporate Acquisitions & Mergers in Germany s 76

¹⁴⁴ Hopt & Wymeersch, European Takeovers - Law and Practice s 168

¹⁴⁵ Enligt uppgift på börsens hemsida, www.omgroup.com

¹⁴⁶ Beinert, a a s 80

en ny aktieägare träder in i ett tyskt aktiebolaget (AG) som kontrollerande aktieägare, innebär inte detta att bolagets ledning automatiskt kommer att bytas ut. Det tyska aktiebolaget har ett s k two-tier system, vilket kan förklaras med att ledningen är uppdelad på två organ; ett övervakande och ett verkställande.¹⁴⁷ Det verkställande organet ansvarar för den löpande förvaltningen och det övervakande organet har bl a till uppgift att tillsätta det verkställande, vilket normalt utses på fem år. En ny kontrollerande aktieägare kan, med stor röstmajoritet, byta ut medlemmarna i det övervakande organet. Däremot kan inte sammansättningen av det verkställande organet påverkas före utgången av den femåriga mandatperioden.¹⁴⁸ Detta kan jämföras med den svenska aktiebolagslagstiftningen som möjliggör för en ny kontrollerande aktieägare att ganska omgående byta styrelsen i målbolaget.

Den tyska aktiebolagslagstiftningen lämnar inte målbolaget många möjligheter till försvarsåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden och den rådande uppfattningen är att målbolagets styrelse skall avstå från att försvara bolaget då ett bud har lagts. Detta argument bygger på tanken att det inte är den verkställande styrelsens sak att välja sina egna aktieägare eller att fatta beslut i aktieägarnas ställe.¹⁴⁹ Ett bolag har dock möjlighet att införa vissa förebyggande försvarsåtgärder i bolagets stadgar i syfte att skapa ett företag som är svårt att förvärva. Genom ett beslut av bolagsstämman kan exempelvis aktier med begränsad rösträtt och med begränsad överlåtbarhet införas, vilka försvårar ett övertagande.

6.2 Flaggningsregler

Vad gäller flaggningsregler finns det en regel i den tyska aktiebolagslagen (Aktiengesellschaft/AktG) som kan vara av intresse i uppköpssituationer och vilken kan fungera som en varningssignal för minoriteten. I denna stadgas att ett företag (inte en fysiskt person) skriftligen måste informera målbolaget om det har förvärvat mer än 25 procent av dess aktier.¹⁵⁰ Detta är en tvingande regel som inte kan avtalas bort i bolagsordningen. Det exakta aktieinnehavet måste inte uppges, utan enbart att innehavet överstiger 25 procent.¹⁵¹ Dessa regler kompletteras av bestämmelser i en lag om värdepapper (Wertpapierhandelsgesetz), som i likhet med den svenska lagen om handel med finansiella instrument, innehåller flaggningsregler till följd av ett EG-direktiv från 1988. Flaggningsregler måste ske om ägandet uppnår, överstiger eller faller under 5, 10, 25, 50 eller 75 -procent av röstetalet i ett bolag. Till skillnad från regeln i AktG skall det exakta aktieinnehavet anges.¹⁵²

¹⁴⁷ Den verkställande ledningen kallas för Vorstand och det övervakande organet för Aufsichtsrat.

¹⁴⁸ Beinert, a a s 77

¹⁴⁹ Kozyris, Corporate Takeovers Through the Public Markets s 196

¹⁵⁰ 20 § AktG

¹⁵¹ Maeijer & Geens, Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the Common Market s 114

¹⁵² Beinert, a a s 33

6.3 Regelverket

6.3.1 Übernahmekodex

I likhet med Sverige har inte Tyskland någon lagstadgad reglering på området offentliga uppköp och en bidragande orsak till detta kan tänkas bero på det låga antalet offentliga förvärv som förekommit. 1979 utformade den tyska börskommittén riktlinjer för offentliga uppköp, vilka snabbt ansågs ineffektiva och omoderna, varför de 1995 ersattes av en rekommendation, den s k Übernahmekodexen. Det uttryckliga syftet bakom rekommendationen är på samma sätt som NBK:OE att säkra att offentliga uppköpserbjudanden utformas på ett sådant sätt och med tillräcklig information att ett välavgrundat beslut skall kunna fattas av aktieinnehavaren och målbolagets organ. Rekommendationen har även till syfte att undvika att marknaden manipuleras och säkerställa att alla parter handlar enligt god sed. Rekommendationen är tillämplig då ett bud har lagts av en juridisk eller fysisk person till aktieägare i ett tyskt aktiebolag (Aktiengesellschaft/AG) eller kommanditaktiebolag (Kommanditgesellschaft auf Aktien /KGaA).

6.3.2 Übernahmekommissionen

För att övervaka efterlevnaden av Übernahmekodexen finns en s k Übernahmekommission, vars verkställande organ är Geschäftsstelle. Geschäftsstelle publicerar löpande vilka företag som har erkänt Übernahmekodexen och i slutet av 1995 hade rekommendationen accepterats av 150 börsbolag.¹⁵³ Om ett företag bryter mot kodexen kan Geschäftsstelle publicera beslut i frågan, vilket kan överklagas till Übernahmekommissionen som fattar ett slutligt beslut. Besluten är inte lagligt bindande. Detta kan jämföras med NBK:s rekommendation som får sin starka ställning genom att utgöra bilaga till Stockholms Fondbörs' inregistreringskontrakt. Alla börsföretag förpliktar sig att följa rekommendationen och sanktioner kan utdömas i form av varning, vite eller avregistrering. På den tyska börsmarknaden kan det däremot finnas företag som lyder under olika spelregler, d v s de som säger sig följa Übernahmekodex och de som inte vill följa denna rekommendation. Utifrån ett svenskt perspektiv ter sig detta som en orättvis fördelning, ett system som borde kunna leda till att vissa företag åtnjuter konkurrensfördelar framför andra.

6.3.3 Erbjudandeplikt

Übernahmekodex överensstämmer i stort med den svenska NBK-regleringen. Det finns exempelvis krav på likabehandling av aktieägare, informationsplikt och upprättande av prospekt. Det finns även en budplikt ifall en köpare förvärvar mer än 50 procent av aktierna (röstetalet) i målbolaget. Köparen är skyldig att lägga ett bud på återstående

¹⁵³ Beinert, a a s 43

aktier inom 21 månader och priset får inte vara mer än 25 procent lägre än vad köparen betalat för aktier i målbolaget under de sex månader som föregick innan han blev ägare till 50 procent av rösterna. Om köparen har betalat ett högre pris efter att ha uppnått en 50 procentig röstmajoritet, men innan ett obligatorisk uppköpserbudande har lagts, skall det högre priset gälla. Detta kan då jämföras med den svenska budplikten som är 40 procent och inte har en uttrycklig tid inom vilken det obligatoriska budet måste läggas.¹⁵⁴

6.3.4 Koncernregler som ersätter erbjudandeplikten

I ett antal fall bortfaller köparens skyldighet att lägga ett obligatoriskt bud enligt Übernahmekodexen. I likhet med NBK:s rekommendation bortfaller budplikten om en köpare skulle överskrida den 50 procentiga gränsen av misstag och omedelbart sänker sitt innehav.¹⁵⁵ Dessutom bortfaller erbjudandeplikten om köparen inom arton månader från att ha överskridit den 50 procentiga gränsen avtalar med målbolaget om samgående, målbolaget integreras i köparen eller om målbolagets bolagsform ändras. Att budplikten bortfaller i dessa fall torde bero på hur de tyska koncernreglerna är utformade och att dessa koncernregler enligt den tyska uppfattningen ger minoritetsaktieägarna ett fullgott skydd vid kontrollägarskiftet. Reglerna kan något förenklat förklaras som så att om ett företag tar över kontrollen över ett annat bolag genom ett s k ”Beherrschungsvertrag”, d v s ett avtal, måste avtalet innehålla en viss garanti för aktieägarna och kreditgivarna i det bolag som kommer att bilda dotterbolag. Bland annat ges aktieägarna i det övertagna företaget en möjlighet att sälja sina aktier och lämna bolaget. Om en koncern uppstår utan ett avtal, en s k de-facto koncern, måste det kontrollerande bolaget ersätta aktieägarna i dotterbolaget för all eventuell förlust som kontrollägarskiftet kan ha orsakat.¹⁵⁶

Mycket av den kritik som Tyskland framförde mot det första formella förslaget till det 13:e bolagsdirektivet grundade sig just på uppfattningen att dessa koncernregler ger ett tillräckligt bra skydd för minoritetsaktieägarna och det inte är nödvändigt med en obligatorisk erbjudandeplikt.¹⁵⁷ Det nu gällande förslaget lämnar medlemsstaterna en möjlighet till alternativa lösningar istället för den obligatoriska erbjudandeplikten, genom ”andra lämpliga och åtminstone likvärdiga sätt för att skydda bolagets minoritetsaktieägare.”¹⁵⁸ Det är osäkert huruvida de tyska koncernreglerna verkligen kan anses uppfylla kraven på ett likvärdigt minoritetsskydd, men det är inte helt osannolikt att Tyskland kommer att ha hunnit införa en lagstadgad erbjudandeplikt redan innan direktivet träder i kraft (se kapitel 8.7.3).

¹⁵⁴ NBK:OE (III) p.1

¹⁵⁵ Beinert, a a s 41

¹⁵⁶ Jul Clausen & Engsig Sørensen, Takeover Bids s 19

¹⁵⁷ Skog, Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden; Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv, Balans 6-7/96 s 27

¹⁵⁸ se artikel 3 i det föreslagna trettonde bolagsdirektivet KOM(97) 565 slutlig

7. Den polska regleringen rörande offentliga uppköpserbjudanden

7.1 Bakgrund

En historisk tillbakablick är av intresse för att förstå hur ny den polska kapitalmarknaden egentligen är och därmed även den aktuella regleringen. Lagregleringen på bolagsrättens område i Polen blev betydelsefull först efter 1989 då konstitutionen skrevs om och det ekonomiska systemet ändrades från central styrning med statligt monopol, till det kapitalistiska systemet med en fri marknad.¹⁵⁹ Den polska handelskodexen från 1934¹⁶⁰, vilken innehöll bolagsrättslig reglering, tillämpades inte under den kommunistiska perioden då de flesta företagen var statliga. Efter 1989 började dock även privata företag att uppkomma. Till en början var de flesta företagen till formen personassociationer, eftersom det för bildandet av sådana inte krävdes en stor kapitalinsats. Efter hand började även andelsbolag med begränsat ansvar (på polska kallade Spółka z ograniczona odpowiedzialnoscia - Sp.z o.o.) att bildas.¹⁶¹ Aktiebolagen uppkom först senare då erforderligt kapital för bildandet av dessa inte tidigare funnits i privata händer.

7.2 Regleringen på värdepappersmarknaden

Till skillnad från Sverige är offentliga uppköpserbjudanden lagreglerade i Polen. Först 1991 bildades börsen i Warszawa och är den enda fondbörs som finns i Polen. Vid bildandet av börsen noterades 5 aktiebolag och idag är 207 aktiebolag noterade. Samma år som börsen bildades infördes lagen om handel med värdepapper och värdepappersfonder (trust funds), den på området aktuella regleringen.¹⁶² Lagen reglerar marknaden för handel med värdepapper och har till syfte att förenkla beslutsprocessen för investerarna. Denna lag finns vid sidan av regleringen på bolagsrättens område eftersom en sådan inte är tillräcklig för att skydda investerare.

Polen inledde förhandlingar om EU-medlemskap 1988 och förhoppningen är att landet skall kunna bli medlemsstat 2003. Inför ett eventuellt medlemskap skall en rad krav uppfyllas, framför allt måste regleringen anpassas till det Europarättsliga regelverket. Med anledning härav, har den tidigare lagen om handel med värdepapper och

¹⁵⁹ Krucalak, Prawo Handlowe – Zaryz wykladu s 35 f f

¹⁶⁰ Tysk reglering utgjorde förebilden för den polska handelskodeksen från 1934 se härom Krucalak, Prawo Handlowe – Zaryz wykladu s 25

¹⁶¹ De polska andelsbolaget kan jämföras med dess tyska motsvarighet, Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Fördelen med dessa bolag är att delägarna har ett stort inflytande på bolagets verksamhet men med begränsat ansvar för bolagets skulder.

¹⁶² Ustawa z dnia 21 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi i funduszach powierniczych

värdepappersfonder ändrats, och kallas numera lagen om offentlig handel med värdepapper.¹⁶³ I Sverige har vi en motsvarande lag om handel med finansiella instrument, anpassad till EES-avtalet vad beträffar prospekt och offentliggörande av aktieinnehav, men denna är till sitt omfång mycket mer begränsad än den polska.

7.3 Den polska lagen om offentlig handel med värdepapper

Lagens tillämpningsområde bestäms genom definitionen av offentlig handel. Med offentlig handel förstås såväl lämnandet av ett erbjudande från en emittent eller en investerare att ingå ett avtal om en transaktion, som själva genomförandet av en transaktion, om transaktionen erbjuds en okänd aktieägare, mer än 300 aktieägare eller om erbjudandet lämnas via massmedia (TV, radio, tidningar mm).¹⁶⁴ En sådan definition av offentlig handel kommer omfatta allehanda transaktioner med deltagande av investerare (även om de endast är potentiella sådana) och därigenom även skydda minoritetsaktieägare.

7.3.1 Lagens minoritetsskyddsregler vid offentliga uppköp

Även i Polen poängteras behovet av skydd för minoritetsaktieägare vid kontrollägarskiftet i ett bolag, eftersom man inser att den som innehar ett stort röstetal vid bolagsstämman har ett betydande inflytande på bolagets verksamhet och styrning.¹⁶⁵ I Polen har aktiebolagen liksom i Tyskland en tudelad bolagsledning som består av ett styrelseorgan och ett tillsynsorgan. En kontrollaktieägare kan vid bolagsstämman utnyttja sin rösträtt till nackdel för minoriteten och t ex påverka styrelsens sammansättning (och därigenom bolagets verksamhetsinriktning och utveckling), tillsynsorganets sammansättning (vilken innehar kontrollen över bolagsärenden) och eventuella ändringar i bolagsordningen. Dessutom kan kontrollaktieägaren påverka beslut om eventuella utdelningar eller storleken av sådana, och om nyemissioner samt villkoren för dessa. Därför har i lagen om offentlig handel med värdepapper införts regler för uppköp som leder till förvärv av kontrollen över ett publikt bolag, uppställandes speciella krav på den som förvärvar större aktieposter.¹⁶⁶ Givetvis kan i normalfallet ett kontrollövertagande inte förbjudas, men den polska lagen, vilket närmare kommer beskrivas nedan, möjliggör för minoriteten att avhända sig sin investering genom försäljning av aktierna till den nye kontrollaktieägaren. I fall då en särskilt stor aktiepost skall förvärvas krävs enligt lagen att värdepapperskommissionen informeras härom, vilken till och med kan förhindra att uppköpet genomförs (se kapitel 7.3.6). Liksom i Sverige är det inte antalet förvärvade aktier som avgör om en

¹⁶³ Ustawa z dnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi (nedan p.p.w.)

¹⁶⁴ se artikel 2, p.p.w.

¹⁶⁵ Komisja papierow wartosciowych, Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitalowego – *regulacje rynku kapitalowego* s 14

¹⁶⁶ Kap. 9 Lagen om offentlig handel med värdepapper

kontrollerande majoritet uppnås, utan istället aktiernas röstetal. Här bör även påpekas att bolaget kan ha privilegierade aktier registrerade, dessutom kan rösträtten begränsas i bolagsordningen. Den aktuella regleringen har också som syfte att motverka fientliga uppköpserbjudanden.¹⁶⁷

7.3.2 Flagningsregler

Liksom i NBK:s rekommendation och i den svenska lagen om handel med finansiella instrument, finns det i Polen regler om offentliggörande av aktieförvärv. De polska reglerna skiljer sig ändå lite från de svenska bl a vad beträffar de procentsatser som uppställs för att ett informationskrav skall uppstå. Den som i Polen genom uppköp av aktier¹⁶⁸ i ett publikt bolag uppnått ett innehav som motsvarar åtminstone 5 eller 10 procent av det totala antalet röster på bolagsstämman är skyldig att informera Värdepapperskommissionen, målbolaget och Verket för Konkurrens och Konsumentskydd härom inom 4 dagar från förvärvet. Denna skyldighet gäller även för aktieägare som före en överlåtelse var innehavare till aktier representerandes minst 5 eller 10 procent av totala antalet röster på stämman och efter överlåtelsen innehar aktier representerandes mindre än 5 eller 10 procent av det totala antalet röster. En likadan informationsskyldighet uppkommer även vid förvärv eller försäljning av aktier i fall då aktieägarers befintliga innehav är över 10 procent av rösterna och förändras med minst 2 procent av de totala rösterna på bolagsstämman. Offentliggörandet skall innefatta information om antalet innehavda aktier, deras procentuella andel av bolagets aktiekapital samt antalet röster och deras procentuella andel av det totala antalet röster på bolagsstämman.¹⁶⁹ Följs inte informationsregeln förloras rätten att rösta på grundval av de aktier som förvärvats, dessutom kan vissa andra sanktioner bli aktuella.¹⁷⁰

Även målbolaget har en viss informationsskyldighet i de ovan angivna fallen. Målbolaget skall vidarebefordra den från budgivaren erhållna informationen till en informationsbyrå. Dessutom skall Värdepapperskommissionen från bolaget erhålla en lista med de aktieägare angivna som har rätt att delta i bolagsstämman i samband med det offentliga erbjudandet, med specificering av antalet aktier som dessa aktieägare innehar samt aktiernas röstetal. Inom 14 dagar från hållen bolagsstämma skall kommissionen och informationsbyrån erhålla en lista med alla aktieägare med minst 5 procent av de totala rösterna som deltagit på den aktuella bolagsstämman.¹⁷¹

¹⁶⁷ Sobolewski, Komentarz – Prawo o Publicznym obrocie papierami wartosciowymi Art. 147 s 1047 (kommentar till Lagen om offentlig handel med värdepapper)

¹⁶⁸ Med aktier likställs i dessa fall konvertibler och motsvarande finansiella instrument som utgivits av målbolaget Artikel 150 p.2, p.p.w.

¹⁶⁹ se artikel 147, p.p.w.

¹⁷⁰ se artikel 156 och 167, p.p.w.

¹⁷¹ se artikel 148, p.p.w.

7.3.3 Offentliga uppköpserbjudanden vid förvärv av större aktieposter

Uppenbarandet av en ny majoritetsaktieägare kan överraska minoritetsaktieägarna. Med anledning härtill skall större aktieposter förvärfas på ett speciellt sätt. Förvärv av aktieposter som ger 10 procent eller mer av rösterna på bolagsstämman i ett visst bolag, vilka sker genom en eller flera transaktioner under en period om 90 dagar, får enbart ske genom offentliga uppköpserbjudanden, d v s genom en kallelse som riktas till målbolagets aktieägare om att anmäla intresset av att sälja sina aktier i utbyte mot kontanter eller utbytesaktier.¹⁷² Alla ägare av de aktier som köparen avser förvärva har härigenom en möjlighet att sälja sina aktier inom ramen för erbjudandet. Genom denna regel om s k substantiella aktieposter definieras det offentliga uppköpserbjudandet på polska kallat för "wezwanie", vilket betyder kallelse. Börsens föreskrifter skall följas vad beträffar själva förfarandet för det offentliga uppköpserbjudandet om detta avser noterade aktier. Köparen kan inte frånträda ett offentliggjort uppköpserbjudande, såvida inte en annan fysisk/juridisk person offentliggör ett uppköpserbjudande avseende samma aktier.¹⁷³ Här kan en jämförelse göras med NBK:s rekommendation vilken anger att budgivare även kan frånträda ett uppköpserbjudande om målbolaget vidtar försvarsåtgärder mot budet.¹⁷⁴

Uppköpserbjudandet offentliggörs i Polen genom en mäklarfirma eller bank vilken sysslar med mäklarverksamhet, som före offentliggörandet skall informera Värdepapperskommissionen och börsen härom.¹⁷⁵

7.3.4 Riktade och villkorade bud

Ett uppköpserbjudande enligt den aktuella regeln kan inte begränsas att gälla en viss grupp av aktieägare inom ett visst aktieslag utan skall vara generellt riktat. Ett riktat bud skulle strida mot den allmänna princip om likabehandling av aktieägare som också sägs underligga den polska regleringen, dessutom skulle ett sådant handlande även strida mot god sed på värdepappersmarknaden.¹⁷⁶

En köpare i Polen kan vilja lämna ett villkorat bud exempelvis för att han enbart är intresserad av aktier för att uppnå ett visst aktieinnehav. I lagen om offentlig handel med värdepapper¹⁷⁷ har inte angivits vilka regler som gäller för villkorade bud, istället anges att det polska Ministerrådet genom föreskrift skall reglera hur offentliga uppköpserbjudanden skall utformas, hur de skall offentliggöras samt vilka villkor för

¹⁷² se artikel 151, p.p.w.

¹⁷³ se artikel 152 p.2, p.p.w.

¹⁷⁴ NBK:OE (II) p.1 st. 3

¹⁷⁵ se artikel 152 p.1, p.p.w

¹⁷⁶ Romanowski, Komentarz – Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi artikel 151 s 775 (kommentar till Lagen om offentlig handel med värdepapper)

¹⁷⁷ se artikel 157, p.p.w.

erbjudandet som kan uppställas.¹⁷⁸ Föreskriften skall verka för att uppköpserbudanden utformas på ett sätt att de lätt kan värderas, samt att eventuella villkor som uppställs i erbjudandet inte medför en olik behandling av dem som svarar på anbudet. Således kan också här i den polska regleringen en likabehandlingsprincip märkas, även om den uttryckts på ett annorlunda sätt än i den svenska regleringen.

7.3.5 Budpris

Lagen om offentlig handel med värdepapper reglerar även hur budpriset skall fastställas vid offentliga uppköpserbudanden (detta gäller även för offentliga uppköpserbudanden som aktualiseras med anledning av budplikten, se kapitel 7.3.7).¹⁷⁹ Budpriset får inte vara lägre än det genomsnittliga marknadsvärdet, räknat sex månader tillbaka från dagen för offentliggörandet av uppköpserbudandet. Om handel med de aktuella aktierna har förekommit under en period kortare än sex månader, får budpriset inte vara lägre än genomsnittligt marknadsvärde under hela perioden då handel med aktien förekommit. Den aktuella regeln om budpriset skiljer sig något från dess svenska motsvarighet i NBK:s rekommendation, men strävar även denna efter att säkerställa likvärdiga villkor till samtliga aktieägare.¹⁸⁰

7.3.6 Värdepapperskommissionen och dess bevakning av kontrollförvärv

Vi har konstaterat att huvudsyftet bakom regleringen på värdepappersmarknadens område, i Polen liksom i Sverige, är att skydda investerare. I Polen finns en värdepapperskommission (Komisja papierów wartosciowych - KPWiG), och denna fungerar som ett övervakningsorgan på kapitalmarknaden. Kommissionen påverkar regleringen på marknaden och skall säkerställa att en lämplig nivå av investerarskydd uppnås.¹⁸¹ Den polska kommissionen skulle kunna jämföras med den svenska Finansinspektionen, men eftersom den polska lagen om offentlig handel med värdepapper är mer omfattande än den svenska blir även dess arbetsuppgifter fler.

Uppköp som innebär att kontroll över ett publikt bolag förvärvas till en viss nivå, kan endast ske med tillstånd från Värdepapperskommissionen. En investerare som avser att förvärva aktier i ett publikt bolag, varigenom ett röstetal om 25, 33 eller 50 procent av det totala antalet röster på bolagsstämman uppnås eller överstiges, är skyldig att meddela Värdepapperskommissionen och få tillstånd till förvärvet.¹⁸² Kommissionen

¹⁷⁸ se föreskrift, rozporządzenie Rady Ministrów z 24.11.1998 r. w sprawie wzorów wezwan do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwan (Dz.U. Nr 148, poz.967)

¹⁷⁹ se artikel 155, p.p.w.

¹⁸⁰ se NBK:OE (II) p.6, samt Sobolewski, Komentarz – Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi Art 155 s 1052 f

¹⁸¹ Komisja papierów wartosciowych, Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitalowego – komisja papierów wartosciowych s 24

¹⁸² se artikel 149, p.p.w.

kan neka tillstånd om förvärvet skulle kunna leda till brott mot reglerna i lagen om offentlig handel med värdepapper, eller på något sätt skada nationens intresse eller statsekonomin. I Sverige finns i Lagen om handel med finansiella instrument en liknande skyldighet att offentliggöra och informera Finansinspektionen om kontrollförvärv, men till skillnad från Kommissionen i Polen kan den svenska Finansinspektionen inte neka ett förvärv.¹⁸³

7.3.7 Erbjudandeplikt

En investerare som förvärvat aktier i ett publikt bolag, vilka ger mer än 50 procent av det totala antalet röster på bolagsstämman, skall före utnyttjandet av dessa kontrollerande röster på stämman, lämna ett offentligt uppköpserbjudande på resterande aktier i bolaget.¹⁸⁴ Även minoritetsaktieägare får härigenom möjligheten att sälja sina aktier till kontrollaktieägaren. Investeraren kan dock undvika erbjudandeplikten genom att sälja av aktierna för att därigenom minska innehavet till ett motsvarandes mindre än 50 procent av det totala antalet röster på stämman.¹⁸⁵ Den polska erbjudandeplikten skiljer sig således från den svenska genom att en högre procentsats av målbolagets aktier (röstetal) kan förvärfvas innan budplikten aktualiseras. Den i lagen angivna möjligheten att sälja av förvärvade aktier för att därigenom undvika erbjudandeplikten motsvarar däremot den svenska regleringen.¹⁸⁶

¹⁸³ Såvida inte förvärvet görs av börsen och ingår som ett led i organisationen av verksamheten, 4 kap 6 §

Lag (1992:543) om börs-och clearingverksamhet

¹⁸⁴ se artikel 154 p.1, p.p.w

¹⁸⁵ se artikel 154 p.2, p.p.w.

¹⁸⁶ se NBK:OE (III) p.1

8. Avslutande reflektioner

8.1 Inledning

Under arbetets gång har ett flertal tankar och funderingar väckts kring de frågeställningar vi har valt att behandla i vår uppsats. Flera av frågeställningarna har redan kunnat besvaras, medan andra kommer att belysas närmre i den följande analysen. Först följer nedan en kortare sammanfattning av de regler som gäller på området offentliga uppköpserbjudanden på marknaden i Sverige och våra tankar kring dessa. Vi behandlar även frågan om vad en eventuell harmonisering av det föreslagna trettonde bolagsdirektivet skulle komma att betyda för Sveriges del. Frågan huruvida det krävs lagstiftning till skydd för minoritetsaktieägarna eller om det räcker med självreglering analyseras, liksom huruvida det verkligen finns ett behov av en erbjudandeplikt. Analysen innehåller även sammanfattande tankar kring regleringen i Tyskland och Polen. Under arbetet med uppsatsen skedde tidernas största förvärv mellan företagen Vodafone och Mannesmann, varför vi valt att redogöra för detta fall och även vad förvärvet av Mannesmann kan få för konsekvenser för den tyska reglering på området.

8.2 Sammanfattande tankar kring NBK:OE

Som vi har konstaterat i uppsatsen har Sverige, bortsett från regler som införts i lagen om handel med finansiella instrument och ABL:s prospektregler, ingen lagreglering för att skydda minoritetsaktieägarna vid offentliga uppköpserbjudanden, utan de regler som direkt värnar om minoriteten finner man istället i NBK:OE. NBK:s rekommendation är ett led i den självreglering som råder på aktiemarknaden.

8.2.1. Information

Vad gäller principen om att aktieägarna måste få information för att kunna fatta ett välgrundat beslut vid ett uppköpserbjudande finns det flera regler i NBK:OE som har att tillgodose detta behov. Som vi har redogjort för är en förvärvare skyldig att ”flagga” vid ett visst aktieinnehav, en köpare måste offentliggöra ett pressmeddelande när beslut har fattats om att lämna ett offentligt uppköpserbjudande och köparen måste upprätta ett uppköpsprospekt som skall innehålla den information som behövs för en allsidig bedömning av budet. Informationsplikten vilar dock inte enbart på anbudsgivaren. Målbolagets styrelse har krav på sig att informera aktieägarna sin ståndpunkt i frågan om huruvida budet borde accepteras eller inte.

Enligt vår mening är kravet på att information lämnas av enorm betydelse för en aktieägare. Utan en korrekt och utförlig information är det omöjligt för en aktieägare att

fatta ett väl avvägt beslut om huruvida man skall sälja eller inte. Visserligen utgör bra information ingen garanti för att man som aktieägare fattar rätt beslut, men det är ändå viktigt att man fattar beslutet på ett korrekt beslutsunderlag.

Vi har också ställt oss frågan om det finns något som skulle kunna göras bättre i informationshänseende, och det enda som möjligtvis kan tyckas saknas är krav på information under acceptfristen. En sådan reglering har tidigare funnits i NBK:OE och innebar att det erbjudande bolaget skulle offentliggöra information rörande viktiga händelser som skulle kunna påverka en bedömning av erbjudandet.¹⁸⁷ Visserligen finns regler i börsens inregistreringskontrakt som ålägger målbolaget att informera sina aktieägare om viktiga händelser, men under acceptfristen som är minst tre veckor kan viktiga händelser i det köpande bolaget också inträffa som skulle kunna vara av vikt för aktieägarna i målbolaget. Varför skall då inte det köpande bolaget ha en skyldighet att informera om viktiga händelser? Vi ställer oss därför lite frågande inför att NBK har tagit bort regeln om att det erbjudande bolaget har en informationsplikt under acceptfristen, och anser att en sådan skulle behövas.

8.2.2 Likabehandling

En av frågeställningarna inför uppsatsen var huruvida en likhetsprincip tillämpas vid offentliga uppköpserbjudanden med hänsyn till minoritetsaktieägarna. Vi har kunnat konstatera att aktiebolagslagens likhetsprincip inte är direkt tillämplig vid offentliga uppköpserbjudanden, men att den bolagsrättsliga likhetsprincipen ligger till grund för den börsrättsliga principen. Likabehandlingsprincipen kan sägas prägla hela utformningen av NBK:OE och innebär att erbjudandet till aktieägarna i målbolaget skall ske på lika villkor, d v s ingen aktieägare skall diskrimineras. Ett direkt uttryck för likabehandlingsprincipen stadgar rekommendationen genom reglerna om att alla aktieinnehavare med identiska villkor skall erbjudas ett identiskt vederlag per aktie. Principen om likabehandling kan även utläsas indirekt exempelvis i reglerna om information, flaggning och erbjudandeplikt. Aktieägarna skall behandlas lika så till vida att de har rätt att få samma information och därigenom möjligheten att bedöma ett anbud för att kunna fatta rätt beslut i anbudssituationen. Erbjudandeplikten möter kravet på likabehandling genom att den erbjuder också minoritetsaktieägare en möjlighet att lämna bolaget vid ett kontrollägarskifte.

8.2.3 Rättssäkerhet

Inledningsvis nämndes den börsrättsliga principen om rättssäkerhet och även om denna inte direkt kommer till uttryck i rekommendationen anser vi att vissa av rekommendationens regler kan sägas utgöra ett uttryck för denna. Ett exempel härpå är regeln som möjliggör för aktieägare i ett målbolag att återkalla sin accept i den händelse

¹⁸⁷ Afrell, Klahr & Samuelsson, a a s 247

budet är villkorat. Då en aktieägare accepterat ett bud och villkoren förändras efter hand av budgivaren är det med hänsyn till rättssäkerheten för aktieägaren självklart att denne skall kunna frånträda sin accept. Med utgångspunkt i rättssäkerhet kan också en annan aspekt på reglerna om information framhållas. Informationsplikten som sådan är mycket viktig, men är informationen inte tillförlitlig kommer den inte ha samma värde för aktieägarna.

8.2.4 Styrelsens agerande

För att säkerställa att det är aktieägarna och inte styrelsen som fattar beslut om ställningstagande vid ett uppköpserbjudande stadgar rekommendationen att styrelsen inte får vidta motåtgärder som kan äventyra erbjudandet. Visserligen skulle kunna hävdas att styrelsen är det organ som är mest kompetent att bedöma erbjudandets värde för bolaget i stort och för aktieägarna, eftersom styrelsen sköter bolagets löpande verksamhet, men genom regeln i rekommendationen har NBK sökt efterleva den grundläggande principen om att den yttersta bestämmanderätten verkligen hamnar hos aktieägarna. Styrelsen är skyldig att informera aktieägarna sin uppfattning om budet och kan härigenom komma att påverka aktieägarnas beslut, men en motivering måste lämnas vid offentliggörandet, vilket säkerställer att avsikterna med ställningstagandet framkommer.

8.2.5 NBK:OE, ett fullgott minoritetsskydd?

Den fråga man kan ställa sig är huruvida NBK verkligen har lyckats tillvarata minoritetens skyddsbehov. En samlad bedömning visar att minoriteten tycks ha ett gott skydd och att det ställs rimliga krav på en anbudsgivare i en uppköpssituation. Att investera sitt kapital i ett aktiebolag innebär alltid en viss risk och alla skyddsbehov kan omöjligen uppfyllas, men vi anser inte att man som småaktieägare bör avstå från att satsa sina pengar på en rädsla för bristande minoritetsskyddsregler i Sverige. Detta till trots, är det viktigt att komma ihåg att en minoritet trots allt bara är en minoritet och att det i de flesta fall är rimligt att majoritetsaktieägare fattar beslut i bolagets verksamhet. Vad man vill åstadkomma med minoritetsskyddsreglerna är att förhindra att majoriteten inte skaffar sig fördelar på minoritetens bekostnad, och med detta som perspektiv anser vi att NBK har lyckats bra med sin rekommendation. Här uppkommer återigen den svåra avvägningen mellan behovet av minoritetsskydd för att mindre investerare inte skall avstå från att satsa kapital i aktiebolag och ett alltför långtgående minoritetsskydd som kan hämma marknaden. Med minoritetsskyddsregler som är alldeles för vidsträckta är risken att de incitament som finns för aktieförvärv minskar och att det ur ekonomisk synvinkel blir omöjligt att förvärva andra företag.

8.3 Lagstiftning eller självreglering?

8.3.1 Fördelar och nackdelar med lagstiftning kontra självreglering

Vi har tidigare angett att det i Sverige inte finns några lagstadgade regler som direkt rör offentliga uppköpserbjudanden. Vi har också redogjort för många av de regler och anvisningar som ändå finns på området i form av rekommendationer och uttalanden, utfärdade av självreglerande organ som NBK och AMN. En fråga som kan uppkomma i samband härmed är om självreglering, dvs normeringsåtgärderna som skapats av de privata organisationerna, ger ett tillräckligt skydd för minoritetsaktieägare eller om lagstiftning på området borde finnas på samma sätt som i exempelvis i Polen.

Fördelar med lagstiftning har framförallt att göra med att det område som skall regleras oftast blir riktigt grundligt utrett, dessutom har lagstiftning oftast en helt annan tyngd än självreglering och skapar förutsebarhet på regleringsområdet och kontinuitet.

En nackdel med lagstiftning är att själva lagstiftningsprocessen kan vara långsam och tungrodd, vilket är problematiskt i de fall en regleringsfråga är brådskande. Till detta kommer att väderpappersmarknaden ständigt är i förändring och därför tillhör ett område för vilket regleringen bör kunna ändras relativt snabbt. Samtidigt kan det vara en fördel att de institutioner som utformar regleringen har en naturlig anknytning till det område som skall regleras, vilket NBK och AMN ju också har. Dessa organ har kunnat följa marknadens utveckling och snabbt anpassat den på området aktuella regleringen, vilket bl a införandet av erbjudandeplikten är ett exempel på.

Det i Sverige använda regelsystemet med förhållandevis få detaljregler på börsområdet och ett överlämnande till näringslivet att utforma regleringen kring offentliga uppköpserbjudanden kan således ha sina fördelar men också nackdelar. Det kan hävdas att reglering på området som efter hand blivit accepterad skulle kunna lagfästas för att uppnå förutsebarhet. Samtidigt kan det tyckas onödigt att lagstifta för lagstiftandets skull om den befintliga regleringen fungerar och även efterlevs av parterna på marknaden. Frågan är om skyddet för minoriteten skulle bli starkare genom en lagstiftning på området. Systemet innebär ju redan en anpassning till marknadens behov och genom självregleringen kan identifiering och tillgodoseende av nya behov göras. Vi har även sett att den reglering som finns på området beaktar och värnar om skyddet för minoritetsaktieägarna. Om självregleringen inte var effektiv genom att den inte efterlevdes eller inga sanktionsmedel fanns, skulle en lagstiftning kanske vara befogad. Nu finns AMN som kan ge vägledning i svåra fall, dessutom kan sanktionsmedel kan utdömas av en från börsen fristående disciplin-kommitté vid brott mot inregistreringskontraktet. Enligt vår uppfattning är en lagstadgad reglering på det aktuella området inte nödvändig för att nå önskat resultat, eftersom det inte finns något

som tyder på att en lagstiftning skulle medföra ett starkare skydd för minoriteten än vad den befintliga självregleringen erbjuder.

8.3.2 Rekommendationens bindande verkan

Det kan dock vara befogat att i samband härmed belysa frågan om räckvidden av självregleringens bindande verkan. Fondbörsens inregistrerings- och noteringsavtal med NBK:s rekommendation som bilaga är avtal av civilrättslig form mellan börsen och bolagen.¹⁸⁸ På samma sätt som andra civilrättsliga avtal är dessa bindande för de undertecknade parterna och vid brott emot avtalen kan sanktioner följa. Men hur bindande är rekommendationen för parter/budgivare som inte är kontraktsparter till inregistrerings- noteringsavtalet? Vi har tidigare nämnt att rekommendationen är tillämplig då en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk person lämnar ett uppköpserbjudande till aktieägare i ett aktiemarknadsbolag, en tillämpning som därmed omfattar även icke kontraktsparter till inregistrerings- och noteringsavtalet. Här bör dock påminnas att rekommendationen är just en rekommendation och att det inte finns någon möjlighet att vidta sanktioner mot parter som inte är bundna av rekommendationen genom inregistrerings- och noteringsavtalet. Rent formellt sätt skulle därför en lagstiftning av bestämmelserna i rekommendationen ge ett bättre skydd för minoritetsaktieägarna. I praktiken har ändå, vilket vi tidigare nämnt, rekommendationen sedan dess första utgivning fungerat väl och funnit en allmän tillämpning.

8.4 Tankar kring erbjudandeplikten

I en offentlig utredning från 1989¹⁸⁹ om värdepappersmarknaden i framtiden uttalas att det för de minoritetsaktieägare som inte önskar vara kvar i bolaget efter ett kontrollägarskifte alltid finns en möjlighet att sälja aktierna på den väl fungerande aktiemarknaden (se kapitel 4.6.2) och att det därför inte behövs någon lagreglerad erbjudandeplikt på den svenska marknaden. Detta uttalande visar, enligt vår mening, på en viss oförståelse för minoritetsaktieägares situation i en uppköpssituation, eftersom det tyvärr finns exempel på när minoritetsaktieägarna, trots en fungerande aktiemarknad, lidit skada vid ett övertagande. Amerikanska bolaget Wexford kom under sommaren 1996 upp i ett 51-procentigt aktieäggande i Solitair, varvid en ny styrelse tillsattes och verksamhetsinriktningen i bolagsordningen ändrades. Minoritetsaktieägarna i Solitair var emot förändringarna, men hade inte möjlighet att påverka besluten. Eftersom det 1996 inte fanns någon erbjudandeplikt i Sverige, var den enda möjligheten för aktieägarna i Solitair att bli av med sina aktier en försäljning via börsen. På börsen hade dock kursen på bolagets aktier fallit. För Solitairs

¹⁸⁸ Stockholms Fondbörs, Börsinformation – en handledning s 9

¹⁸⁹ SOU 1989:72

minoritetsaktieägare hade en erbjudandeplikt i detta läge kunnat göra stor skillnad. Aktieägaren hade kunnat värdera den nye ägaren och den nya affärsidén, och om han då valt att lämna bolaget på den nye ägarens verksamhetsplaner skulle han ändå haft en möjlighet att göra detta på mer anständigt ekonomiska villkor än vad en försäljning via börsern hade medfört.¹⁹⁰

Oron för att erbjudandeplikten skulle verka hämmande på marknaden har använts som ett argument mot erbjudandeplikten. Det kan tänkas att potentiella investerare kan komma att avstå från att förvärva kontrollerande aktieposter i bolag av rädsla att behöva förvärva samtliga eller stora delar av resterande aktier i målbolaget. Ett kontrollförvärv skulle kunna bli mycket dyr affär om erbjudandeplikt utlöses, varvid köparen möjligen hellre avstår från att förvärva en större aktiepost. Om vi utgår från minoritetsaktieägarna kan erbjudandeplikten få en hämmande effekt även för dem. Avstår köparen från att förvärva aktier på en erbjudandeplikt kan detta leda till färre potentiella köpare på marknaden, och minoritetsaktieägarna kan härigenom få svårare att sälja sina aktier. Huruvida detta kommer bli ett reellt problem på aktiemarknaden efter att Sverige har infört erbjudandeplikten är för tidigt att svara på med tanke på den korta tid en erbjudandeplikt funnits på den svenska marknaden. Sedan införandet i juli 1999 har erbjudandeplikten inte aktualiserats, och i de fall den kunde ha gjort det har AMN beviljat undantag.

8.5 Det föreslagna 13:e bolagsdirektivet

8.5.1 Allmänt

Offentliga uppköp kan sägas vara ett led i företagens strategi för att klara sig i den ständigt ökande internationella konkurrensen. Handeln internationaliseras och i takt med att företagsförvärv genom offentliga uppköpserbjudanden blivit vanligare har ett behov av harmonisering på området uppkommit. EU:s harmoniseringsförsök genom det föreslagna 13:e bolagsdirektivet får ses mot bakgrund av behovet att skydda aktieägare och investerare i bolag som utgör mål för uppköpserbjudanden. I jämförelse med tidigare utkast till förslag, är det nya förenklat och mindre detaljerat, vilket är en följd av den kritik som framlagts av medlemsstaterna. Ett godkännande av medlemsstaterna kan förväntas, men frågan är vad direktivet i kommer få för reell betydelse. Direktivet innehåller flera vaga formuleringar, vilket kan leda till en osäkerhet vid medlemsstaternas implementering av direktivet och vid tillämpningen av nationell rätt på området. På direktivets ramkaraktär och möjligheterna för medlemsstaterna till självreglering, blir spelreglerna för marknadsaktörer ändå inte klara och enhetliga. Samtidigt skapar Kommissionen regler att beakta, och gör medlemsstaterna medvetna om att det finns ett behov av att skydda minoriteten. En översyn av den nationella

¹⁹⁰ Fröjd, Börskrönika: Den övergivna minoriteten, Veckans affärer 96-09-09

regleringen blir nödvändig, vilket kan medföra positiva effekter på regleringen till skydd för minoritetsaktieägarna.

8.5.2 Direktivets formella krav på den svenska regleringen

För Sveriges del skulle en implementering av direktivet troligtvis inte innebära några större förändringar. Att Sverige valt självreglering genom rekommendationer utgivna av NBK, istället för lagstiftning på området, borde överensstämma med att direktivet möjliggör implementering genom ”andra mekanismer eller arrangemang”.¹⁹¹ Trots att NBK:s rekommendation inte är juridiskt bindande utan utgör självreglering, skulle vi vilja hävda att rekommendationen vad beträffar dess bundenhet ändå kan sägas ha en form av mellanställning mellan självreglering och lagstiftning, vilket gör att direktivets krav på antingen lagstiftning, ”andra mekanismer eller arrangemang” verkligen tillgodoses. Genom att NBK:OE är en bilaga till inregistreringskontraktet vid börsen och börsbolagen därigenom är skyldiga att följa rekommendationen får den en mycket stark ställning. För de företag som vill börsnoteras, bolag med många aktieägare där behovet av minoritetsskydd är som störst, måste reglerna i NBK:OE efterlevas. Detta kan jämföras med den självreglering som finns i Tyskland, där företagen kan välja huruvida de vill acceptera Übernahmekodexen eller inte. Denna form av självreglering skulle på ett annat sätt kunna drabba minoriteten, och det borde vara tveksamt om den tyska regleringen kan sägas utgöra ”andra mekanismer eller arrangemang” som kan ersätta lagstiftning. Vi kan därför se att den svenska självregleringen formellt sett måste utgöra ett bättre minoritetsskydd än den tyska. Å andra sidan har vi då Polen som på ett mer traditionellt sätt utformat juridiskt bindande lagstiftning på området offentliga uppköpserbjudanden. Ett lagstiftat minoritetsskydd måste formellt sett ha en starkare bindande karaktär än en bestämmelse genom självreglering, och med den svenska utformningen av reglerna hamnar vi någonstans mellan Tyskland och Polen.

8.5.3 Uppfyller Aktiemarknadsnämnden kraven på tillsynsmyndighet?

Direktivet uppställer också ett krav på att medlemsstaterna skall ha en eller flera tillsynsmyndigheter för övervakning av uppköpsförfarandet. För Sveriges del borde AMN vara det organ som bäst uppfyller kraven på tillsynsmyndighet, men det finns ändå skillnader mellan den roll och de befogenheter som AMN har jämfört med hur en tillsynsmyndighet skall fungera enligt direktivförslaget. Enligt direktivet skall tillsynsmyndigheten ha de ”befogenheter som behövs för att de skall kunna fullgöra sina uppgifter” och tillsynsmyndigheten skall ha ”ansvar för att säkerställa att anbudsintressenterna följer de bestämmelser som har införts i enlighet med detta direktiv”.¹⁹² AMN har, vilket tidigare behandlats, till syfte att befrämja god sed på aktiemarknaden genom rådgivning, information och uttalanden, men AMN har inga

¹⁹¹ se artikel 1 i det föreslagna trettonde bolagsdirektivet KOM(97) 565 slutlig

¹⁹² se artikel 4.4 i det föreslagna trettonde bolagsdirektivet KOM(97) 565 slutlig

formella möjligheter att ålägga aktörerna sanktioner. Genom avsaknaden av sanktionsmöjligheter kan AMN, trots sin starka ställning, inte sägas att ha de befogenheter som krävs för att utgöra en tillsynsmyndighet enligt direktivet. Däremot skulle fondbörsens disciplinkommitté och AMN möjligtvis tillsammans kunna anses utgöra en väl fungerande tillsynsmyndighet. Disciplinkommittén kan vid brott mot NBK:s rekommendation lämna en erinran till bolaget, ålägga vite eller avstänga bolaget från börsen. Dessutom finns Finansinspektionen som bl a övervakar flaggningsreglerna enligt lagen om handel med finansiella instrument och NBK:s flaggningsregler. Sverige tycks därför, genom AMN:s, disciplinkommitténs och Finansinspektionens sammanlagda kompetens, uppfylla de uppställda kraven i direktivet på att anbudsintressenterna skall övervakas.

Enligt NBK:OE har AMN en generell kompetens att medge undantag från rekommendationen. I det senaste direktivförslaget har tillsynsmyndighetens generella undantagsmöjligheten tagits bort och undantag får bara lämnas i specifikt angivna fall. Eventuellt skulle AMN:s generella undantagsmöjlighet kunna anses stå i strid med direktivet och på denna punkt är det möjligt att Sverige tvingas se över regleringen för en anpassning till EU:s bestämmelser.

8.5.4 NBK:s materiella regler i förhållande till direktivförslaget

NBK:s rekommendation om offentliga uppköpserbjudanden uppfyller i stort direktivets materiella krav på exempelvis uppköpsprospekt, information till aktieägarna och hur målbolaget får agera under anbudstiden. Det finns visserligen vissa små detaljskillnader, men då skall man ha i åtanke att direktivet ställer upp minimiregler för hur minoritetsskyddet skall vara utformat och NBK:OE har utförligare regler än direktivet. Genom att NBK 1999 införde erbjudandeplikten på den svenska marknaden har också den största skillnaden mellan direktivet och NBK:s rekommendation tagits bort. Eftersom det senaste direktivförslaget inte längre uppställer ett absolut krav på en erbjudandeplikt, det räcker med ”andra lämpliga och åtminstone likvärdiga sätt”¹⁹³, kan det dock diskuteras huruvida ett införande av erbjudandeplikten hade varit nödvändig för att uppfylla direktivets krav. Troligtvis skulle de minoritetsskyddsregler som finns i aktiebolagslagen inte kunnat anses uppfylla direktivets krav, men det blir nu upp till andra medlemsstater, vilka inte har en erbjudandeplikt, att tolka innebörden av det i direktivet något vaga uttryck.

8.5.5 Handel över de nationella gränserna

Även om en implementering av det föreslagna trettonde bolagsdirektivet sker, är risken stor för att olika stater även fortsättningsvis kommer att ha reglering på området som skiljer sig åt. Direktivförslagets ramkaraktär är som tidigare nämnts en bidragande

¹⁹³ se artikel 3.1 i det föreslagna trettonde bolagsdirektivet KOM(97) 565 slutlig

faktor härtill och följderna blir exempelvis att vissa stater inte har en obligatorisk erbjudandeplikt eller att kraven på uppköpsprospektens utformning kan variera i olika stater.¹⁹⁴ Oftast är ett bolags aktier noterade i det land där bolaget är registrerat och det är också där handel med bolagets aktier förekommer. Problem kan dock uppstå beträffande vilket lands reglering som skall gälla vid uppköpserbjudanden i fall då handel med ett bolags värdepapper har internationella inslag. Ett bolag skulle exempelvis kunna välja att först notera dess aktier i ett annat land än det är registrerat eller har sitt säte. Efter en första börsintroduktion kan bolaget även välja att ha aktierna noterade på andra aktiemarknader. Direktivet innehåller i och för sig flera regler med syfte att lösa problemen vid noteringar över landsgränserna, som exempel kan nämnas kompetensfördelningen mellan medlemsstaternas tillsynsmyndigheter beroende på var bolaget är registrerat eller var handeln med dess aktier sker. Detta till trots kvarstår andra svårigheter för bolag som är noterade på flera börser. Eftersom de nationella börserna oftast tillämpar egen reglering på området kan konflikter mellan de olika regleringarna uppstå, vilket kan skapa osäkerhetsmoment då uppköpserbjudanden framställs.

Ett konkret fall från 1997 då en konfliktsituation uppstod rör bolaget Bilspedition, som var registrerat i Sverige men noterat både på Stockholms- och Köpenhamns fondbörs. Problemet uppstod i Danmark då ett tyskt bolag, Stinnes AG, offentliggjorde att bolaget tänkte lägga ett bud på 51 procent av aktierna i Bilspedition. Med hänsyn till att målföretaget var svenskt och noterats först i Sverige, hade det tyska bolaget inte för avsikt att lämna ett obligatoriskt bud till övriga aktieägare. En sådan budplikt fanns vid den aktuella tidpunkten inte i Sverige men däremot i Danmark. Köpenhamns fondbörs beslutade dock att ålägga Stinnes en budplikt i enlighet med den danska regleringen. Detta fall utgör ett exempel på problem som alltså kan uppstå då ett bolag är noterat på flera marknader, problem som också kan drabba investerare och därmed minoriteten i olika länder på olika sätt, beroende på vilket lands regler som tillämpas.¹⁹⁵

Vad beträffar budplikten har en sådan i och för sig införts i den svenska regleringen, kanske delvis just för att förhindra nämnda konflikter och för en anpassning till andra länders reglering på området. Andra typer av konfliktsituationer skulle ändå kunna uppstå, vilka kan orsaka svårigheter för budgivaren att avgöra lämpligt tillvägagångssätt vid budgivningen beroende på osäkerhet beträffande tillämplig reglering. Dessutom kan en sådan osäkerhet medföra extra kostnader vid förberedelse av nödvändiga buddokument.

¹⁹⁴ Jul Clausen & Engsig Sørensen, a a s 70 f

¹⁹⁵ O a a s 76

8.6 Övergripande analys av den tyska och polska regleringen

Vi har tidigare redogjort för den tyska och polska regleringen kring offentliga uppköpserbjudanden och då påvisat skillnader och likheter med det svenska systemet. Sammantaget är det tre systemen något olika, men de grundläggande tankarna bakom behovet av skydd för minoriteten vid offentliga uppköpserbjudanden går att spåra i respektive lands reglering. De olika börsrättsliga principer som vi behandlat tycks härigenom vara grundläggande för en fungerande värdepappersmarknad även i andra länder, trots att de på kanske skilda sätt präglar den nationella regleringen. Den tyska rekommendationen liknar i många avseenden den svenska emedan den polska lagstiftningen kanske inte är lika fullt utvecklad. Att Polen har lagstiftning och inte självreglering kan ha sin orsak i att det helt enkelt inte finns några självreglerande organ ännu eftersom marknaden är så pass ny.

Det är också viktigt att påpeka att bolagsstrukturen och den bolagsrättsliga regleringen i respektive land kan få en inverkan även på handeln med värdepapper i aktiemarknadsbolag. I Polen och Tyskland har aktiebolaget en tudelad ledning och i vart fall i Tyskland försvåras ett eventuellt utbyte av bolagsstyrelsen genom den bolagsrättsliga regleringen. Förekomsten av kontrollförvärv kan hämmas om den reella innebörden inte blir att man kan kontrollera bolagets verksamhet efter ett uppköp av kontrollerande aktieposter. Kanske kan även den strikta arbetsrättsliga regleringen som finns i Tyskland ha inverkat på det låga antalet offentliga uppköpserbjudanden. I Polen har aktiebolaget under en lång tid inte existerat och var efter kommunismens fall till en början inte den mest populära bolagsformen. Möjligheten att starta andelsbolag med begränsat ansvar, som kräver en mindre kapitalinsats och inte omfattas av lika strikt reglering som aktiebolaget, har medfört att denna bolagsform oftare förekommit.

Utformningen av regleringen i respektive land påverkas även av hur handeln på den aktuella värdepappersmarknaden fungerar. Även om vi inte redogjort för värdepappersmarknadens struktur och utveckling i de olika länderna, har några övergripande skillnader påpekats vad beträffar Polen och Tyskland i den mån de varit betydelsefulla för regleringen och förekomsten av offentliga uppköpserbjudanden på dessa marknader. Handel med värdepapper i bolag noterade på börsen är ett nytt fenomen i Polen och med tanke på hur nyligen Warszawas fondbörs upprättades är det anmärkningsvärt hur snabbt utvecklingen gått. Med hjälp av komparativa studier av andra länders reglering har Polen lyckats anpassa sin reglering och understödja en snabb process till ett marknads ekonomiskt system. Under den långa perioden med central ekonomisk styrning behövdes inte ett investerarskydd, men ett sådant kan nu vara av stor betydelse för att minska riskerna för allmänheten att satsa sitt kapital i olika bolag. Finns inte ett fullgott skydd för minoritetsägare är risken annars att större aktieägare, kanske ofta utländska investerare, ser sina chanser i att satsa på denna nya stora marknad och får ett övertag på minoritetens bekostnad.

8.7 Vodafones förvärv av Mannesmann¹⁹⁶

8.7.1 Det aktuella fallet

Ett aktuellt fall av företagsförvärv genom offentligt uppköpserbjudande genomfördes under februari månad 2000 på den tyska marknaden. Förvärvet som blivit tidernas största skedde mellan det brittiska företaget Vodafone och det tyska bolaget Mannesmann, efter att Vodafone lagt ett fientligt bud på det tyska bolaget den 14 november 1999. Uppköpsprocessens gång har uppmärksammats oerhört i media och en av frågorna som varit omdiskuterad i samband härmed rör målbolagets agerande under anbudstiden och vilka intressen som bör styra detta. Ytterligare en fråga av intresse är hur förvärvet av Mannesmann kommer påverka näringslivets utveckling, särskilt med tanke på att fientliga uppköpserbjudanden från utländska företag inte förekommit i Tyskland tidigare. I det aktuella fallet kom aktieägarnas intressen att stå i centrum, vilket vi vill uppmärksamma med hänsyn till att vår uppsats behandlat skyddet för minoritetsaktieägarna.

Till en början motsatte sig styrelsen i Mannesmann budet då det ansågs att de båda företagen hade olika verksamhetsstrategier som inte skulle gynnas av en förening. Dessutom uttrycktes att budpriset var alldeles för lågt i förhållande till bolagets värde, vilket innebar att aktieägarnas intressen inte kunde tillgodoses. Ytterligare en anledning till ett negativt ställningstagande var att budet inte innehöll kontant betalning utan att Vodafone istället erbjöd egna aktier till Mannesmanns aktieägare. På så sätt kunde aktieägarna ha svårt att värdera budet eftersom de fick gissa vilken aktie som skulle ge bäst värdeutveckling, Mannesmann på egen hand eller Vodafone-Mannesmann.¹⁹⁷ De anställda i Mannesmann uttryckte även en rädsla för att förlora sina anställningar och att de efter övertagandet av det brittiska bolaget inte skulle få samma möjligheter till medbestämmande som tidigare i det tyska bolaget. Det intresse som slutligen avgjorde frågan var dock värdet för aktieägarna (i enlighet med anglo-amerikansk syn på företagande som sätter *shareholdervalue* i centrum), varvid Mannesmann tvingades acceptera en fredlig lösning och rekommendera aktieägarna att acceptera budet.

Det slutliga budpriset blev mycket högre än vad Vodafone till en början erbjöd aktieägarna i Mannesmann. Detta till stor del tack vare att kursen på Mannesmannaktien under budtiden gick upp med över 50 procent, påverkad av att Mannesmanns styrelse agerade genom att motsätta sig budet och informera aktieägarna om anledningarna härtill. Ursprungligt erbjudande var 53,7 aktier i Vodafone för varje aktie i Mannesmann men höjdes slutligen till 58,96 aktier. Budet hade höjts tidigare under budtiden och redan då började många aktieägare i Mannesmann ifrågasätta styrelsens

¹⁹⁶ se Infotrac, ca 30 artiklar från perioden november 1999 – februari 2000 avseende Vodafones förvärv av Mannesmann hämtade från web7.infotrac.london.galegroup.com, från bl a Business Week, Financial Times och Newsbytes

¹⁹⁷ Björk, Fortsatt dragkamp om Mannesmanns ägare, Dagens Industri, 00-01-27

agerande eftersom man ansåg att det negativa ställningstagandet verkade till nackdel för aktieägarna, främst i förhållande till minoriteten eftersom styrelsen övertygat ägare till kontrollerande poster att inte godta budet som det var. Den hårda hållningen från styrelsen sida ledde dock i slutänden till att aktieägarna fick ett bättre pris för sina aktier.

8.7.2 Vodafones förvärv av Mannesmann i ett vidare perspektiv

Sett ur ett vidare perspektiv kan man fråga sig vad genomförandet av det aktuella fientliga förvärvet innebär för aktieägare i andra bolag och för näringslivet i stort. Mannesmann var redan före uppköpserbudandet ett bolag som var högt värderat på börsen. Det aktuella fallet visar därmed att även välmående företag måste vara beredda på eventuella fientliga uppköpserbudanden. Aktieägare i målbolag kan i sådana situationer ha svårigheter att värdera budet och det kan därför vara extra viktig att aktieägarna får vägledning från styrelsen sida genom att denna lämnar en rekommendation om lämpligt ställningstagande i förhållande till budet och dessutom tillgodoser aktieägarna med tillräcklig information. I slutänden är det dock aktieägarna som har rätt att fatta beslutet om budet skall antas. Det föreslagna 13:e bolagdirektivet kommer kunna försäkra en visst minimivård av enhetlig reglering på detta området i Europa. Samtidigt pekar det aktuella förvärvet kanske på att företag i Europa i framtiden kommer vara tvungna att agera särskilt med hänsynstagande till aktieägarnas intressen och inte de anställdas eller ledningens.

För Tysklands del innebär Vodafones fientliga förvärv av Mannesmann en stor förändring med tanke på att landet tidigare inte fått erfara något fientligt uppköpserbudande från ett utländskt företag. Vad är då anledningen till att förvärv över länders gränser tycks bli allt vanligare? Till stor del kan det ha sin grund i införandet av euron i januari 1999 och den fortgående globaliseringsprocessen. Till detta kommer även en fortsatt privatisering av företag (som exempelvis i Polen), att företag inte längre konkurrerar på det nationella planet utan måste slåss på den internationella arenan och framförallt på den europeiska enhetliga kapitalmarknaden. Företagen pressas till vinstmaximering till fördel för aktieägarna och måste därmed anpassa sig och finna nya vägar i den hårda konkurrensen.

8.7.3 Planerad uppköpslagstiftning i Tyskland¹⁹⁸

Vodafones förvärv av Mannesmann tycks ha skakat om det tyska näringslivet och nu planeras en lag om offentliga uppköp. Efter påtryckningar av flera stora tyska koncerner har finansdepartementet i Tyskland tillsatt en kommission med förbundskanslern Gerhard Schröder i spetsen. I kommissionen deltar flera av de tyngsta namnen inom

¹⁹⁸ se artikel, Bund will offenbar bedrohte Unternehmen schützen, Der Spiegel 00-02-08
se artikel, Germany plans takeover legislation, Financial Times 00-03-12

tyskt näringsliv, exempelvis Klaus Esser som är styrelseledamot i Mannesmann och Ron Sommer, styrelseledamot i det tyska telebolaget Deutsche Telecom.

Syftet med den föreslagna lagen sägs inte vara att förhindra offentliga uppköp, utan att ge tyska företag en bättre möjlighet att kunna försvara sig. Man vill införa stränga krav på innehållet i uppköpsprospektet, exempelvis måste anbudsgivaren lämna precisa uppgifter om vad som skall hända med företaget i framtiden. En myndighet skall få till uppgift att övervaka uppköpsförloppet och kunna erbjuda de företag som inte följer lagen med böter. Exakt hur man i övrigt vill skydda minoritetsaktieägarna genom lagen är ännu inte helt klarlagt, men hur priset på minoritetsaktieägarnas aktier skall fastställas kommer också att regleras i lagen. Lagen förväntas också ge arbetstagarna vissa rättigheter i en uppköpsituation, däribland rätten att få information av anbudsgivarna. Det är även tänkt att en erbjudandeplikt då en aktieägare äger mer än 30 % skall införas i lagen, men det kommer då att vara möjligt att ge undantag från denna regel. Regler om vilka försvarsåtgärder som ett målföretag i en uppköpsituation får använda sig av skall också införas.

Lagförslaget bygger till stor del på det föreslagna trettonde bolagsdirektivet, men tyskarna verkar inte vilja vänta på ett eventuellt framtida införande av EU-direktivet som ju dröjer på grund av dispyten mellan Storbritannien och Spanien angående Gibraltar. En redan omdiskuterad fråga vad beträffar lagförslaget är huruvida anbudsföretaget skall tvingas att erbjuda kontanter till målföretagets aktieägare, istället för enbart aktier. Trots stora påtryckningar från bland annat fackföreningar kommer anbudsgivare troligtvis inte tvingas erbjuda aktieägare kontanter. Ett sådant krav skulle omöjliggjort Vodafones förvärv av Mannesmann, eftersom aktieägarna i detta fall enbart erbjöds aktier i Vodafone i utbyte mot sina Mannesmann aktier.

8.7.4 Kan en liknande situation uppstå i Sverige?

I Sverige skulle en liknande situation med fientligt företagsförvärv motsvarande Vodafone-Mannesmann kunna aktualiseras, vilket även välmående företag fruktar. Ett exempel härpå är Volvo som nyligen fick avslag av konkurrensverket på sin ansökan för uppköp av Scania. En av anledningarna till att Volvo velat förvärva Scania är att företaget härigenom sökt motverka eventuella fientliga bud från utländska företag. EU-kommissionen blockerade dock köpet, eftersom Volvo/Scania skulle få alltför stora gemensamma markandsandelar i Norden, vilket skulle hämma konkurrensen på marknaden. Det är nu troligt att utländska konkurrenter visar ett intresse för uppköp av Volvo, vilket företagsledningen tidigare velat undvika. Med anledning av att kursutvecklingen som Volvos aktieägare upplevt inte varit den bästa under det senaste året är det dock troligt att dessa skulle vara intresserade av en försäljning av sina aktier. Ytterligare ett fall av hänsynstagande till värdet för aktieägarna skulle därmed aktualiseras, varvid Sverige kan komma att förlora ett av sina starkaste varumärken.

Källförteckning

Litteratur:

Afrell, Klahr & Samuelsson, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Norstedts Juridik, Stockholm 1998

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

Beinert, *Corporate Acquisitions & Mergers in Germany*, Kluwer Law International, London 1997

Bernitz, *Europarättens grunder*, Norstedts Juridik, Stockholm 1999

Bergström och Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys*, Nerenius & Santéus Förlag, Angered 1997

Dorresteijn, Kuiper & Morse, *European Corporate Law*, Fritzes förlag AB, Stockholm 1995

Fördrag om Europeiska Unionen, Norstedts Juridik, Stockholm 1999

Hopt & Wymeersch, *European Takeovers - Law and Practice*, Butterworths, Edinburgh 1992

Jul Clausen & Ensig Sørensen, *Takeover Bids*, Djøf Publishing, Köpenhamn 1998

Karnov, *Svensk lagsamling med kommentarer*, Fakta Info Direkt, Stockholm 1999

Kedner & Roos, *Aktiebolagslagen med kommentarer del I & II*, Norstedts juridik, Stockholm 1995

Komisja papierow wartosciowych, *Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitalowego – komisja papierów wartosciowych*, Warszawa 1997

Komisja papierow wartosciowych, *Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitalowego – regulacje rynku kapitalowego*, Warszawa 1997

Kozyris, *Corporate Takeovers Through the Public Markets*, Kluwer Law International, Haag 1996

- Kristiansson, *Aktiemarknadsnämndens praxis under 10 år*, Juristförlaget, Stockholm 1996
- Kristiansson, *God sed på aktiemarknaden – Aktiemarknadsnämndens uttalanden*, Juristförlaget, Stockholm 1995
- Kruczalak, *Prawo Handlowe – Zaryz wykladu*, PWN, Warszawa 1997
- Macey, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, SNS Förlag, Stockholm 1993
- Maeijer & Geens, *Defensive Measures Against Hostile Takeovers in the public Market*, Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht 1990
- Nial & Johansson, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, Norstedts juridik, Stockholm 1998
- Rider & Andenas, *Developments in European Company Law*, Kluwer Law International, Haag 1996
- Rohde, *Aktiebolagsrätt*, Norstedts juridik, Göteborg 1997
- Romanowski, *Kommentarz – Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi*, C.H. Beck, Warszawa 1999 (kommentar till Lagen om offentlig handel med värdepapper)
- Schans Christensen, *Contested Takeovers in Danish Law*, G.E.C Gads Forlag, Århus 1991
- Skog, *Does Sweden need a Mandatory Bid Rule? - A critical Analysis*, Juristförlaget, Stockholm 1995
- Sobolewski, *Kommentarz – Prawo o Publicznym obrocie papierami wartosciowymi*, C.H. Beck, Warszawa 1999 (kommentar till Lagen om offentlig handel med värdepapper)
- Stockholms Fondbörs, *Börsinformation – en handledning*, Stockholms Fondbörs AB, Stockholm 1993
- Öster, *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv*, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1992

Artiklar:

Balans 2/95, *Näringslivets Börskommittés rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelser av aktier mm*

Dagens Industri, artiklar under perioden november 1999 – februari 2000 avseende Vodafones förvärv av Mannesmann hämtade från www.di.se

Der Spiegel , *Bund will offenbar bedrohte Unternehmen schützen*, 00-02-08

Financial Times, *Germany plans takeover legislation*, 00-03-12

Fröjd, *Börskrönika: Den övergivna minoriteten*, Veckans Affärer, 96-09-09

Infotrac, ca 30 artiklar från perioden november 1999 – februari 2000 avseende Vodafones förvärv av Mannesmann hämtade från web7.infotrac.london.galegroup.com, från bl a Business Week, Financial Times och Newsbytes,

Näringslivets Börskommitté, *Budplikt på 40 procent införs*, under Industriförbundets hemsida 99-04-22

Skog, *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden: Nytt förslag till harmoniseringsdirektiv*, Balans 6-7/96

Wennberg, *Aktiemarknadsnämnden - ett led i självsanering*, Balans 3/87

Offentligt tryck:

Prop. 1975:103 *Förslag till ny Aktiebolagslag mm*

Prop. 1975/76:175 *Förslag om ändring i lagen om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet*

SOU 1973:60 *Fondbörsen*

SOU 1989:72 *Börsetikens former och innehåll*

SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*

SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapital*

Rättsfall:

NJA 1985 s 343

Aktiemarknadsnämndens uttalande:

1986:1
1986:3
1989:7
1999:6
1999:9
1999:11
1999:12
1999:13

Europarättslig reglering

COM(95) 655 final, proposal for a Thirteenth European Parliament and Council Directive on Company Law concerning Takeover Bids of February 7th1996

88/627 EEG, rådets direktiv av den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag

KOM(97) 565 slutlig, ändrat förslag till Europaparlamentet och Rådets trettonde direktiv om bolagsrätt vad avser övertagandebud från av den 10 november 1997

Lagar och regleringar:

Finansinspektionens föreskrifter FFFS 1995:21

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

Lag (1975:1385) om aktiebolag

NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999)

NBK:s rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier mm (1994)

Rozporzadzenie Rady Ministrów z 24.11.1998 r. w sprawie wzorów wezwan do zapisywania sie na sprzedaz lub zamiane akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwan (Dz.U. Nr 148, poz.967)

Ustawa z dnia 21 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi i funduszach powierniczych

Ustawa z dnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartosciowymi (p.p.w.)

Intervjuer:

Samtal med Jan Persson, chefsjurist på Industriförbundet

Samtal med Rolf Skog, sekreterare i Aktiebolagskommittén

Hemsidor:

web7.infotrac.london.galegroup.com – Infotrac

(under Göteborgs Universitetsbiblioteks hemsida www.gu.ub.se)

www.di.se – Dagens Industri

www.europa.eu.int/comm – Europakommissionen

www.ft.com – Financial Times

www.gpw.pl – Warsawas Fondbörs

www.industriforbundet.se – Industriförbundet

www.kpw.gov.pl – Polska Värdepapperskommissionen

www.omgroup.com – Stockholms Fondbörs

www.spiegel.de – Der Spiegel

www.va.se – Veckans Affärer