



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Juridiska institutionen

Examensarbete på programmet för juris kandidatexamen

30 poäng

Börsrätt

Vårterminen 2011

CFD-strategier i det tysta

Kontantavräknade derivatinstrument i relation
till flaggnings- och budpliktsreglerna

Författare: Annica Daleby och Arthur Klintred

Handledare: Rolf Skog

Tack

Vi har under våren haft privilegiet att få besöka praktiker och rådgivare inom börsrätt. Besöken har varit väldigt givande och vi vill härmed framföra ett stort tack till:

Fredrik Lindqvist och Svante Johansson, *Linklaters Advokatbyrå*.

Patrik Marcelius och Eva Hägg, *Mannheimer Swartling Advokatbyrå*.

Magnus Lindstedt och Andreas Mattson, *Cederquist Advokatbyrå*.

Björn Kristiansson, *Hannes Snellman Advokatbyrå*.

Ola Åhman, *Roschier Advokatbyrå*.

Annika von Haartman, *NASDAQ OMX*.

Claes Alvin m.fl. *Finansinspektionen*.

Vi har även haft nöjet att vara i kontakt med finska rådgivare:

Mårten Knuts och Heta Rönkkö, *Krogerus Advokatbyrå*, Helsingfors.

Klaus Ilmonen, *Hannes Snellman Advokatbyrå*, Helsingfors.

Tack till Benjamin Helldén-Hegelund och Rasmus Kindlund för hjälp med korrekturläsning.

Slutligen vill vi rikta ett särskilt tack till vår inspirerande handledare Rolf Skog.

Göteborg, oktober 2011

Annica Daleby och Arthur Klintred

1. INLEDNING	6
1.1 Syfte	7
1.1.1 Frågeställning	7
1.2 Metod	8
1.3 Disposition	8
2. CONTRACTS FOR DIFFERENCES (CFD)	9
2.1 Långa och korta positioner	9
2.1.2 Hävstångseffekt	10
2.2 Villkor	10
2.2.1 Löptid.....	10
2.2.2 Kontantavräkning	10
2.2.3 Rösträtt	10
2.2.4 De facto kontroll	11
2.2.5 Separation av de ekonomiska rättigheterna och rösträtten	11
2.3 Fördelar med att handla i CFD	11
3. BUDPLIKT	12
3.1 Budpliktens syften	12
3.2 Lagen om offentliga uppköpserbudanden	13
3.2.1 Bakgrund.....	13
3.2.2 När utlöses budplikt?.....	13
3.2.3 Definitiva aktieförvärv	14
3.3 Närståendebegreppet i LUA	14
3.3.1 LUA 3 kap 5 § 4 p	14
3.3.2 Kravet på muntlig eller skriftlig överenskommelse	15
3.3.3 Långsiktighet.....	15
3.3.4 Avtalsvillkoren	16
3.3.5 Bestämmande inflytande över bolagets förvaltning	16
3.3.6 Vad utgör inte bestämmande inflytande?.....	16
3.4 LUA 3 kap 5 § 5 p	16
3.4.1 Närstående enligt utländsk rätt.....	17
3.4.1.1 Närstående enligt brittisk rätt	17
3.4.1.2 Närstående enligt finsk rätt	18
3.4.1.3 Närstående enligt norsk rätt.....	19
3.4.1.3.1 Seadrill-fallet.....	19
3.4.1.3.1.1 Närstående trots avsaknad av gemensamt syfte.....	20
3.4.1.3.1.2 Avskärmning och CFD var mer än finansiell position.....	20
3.4.1.3.1.3 Slutsats Seadrill-fallet	21
3.4.1.4 Närståendekriteriet i utländsk och svensk rätt.....	21
3.4.2 Avskärmning av aktier från den fria massan.....	21
3.5 CayTel-fallet	22
3.5.1 Bakgrund.....	22
3.5.2 Teckningskursen i nyemissionen, lägsta legala pris?	23
3.5.3 Uppkom ett närståendeförhållande vid ingåendet av CFD?.....	23

3.5.4 Slutsats	23
4. FLAGGNING.....	24
4.1 Syften	24
4.2 Lagen om handel med finansiella instrument.....	24
4.2.1 Bakgrund.....	24
4.2.2 När uppkommer flaggningskyldighet?	24
4.2.2.1 Flaggningspliktiga instrument.....	25
4.2.2.2 Irrevocables	26
4.2.2.3 Närstående enligt flaggningsreglerna.....	27
4.2.2.4 Modernisering av öppenhetsdirektivet?	27
4.3 Flaggnings enligt utländsk rätt.....	28
4.3.1 Flaggnings enligt brittisk rätt.....	28
4.3.1.1 Takeoverkoden	28
4.3.1.2 Den nya regleringen där CFD är flaggningspliktiga	28
4.3.1.3 Beräkning med delta-justering och bruttoprincip	29
4.3.2 Flaggnings enligt amerikansk rätt	29
4.3.3 Flaggnings enligt finsk rätt	30
5. GOD SED PÅ AKTIEMARKNADEN	30
5.1 Budplikt och flaggnings i relation till god sed	30
5.2 AMN:s kompetens att utveckla god sed	31
5.2.1 Avtalsarrangemang som kan åstadkomma kontrollskifte	32
5.3 Hur fastställs att en åtgärd är förenlig alt. oförenlig med god sed?.....	32
5.3.1 Överträdelse eller kringgående av gällande rätt	32
5.3.2 God sed för att fylla i luckor samt dra upp riktlinjer.....	33
5.4 Hur skulle CFD-upplägg kunna anses vara oförenliga med god sed?	34
5.4.1 Borse Dubai-fallet	34
5.4.2 CayTel-fallet	35
6. OTILLBÖRLIG MARKNADSPÅVERKAN.....	36
6.1 Lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument	36
6.1.1 CFD-strategier, otillbörlig marknadspåverkan?	36
6.2 Tyst stakebuilding med CFD	37
6.2.1 Porsche-fallet.....	37
6.2.1.1 Bakgrund.....	37
6.2.1.2 Kursmanipulation eller försummelse av flaggningsplikt.....	38
6.2.2 Schaeffler-fallet	39
7. LEGISLATIVA UTMANINGAR	39
7.1 För- och motargument för strängare reglering	39
7.2 En modernisering av otillbörlig marknadspåverkan?	40
7.3 En modernisering av Öppenhetsdirektivet?	40
7.3.1 Reglering av CFD på ett antal europeiska kapitalmarknader.....	41
7.3.2 Vilken modell hade passat den nordiska marknaden?	42

8. SLUTSATS 43

1. Inledning

Contracts for Differences (CFD) är en särskild derivattyp där den ena avtalsparten, utgivaren, förvärvar ett antal aktier men låter motparten, tecknaren av instrumentet, stå den ekonomiska risken för dessa. Utgivaren, i regel en bank, är typiskt sett ägare och har således rösträtt för aktierna. De ekonomiska rättigheterna, rätten till utdelning och den ekonomiska risken, har däremot tecknaren.

CFD kom till Sverige 2007 men utvecklades som finansiellt instrument i London redan två decennier tidigare. I slutet av 2000-talet motsvarade derivathandeln cirka 30 procent av den totala handeln på London Stock Exchange.¹ 2008 var den globala derivatmarknaden värderad till 457 triljoner Euro², varav den europeiska derivatmarknaden motsvarade 44 procent³ och den nordamerikanske 39 procent⁴ av den globala derivatmarknaden.

Derivatarrangemangens ökade popularitet beror främst på instrumentens användbarhet vid riskhantering och arbitrage. Inneboende hävstångsmöjligheter, dvs. att med en begränsad kapitalinsats utsätta sig för finansiell exponering mot ett stort antal underliggande aktier är också en förklaring.

Derivat möjliggör innovativa investeringsstrategier, s.k. *hidden ownership*-strategier genom vilka investerare kan dölja sitt ekonomiska intresse i ett bolag till dess att de väljer att relativt enkelt omvandla sina derivat till aktier. Det är först vid denna tidpunkt skyldigheten att flagga för sitt innehav inträder. Inte sällan används sådana strategier som led i offentliga uppköpserbudanden.⁵

Inom EU och i andra internationella sammanhang har vissa problem med CFD uppmärksamats. CFD kan användas för att undvika informationskrav relaterade till aktieinnehav för att utöka sina reella eller finansiella möjligheter i anslutning till offentliga uppköp eller för att undvika att behöva lämna ett offentligt uppköpserbudande i de fall lag eller självreglering annars kräver att så ska ske.

Den övergripande frågeställningen för denna uppsats är hur CFD förhåller sig till de svenska reglerna om flaggning och budplikt. Flagningsreglerna föreskriver en plikt att informera marknaden då man ökar eller minskar sitt aktieinnehav i ett noterat bolag över vissa gränsvärden, antingen vad gäller rösträtter eller andel av samtliga aktier i bolaget. Härigenom främjas transparensen på marknaden.

Reglerna om budplikt innebär en skyldighet att rikta förvärvserbudande till samtliga aktieägare i ett noterat bolag när man uppnår 30 procent eller mer av det totala röstetalet i ett noterat bolag. Budplikten är betydligt mer ingripande än flagningsplikten.

¹ Contracts for Differences, hemsida.

² White Paper s. 11.

³ Vid samma tidpunkt värderades den europeiska OTC-handlade derivatmarknaden till 6 134 miljarder USD. White paper s. 18.

⁴ White Paper s. 13.

⁵ Är det fråga om fientliga uppköp kallas de ofta creeping-takeover-strategier.

Både flaggning och budplikt är föremål för EU-rättslig reglering, huvudsakligen i form av Öppenhetsdirektivet och Takeover-direktivet.⁶ Dessa direktiv har i Sverige genomförts genom bestämmelser i lagen om handel med finansiella instrument, lagen om värdepappersmarknaden och lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden samt genom självreglering och börsernas regelverk. Utöver frågan om CFD i relation till budplikt och flaggning behandlar vi även CFD i relation till förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan samt god sed på aktiemarknaden.

1.1 Syfte

Denna uppsats syftar till att utreda hur användningen av CFD ska/bör bedömas utifrån regleringen av värdepappersmarknaden, framför allt mot bakgrund av arrangemangens potentiella negativa effekter på förtroendet för värdepappersmarknaden.⁷

Det finns inget lagstadgat krav att informera marknaden vid ingående av CFD och vi ämnar utreda huruvida CFD - i vissa fall - borde vara flaggningspliktiga.

Underliggande aktier till finansiella derivat, såsom CFD, ska inte räknas med när man beräknar om någon innehar 30 procent eller mer av rösterna för samtliga aktier i ett noterat bolag och budplikt således utlöses.⁸ Endast innehav av aktier ska tas med i beräkningen. Det är emellertid möjligt att argumentera för att CFD-upplägg som investeringsstrategier i vissa fall borde utlösa budplikt. Detta på grund av att parterna som ingår CFD skulle kunna anses vara närstående. Vidare skulle vissa CFD-upplägg kunna anses strida mot god sed på aktiemarknaden och därmed vara otillåtna. Slutligen, och mer perifert, kan vissa CFD-upplägg tänkas konstituera otillbörlig marknadspåverkan.

1.1.1 Frågeställning

Den övergripande frågeställningen för vår uppsats är hur CFD förhåller sig till de börsrättsliga företeelserna flaggningsplikt och budplikt och hur de kan användas för att kringgå informationskrav kring aktieinnehav samt budplikt.

Flaggningsbestämmelsen omfattar aktier och även finansiella instrument, såvida det finns en *ovillkorlig rätt* att förvärva de underliggande aktierna. Följaktligen omfattas exv. köpoptioner av flaggning och ska flaggas redan vid ingående av köpoptionsavtalen.

Vi ämnar utreda huruvida CFD i vissa fall borde vara flaggningspliktiga. Det nu sagda på grund av EG-direktiv; att parterna som ingår CFD kan anses vara närstående; att vissa CFD-upplägg kan anses strida mot god sed på aktiemarknaden; samt att utebliven flaggning av strategiska CFD-upplägg kan konstituera otillbörlig marknadspåverkan.

Budpliktbestämmelsen omfattar enbart definitiva aktieförvärv. Det finns dock utrymme för argumentation att CFD-upplägg i vissa fall borde kunna utlösa budplikt. Anledningen därtill är att parter som ingår CFD kan anses vara närstående, vilket föranleder sammanräkning av parter aktieinnehav, som kan innebära att gränsen för budplikt nås. Ytterligare en anled-

⁶ Öppenhetsdirektivet 2004/109/EG, Takeover-direktivet 2004/25/EG.

⁷ Prop. 2006/07:65 s. 207.

⁸ Inte ens köpoptioner, som ger tecknaren rätt att förvärva aktier vid avtalets slut, ska räknas in.

ning till varför CFD kan tillmätas betydelse är att CFD-upplägg kan anses strida mot god sed på aktiemarknaden.

1.2 Metod

Vi har en stark anknytning till hur det förhåller sig i praktiken i näringslivet. För att få en bättre bild av derivatmarknaden, specifika upplägg i synnerhet och uppslag i allmänhet, har vi genomfört intervjuer med personer som har praktisk erfarenhet på området.

Vi har haft en komparativ utgångspunkt eftersom grunderna i informationskraven och budplikten är desamma och både svensk doktrin och praxis är högst begränsad. Med utländsk doktrin och praxis möjliggörs en djupare analys och större förståelse för kärnan i vår frågeställning. Vi menar även att svensk domstol och Aktiemarknadsnämnden (AMN) kan se till resonemang i utländsk rätt för att hämta ledning i dess avvägningar.

Vi har valt att studera EU-rätt, brittisk, finsk, norsk, tysk och amerikansk rätt. Derivatmarknaden och regleringen av derivat är väl utvecklad i Storbritannien. Det finns intressanta resonemang i finsk reglering avseende främst flaggning och i norsk praxis avseende främst budplikt. Vidare finns viss amerikansk praxis angående flaggning som är av relevans. Slutligen är tysk praxis av intresse, främst gällande otillbörlig marknadspåverkan, på grund av uppmärksammade fall av tyst stakebuilding.

1.3 Disposition

Uppsatsen är disponerad på följande sätt. I kapitel 2 redogörs för vilka villkor och egenskaper CFD har. I kapitel 3 behandlar vi när budplikt uppkommer för en part samt när två eller flera parter ska anses vara närstående, vilket påverkar när eller om budplikt uppkommer. Vi studerar i detta kapitel även den praxis som finns vad angår CFD i relation till närståendebegreppet enligt budpliktsbestämmelsen. Slutligen behandlas närståendebegreppet i brittisk, finsk och norsk rätt. I kapitel 4 behandlar vi när flaggning uppkommer för en part, närmare bestämt vilka finansiella instrument som är flaggningspliktiga. Vi studerar sedan regleringen av CFD i relation till flaggningsreglerna i brittisk rätt och mer perifert, amerikansk och finsk rätt. I kapitel 5 analyserar vi CFD-strategiers förenlighet med god sed på aktiemarknaden samt relevant praxis på området. I kapitel 6 diskuteras hur tyst stakebuilding med CFD förhåller sig till förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan, i svensk rätt och i tysk praxis. I kapitel 7 uppmärksammar vi legislativa utmaningar och de för- och nackdelar som finns för strängare reglering av CFD. I och med att EU-direktiv är under revidering kan EU:s ståndpunkt kring behandlingen av CFD komma att förändras. Vi beskriver vidare regleringen av CFD, främst i relation till flaggning, i ett urval av EU:s medlemsstater med viktiga kapitalmarknader. I kapitel 8 summerar och diskuterar vi vad som framkommit i framställningen.

2. Contracts for Differences (CFD)

CFD är ett kontrakt som sluts mellan två parter, tecknaren och utgivaren. Tecknaren, den finansiella investeraren, ingår ett derivatkontrakt med exempelvis en investmentbank, vanligen kallad utgivaren.⁹ Genom avtalsförhållandet exponeras tecknaren mot värdeförändringar i den underliggande tillgången och för detta betalar han en fast avgift till utgivaren. Värdet på ett CFD är direkt knutet till värdet på den underliggande tillgången, aktier, och används främst i spekulations- och riskhanterings syfte. CFD är vanligt förekommande vid spekulativa strategier för aktiehandel samt för att skapa positioner i bolag.¹⁰ CFD kan handlas med på reglerad marknad, dvs. börs eller handelsplattform (MTF) och utanför börsen (OTC-handlade).¹¹

CFD kan antingen vara kontantavräknade eller aktieavräknade.¹² Vid aktieavräknade CFD reglerar parterna sina mellanhavanden genom att utgivaren, vid avtalsperiodens slut, levererar ett antal aktier motsvarande värdet av kontraktet. Vid kontantavräknade CFD reglerar istället parterna sina mellanhavanden kontant. Det kan även avtalas att den med utgivaren vid avtalsperiodens slut kan välja mellan leveransavräkning och kontantavräkning. Vi behandlar i förevarande uppsats uteslutande kontantavräknade CFD.

2.1 Långa och korta positioner

I förhållande till kursen på den underliggande aktien tas en kort och en lång position. Den av parterna som tar den långa positionen spekulerar i en kursuppgång och den av parterna som tar den korta positionen spekulerar i en kursnedgång. Typiskt sett tar utgivaren den korta riskpositionen och tecknaren den långa riskpositionen.

Tecknaren står samma risk som om den ägt de underliggande aktierna och innehar de ekonomiska rättigheterna som är knutna till aktierna, inklusive rätt till utdelning samt rätt till eventuell värdeökning.¹³ Utgivaren intar motsatt position eftersom denne gynnas av att aktiepriset sjunker medan den måste kompensera tecknaren för värdeökningar och värdet av

⁹ Det förekommer på marknaden också andra instrument, framför allt s.k. swaps, med i huvudsak samma grundläggande villkor som CFD.

¹⁰ Andra instrument som används för att skapa positioner i bolag är sälj- och köpoptioner samt futures. *Optioner* är ett av de mest använda finansiella derivatinstrumenten som ger tecknaren rätt men ingen skyldighet att köpa alternativt sälja ett givet antal aktier vid en bestämd tidpunkt och till överenskommet pris.

Warranter fungerar på samma sätt som optioner men har vanligtvis längre löptid. Tecknaren ges möjlighet att dra vinning i kursrörelsen av den underliggande tillgången. Skillnaderna vid en jämförelse med CfDs är att för warranter är risken begränsad till den investeringen man gjort vid avtalets ingående samt att tecknaren förbinder sig att köpa de underliggande aktierna.

Terminskontraktet *mini-futures* påminner om CfDs, skillnaderna är först och främst att det finns en rätt att förvärva/sälja de underliggande aktierna vid mini-futures och avräkningen vid mini-futures sker på daglig basis medan vid CFD vanligtvis kontinuerligt eller vid avtalets slut.

¹¹ Handel utanför börsen kallas *over-the-counter-trade* (OTC-handel). Två parter ingår avtal om förvärv av aktier eller andra finansiella instrument. OTC-handel i princip inte är föremål för reglering. EU-kommissionen har dock förslagit, sedan i september 2010, att införa obligatorisk clearing av OTC-derivat samt att införa Central Clearing Parties (CCP). *Finansmarknadens rapport nr 5*, Central motparts clearing av OTC-derivat s. 7.

¹² Cash-settled eller settled in-kind/delivery-settled.

¹³ Vanligtvis ger finansiella instrument inte rätt till utdelning.

eventuella utdelningar. Emellertid är utgivare vanligtvis inte så riskbenägna att de väljer att stå den finansiella risken för en värdeökning av de underliggande aktierna eller en utdelningsrätt. Följaktligen väljer utgivare vanligtvis att *hedga* sitt innehav genom att köpa de underliggande aktierna.¹⁴ En alternativ metod för hedging är att utgivaren i sin tur ingår CFD med en tredje part och därmed själv inta lång riskposition; utgivaren har därmed neutraliserat risken genom att ta en lång riskposition och en kort riskposition.¹⁵ Banken kan således inte göra förtjänst eller förlust på aktiernas kursupp- eller nedgång utan de ekonomiska incitament för banken att utge CFD är den fasta avgift som den får av tecknaren.

2.1.2 Hävstångseffekt

CFD ger tecknaren möjlighet att uppnå en hävstångseffekt, då den endast ställer säkerhet i form av kapital som motsvarar en del av det totala värdet på den underliggande aktiestocken.¹⁶ Trots att tecknaren inte behöver säkerställa hela kapitalet får denne ta del av hela vinsten eller förlusten.

2.2 Villkor

2.2.1 Löptid

Kontrakten kan vara tillsvidarekontrakt eller ha en bestämd löptid, vanligtvis tre eller sex månader.¹⁷

2.2.2 Kontantavräkning

Vid både CFD där parterna avtalat om aktieavräkning och CFD där utgivaren kan välja mellan aktieavräkning och kontantavräkning föreligger en risk för att instrumenten omfattas av flaggningsbestämmelserna. Har parterna avtalat om aktieavräkning omfattas CFD av flaggningsplikt medan CFD med kontantavräkning inte är flaggningspliktiga instrument. Således avtalas det regelmässigt om att avtalet ska avvecklas med kontantavräkning, utan någon möjlighet till leveransavräkning.

2.2.3 Rösträtt

Om utgivaren har förvärvat de underliggande aktierna har tecknaren varken rätt att påverka hur utgivaren ska utöva sin rösträtt eller rätt att bestämma till vem de underliggande aktierna ska säljas under avtalstiden eller då kontraktet gått till ända.

¹⁴ Antingen förvärvas hela eller delar av aktiestocken som är föremål för CFD.

¹⁵ Går aktien ner i värde ska den kompensera tredje part men får samtidigt kompensation från "sin egen tecknare" med lång riskposition, går aktien upp i värde får den kompensation från den med kort riskposition men denna vidareöverläts till "sin egen tecknare" som står den långa positionen.

¹⁶ Det investerade kapitalet motsvarar vanligen från fem till trettio procent av värdet på den underliggande aktiestocken. Det här är vad som kallas att handla på marginalen, *trading on the margin*, som betyder att man handlar på en säkerhet som är tänkt att motsvara den kalkylerade risk som instrumentet är förknippat med.

¹⁷ Det är i regel den med lång position som har uppsägningsrätt men i vissa fall kan avtalet sägas upp av den med kort position. Ett exempel på en sådan uppsägningsrätt är om den med kort position, banken, är i likvidation. Se exv. AMN 2008:47, CayTel-fallet: Kaupthing, som var investmentbanken med den korta positionen, trädde i likvidation och då valde likvidatorn att omedelbart säga upp avtalen med CayTel som innehade den korta positionen i avtalet.

2.2.4 De facto kontroll

Trots att tecknaren inte har någon legal rätt att påverka hur utgivaren disponerar över aktierna kan tecknaren utöva *de facto-kontroll* över de aktier som utgivaren innehar.¹⁸ Med begreppet avses dels kontroll över rösträtten knuten till aktierna, dels kontroll över aktierna pga. avskärmning från den fria massan. Dessutom är det sannolikt att en försäljning av aktierna kommer ske på tecknarens begäran vid avtalets slut.¹⁹

Utgivaren kan i välja att rösta i enlighet med tecknarens vilja eller att inte rösta alls. Vanligtvis har banker som policy att de rösträtter som är knutna till aktier som är föremål för CFD inte utnyttjas över huvud.²⁰ Utgivaren kan välja att på eget bevåg agera i enlighet med tecknarens vilja, i syfte att vårda kundrelationen, eller i enlighet med en underförstådd eller en uttrycklig överenskommelse med tecknaren.

Det är sannolikt att utgivaren vid avtalstidens slut säljer aktierna till tecknaren eftersom utgivaren i annat fall utsätts för marknadsrisk och ådrar sig transaktionskostnader för att finna en annan investerare att sälja aktierna till.²¹ Det kan dessutom presumeras att tecknaren vill förvärva aktierna vid avtalets slut. En sådan försäljning till tecknaren förutsätter givetvis att aktierna stannar i utgivarens ägo under avtalstiden.

2.2.5 Separation av de ekonomiska rättigheterna och rösträtten

Genom CFD skapas en separation av de ekonomiska rättigheterna och rösträtten som är knutna till de underliggande aktierna i ett bolag.²² Utgivaren behåller rösträtten som är knuten till aktierna medan tecknaren innehar de ekonomiska rättigheterna och står den ekonomiska risken. När en part, liksom utgivaren, inte har ett ekonomiskt intresse i ett bolag men har rätt att utöva inflytande i detta talar man om en frikopplad rösträtt, s.k. *empty voting*.²³ Eftersom marknaden presumerar att den som är aktieägare också står den ekonomiska risken kan förhållandet vid CFD vara vilseledande för marknadsaktörerna och leda till felaktiga analyser av bolaget och ägarförhållandena.

2.3 Fördelar med att handla i CFD

Den risk som tecknaren står med hänsyn till det underliggande värdet av aktierna hade tecknaren stått även om den köpt aktierna. Vid CFD tillkommer dessutom, såsom beskrivits ovan, en fast avgift till utgivaren under avtalstiden. Riskexponeringen mot de underliggande aktierna är således inte i sig orsaken till varför en investerare väljer att handla med CFD. Ett urval av fördelarna med CFD-handel, både för tecknare och utgivare, följer nedan.

(i) Hävstångseffekten innebär att en liten procentuell förändring i aktiepriset kan resultera i en stor procentuell förtjänst (eller förlust) av insatsen som krävs för att ingå ett CFD.

¹⁸ De facto kontrollrätt kan även benämnas negativ kontrollrätt.

¹⁹ Knuts, Mårten, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden* s. 318

²⁰ Detta är s.k. ägarpolicy som de allra flesta institutionella investerare har. De kan även ange att de alltid röstar på ett visst sätt vad gäller vissa frågor.

²¹ Dessa banker och de avdelningar som sköter dessa avtal har inget intresse av att spekulera i aktiernas eventuella upp- eller nedgång, deras affärsverksamhet består av de tjänster de förmedlar.

²² Benämns även "decoupling" i internationell doktrin. Se bl.a. Henry Hu och Bernard Black, *The new vote buying: Empty Voting and Hidden (morphable) Ownership*, Southern California Law Review.

²³ Knuts s. 318 Not 1050.

(ii) CFD möjliggör spekulation i ett stort antal tillgångar, exempelvis aktier, valutor och råvaror. Investeraren kan spekulera i så väl fallande som stigande kurser på de underliggande tillgångarna eftersom CFD förutsätter att avtalsparterna tar en kort respektive lång position.

(iii) Eftersom ekonomiska positioner inte omfattas av informationskraven om ägarförändringar i bolag kan tecknaren genom CFD uppnå ett ekonomiskt intresse i ett bolag utan att behöva informera marknaden, s.k. *hidden ownership*. En särskild *hidden ownership*-strategi kallas *creeping takeover strategy*. Denna strategi innebär att aktören, inför ett förestående förvärvsförsök, placerar aktier hos utgivare med hjälp av CFD. Härigenom kan tecknaren försvåra för konkurrerande budgivare och göra ekonomiska förtjänster, såsom att påverka lägsta legala pris i ett budpliktsbud.²⁴ I syfte att utgivaren inte ska åläggas flaggningsplikt vid *creeping takeover*-strategier ingås CFD ofta med ett flertal olika utgivare.

3. Budplikt

Budplikt innebär en skyldighet för en aktör som uppnår 30 procent av det totala röstetalet i ett bolag att lämna ett offentligt uppköpserbjudande. CFD kan användas för att undvika eller senarelägga denna plikt.

3.1 Budpliktens syften

Budpliktens övergripande syfte är skydda minoritetsaktieägare och uppnå likabehandling av aktieägarna.²⁵ Genom budplikten ges aktieägare en möjlighet att göra exit, d.v.s. en möjlighet att sälja sitt innehav när en aktör uppnår en kontrollägarposition i ett noterat bolag.²⁶ Exitmöjligheten motiveras av risken för att ett kontrollägarskifte är till nackdel för aktieägarminoriteter och att en ny kontrollägare kan komma att utnyttja sin position och skada minoritetsägare.²⁷

Den aktiemarknadsrättsliga principen om likabehandling av aktieägare understödjer budpliktsbestämmelsen och innebär att en budgivare i en budsituation måste behandla samtliga aktieägare i målbolaget lika.²⁸ Principen kommer bl.a. till uttryck i Takeoverreglernas bestämmelser om för- sido- och efteraffärer. Dessa stadgar att budpliktsbudets pris inte får underskrida det högsta pris som betalats för en aktie i målbolaget under en tidperiod på sex månader innan budet, vid sidan om budet eller sex månader efter budet.²⁹ Ytterligare ett

²⁴ Se avsnitt Otillbörlig marknadspåverkan

²⁵ Takeover-direktivet 2004/24/EG, art 5.1. samt p 9 pre-ambeln. Se även Se Stattin s. 422 f.

²⁶ Stattin s. 416.

²⁷ Stattin s. 427 ff. Vidare kan en ny kontrollägare tänkas driva bolaget i en riktning som vissa aktieägare inte stödjer. Dessutom finns möjligheten att en ny kontrollägare efter ett bud med god anslutning ämnar avnotera bolaget, efter avnotering har ju aktieägaren inte längre möjlighet att sälja sitt innehav på marknaden.

²⁸ Allmänna principer Art 3.1.a.samt Skog, Does Sweden need a mandatory bid rule? A critical Analysis, avs. 6.1.

²⁹ Förvärv före erbjudandet II.13, Förvärv under erbjudandet II.14. Förvärv efter erbjudandet II.15. Takeover-reglerna.

utflöde av principen är att alla aktieägare ges rätt att ta del av den budpremie som regelmässigt utgår vid offentliga uppköpserbudanden.³⁰

3.2 Lagen om offentliga uppköpserbudanden

3.2.1 Bakgrund

Reglerna om budplikt återfinns i lagen om offentliga uppköpserbudanden³¹ (LUA), vilken är en implementering av art. 5 i 2004/25/EG om Takeoverdirektivet.³²

Marknadseffekter av budpliktregeln är att det blir dyrare att förvärva kontrollägarposter eftersom en potentiell budgivare måste kunna finansiera ett förvärv av hela bolaget.³³ Budpliktsregeln har vidare en handlingsdirigerande och till viss del avskräckande effekt då det inte är möjligt att uppnå eller överskrida 30 procentgränsen utan att åläggas budplikt.³⁴

3.2.2 När utlöses budplikt?

Då en juridisk eller en fysisk person uppnår 30 procent eller mer av det totala röstetalet i ett bolag är denne skyldig att lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende samtliga aktier i bolaget.³⁵ Budgivaren är skyldig att åta sig att följa marknadsplatsens regler och tillhörande sanktioner i samband med ett sådant erbjudande.³⁶

I vissa fall då budplikt inträder men där omständigheterna inte överensstämmer med budpliktens syfte och är alltför betungande för den budpliktige, har denne möjlighet att ansöka om dispens från budplikt hos aktiemarknadsnämnden.³⁷

³⁰ Stattin s.424 f. Budpremien är skillnaden mellan aktiekursen och det högre pris som budgivaren erbjuder för kontrollposten.

³¹SFS 2006:451.

³² I svensk reglering fanns det dessförinnan ett regelverk om budplikt i Näringslivets Börskommittés (NBK) regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv, men NBK:s regler är nu obsoleta. Stattin s 415.

³³ Stattin s. 417.

³⁴ Stattin s. 420.

³⁵ 3 kap. 1 § LUA

Den som inte innehar några aktier eller innehar aktier som representerar mindre än tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i ett sådant bolag som avses i andra stycket och genom förvärv av aktier i bolaget, ensam eller tillsammans med någon som är närstående enligt 5 §, uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget ska

1. omedelbart offentliggöra hur stort hans eller hennes aktieinnehav i bolaget är, och

2. inom fyra veckor därefter lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende resterande aktier i bolaget (budplikt).

Första stycket gäller vid förvärv av aktier i ett svenskt aktiebolag vars aktier är noterade vid en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad.

I 4 § finns bestämmelser om att Finansinspektionen kan besluta att budplikten ska fullgöras av annan än vad som följer av denna paragraf.

³⁶ 2 kap. 1§ 1 st. LUA

³⁷ Det finns grunder som, mer eller mindre, regelmässigt innebär beviljad dispens från erbjudandeplikten av AMN. Dessa är bl.a. Emission som ett led i rekonstruktion (se bl.a. AMN 2010:18), Emissionsgarantier (se bl.a. AMN 2009:26), Apportemission vid förvärv (se bl.a. AMN 2010:1) och andra skäl som kan innefatta exv. koncernintern överlåtelse, och slutligen - inget egentligt kontrollägarskifte (se bl.a. AMN 2010:4, AMN 2009:24).

3.2.3 Definitiva aktieförvärv

För att budplikt ska uppkomma krävs ett definitivt förvärv av aktierna i det aktuella bolaget. Med förvärv av aktier avses alla övergångar av aktier, dvs. köp, gåva och familjerättsliga fång.³⁸ Att förvärvet ska vara definitivt innebär att en fullständig äganderättsövergång ska ha skett. Är förvärvet villkorat av någon omständighet som budgivaren inte kan råda över anses ett förvärv inte ha skett.³⁹ Varken köpoptioner, derivat eller konvertibler tas med i beräkningen för om budpliktsgränsen överskridits.⁴⁰

3.3 Närståendebegreppet i LUA

Aktieinnehavet för parter som är närstående i LUA:s mening ska konsolideras. Det innebär att två närstående parter vars sammanlagda innehav uppgår till tre tiondelar av röstetalet i ett bolag är skyldiga att lämna ett offentligt uppköpserbjudande, LUA 3 kap 2 §.⁴¹

Närståendebegreppet klargörs i LUA 3 kap 5 § och i det följande ges en redogörelse för de närståendesituationer som definieras i paragrafen och som typiskt sett kan tänkas uppstå i samband med en förvärvssituation. Således bortses från punkterna 1-3 i paragrafen.⁴²

3.3.1 LUA 3 kap 5 § 4 p

En närståendesituation som innebär att parternas innehav ska konsolideras beskrivs i LUA 3 kap 5 § 4 p, vilken handlar om överenskommelser mellan två eller flera parter, 3 kap 5 § 4 p.⁴³ Överenskommelsen, som kan vara skriftlig eller muntlig, ska ha till syfte att parterna ska inta en *långsiktig* gemensam hållning för att uppnå ett *bestämmande inflytande* över bolagets förvaltning.⁴⁴ Med bestämmande inflytande över bolagets förvaltning åsyftas ett samordnat utövande av rösträtten, kvalificerat till att utse en majoritet av styrelseledamöter i styrelsen.⁴⁵ Ett typfall är avtal om samordnat utövande av rösträtt, exempelvis genom aktieägaravtal.⁴⁶

³⁸ Stattin & Broneus s. 43. Förvärv som inte är definitiva innebär *normalt* inte heller att de omfattas av närstående-reglerna, något som vi senare utförligt kommer analysera.

³⁹ Prop. 2005:06 s. 100. Det kan exempelvis röra sig om ett villkor som kräver att bolaget kommer att erhålla tillstånd från konkurrensmyndighet.

⁴⁰ Prop. 2005:06 s. 101. Det är dock självklart en annan sak om optionerna eller konvertiblerna utnyttjas och därmed omvandlas till aktier, de ska då användas i beräkningen av procentsatsen.

⁴¹ I 3 kap. 2 § 2 st. finns bestämmelser om vem som faktiskt får fullgöra budplikten av parterna.

⁴² Härvid bortses från situationer där de närstående parterna är besläktade eller har andra dylika band, dvs. LUA 3 kap 5 § 1-3 pp.

⁴³ 3 kap 5 §

Vid tillämpningen av 1 § ska som närstående anses

1. företag inom samma koncern som förvärvaren,
2. make eller sambo till förvärvaren,
3. barn till förvärvaren som står under förvärvarens vårdnad,
4. den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, samt
5. någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget. (vår kursivering)

⁴⁴ Prop. 2006:06 s. 106.

⁴⁵ Prop. 2005:06 s. 106.

⁴⁶ Aktieägaravtal av detta slag anses ofta bilda ett enkelt bolag, vilket, ur takeover-reglernas aspekt, endast är intressant pga. det torde innebära att budplikten bortfaller när det enkla bolaget upphör, Stattin, s. 175

Kravet på förhandenvaron av ett uttryckligt avtal gör att kravet på överenskommelsen får anses vara förhållandevis högt ställt.⁴⁷ Enligt takeover-direktivet kan även underförstådda avtal vara tillräckligt men sådana underförstådda avtal nämns inte i de svenska förarbetena till LUA.⁴⁸

3.3.2 Kravet på muntlig eller skriftlig överenskommelse

I Scania/MAN-ärendet fick Finansinspektionen anledning att ta ställning till innehållet i begreppet samarbete i syfte att uppnå kontroll. Frågan som uppkom var om Volkswagen och MAN kunde betraktas som närstående pga. Volkswagens betydande aktieäggande i MAN.⁴⁹ Volkswagen och MAN anförde att ett kvalificerat närståendeförhållande kräver att det föreligger ett uttryckligt samarbete. Finansinspektionen yttrade i sitt beslut:

”FI kan först konstatera att den aktuella bestämmelsen avser att parterna ”samarbetar” och att det enligt uttalanden i förarbetena talas om en ”skriftlig eller muntlig överenskommelse att samarbeta” (prop. 2005/06:140, s. 106). I artikel 2.1 i Takeover-direktivet⁵⁰, som behandlar definitioner och till vilken förarbetena också hänvisar, anges emellertid, i punkten d), att det är fråga om samarbete ”på grundval av ett uttryckligt eller *underförstått*, muntligt eller skriftligt avtal...”. Någon motsvarande definition har inte tagits in i den svenska lagstiftningen. Det framgår inte heller i övrigt av förarbetena varför lagstiftaren i sina motiv till lagen inte nämner direktivets hänvisning till underförstådda avtal. Det är dock FI:s uppfattning att lagen bör tolkas på ett sätt som är i linje med EG-rätten och att sådana samarbeten som avses i 3 kap. 5 § 5 LUA omfattar även underförstådda överenskommelser mellan två parter.”⁵¹

Uttalandet lämnar visst utrymme för att även underförstådda avtal torde omfattas av närståendebestämmelsen, vilket innebär viss lättnad i kraven på förekomsten av överenskommelse.

3.3.3 Långsiktighet

Långsiktighetsrekvisitet innebär att avtalsförhållandet inte endast får vara tillfälligt utan ska sträcka sig längre än ett verksamhetsår.⁵² Avtalet behöver, enligt doktrin, inte faktiskt fortgå under en längre tid, utan det räcker med att avtalet är av sådan karaktär att det typiskt sett får antas fortgå långsiktigt.⁵³ Bedömningen är objektiv och hänsyn till parternas avsikt eller faktiskt utövande av kontroll i det enskilda fallet ska inte beaktas.⁵⁴

⁴⁷ Prop. 2005:06 s. 105.

⁴⁸ Takeoverdirektivet 2004/25/EG *Samverkan* tas upp framförallt i punkten d) art. 2.

⁴⁹ *Stattin* s. 177.

⁵⁰ *Takeoverdirektivet art. 2.1 d*;

Fysiska eller juridiska personer som samarbetar med budgivaren eller målbolaget på grundval av ett *uttryckligt*, eller *underförstått*, muntligt eller skriftligt avtal som syftar antingen till att uppnå kontroll över målbolaget, eller till att försvåra ett framgångsrikt genomförande av erbjudandet.

⁵¹ Dnr 08-6037 s. 3.

⁵² Prop. 2005:06 s. 106.

⁵³ *Stattin* s. 175.

⁵⁴ *Stattin* s. 176.

3.3.4 Avtalsvillkoren

Enligt Finansinspektionen kan enbart det förhållandet att det upprättats ett CFD mellan två parter avseende aktier i ett målbolag inte per automatik medföra att parterna anses som närstående. Däremot kan det i ett CFD finnas villkor som leder till bedömningen att ett närståendeförhållande har uppstått, i LUA:s mening.⁵⁵

3.3.5 Bestämmande inflytande över bolagets förvaltning

AMN 2010:13 är ett typfall av när ett långsiktigt, genom avtal, samordnat utövande av rösträtt utgör ett närståendeförhållande enligt 3 kap 5 § 4 p LUA. I fallet hade två parter, huvudaktieägarna och Fouriertransform AB, ingått ett aktieägaravtal som stadgade hur de skulle rösta i vissa frågor som rörde NovoCast Technologies AB (målbolaget). Avtalet reglerade bl.a. röstning kring väsentlig ändring, utvidgning eller inskränkning av bolagets verksamhet, vinstutdelning, ändring av aktiekapital, likvidation samt aktierelaterade incitamentsprogram för personal och ledning. Vidare hade Fouriertransform rätt att utse en till två av de totalt fem ordinarie styrelseledamöterna i målbolagets styrelse. Följaktligen hade Fouriertransform och huvudaktieägarna tillsammans rätt att utse en majoritet av styrelsen.

Sammantaget förelåg det ett skriftligt avtal som gav huvudaktieägarna och Fouriertransform rätt att utse en majoritet av styrelseledamöterna. Dessutom var långsiktighetsrekvisitet uppfyllt eftersom avtalet reglerade åtgärder som typiskt sett är av långsiktig karaktär, såsom ändring av bolagets verksamhet och incitamentsprogram. AMN kom således fram till att avtalet konstituerade ett närståendeförhållande enligt 3 kap 5 § 4 LUA.

3.3.6 Vad utgör inte bestämmande inflytande?

I AMN 2009:18 uppkom frågan om närståendeförhållande enligt p 4 skulle anses ha uppstått i en situation när ett bankkonsortium kvittade delar av sina fordringar mot aktier i bolaget. Efter kvittningsemissionen skulle parternas konsoliderade innehav överskrida budpliktsgränsen. AMN lade i sin bedömning vikt vid att konsortiet endast hade rätt att utse en minoritet av styrelseledamöterna i syfte att säkerställa kompetensen i styrelsen och främst hade som syfte att säkerställa och förbättra sina fordringar mot bolaget.⁵⁶ Det var således inte fråga om en långsiktig samverkan i syfte att kontrollera förvaltningen i bolaget.⁵⁷

3.4 LUA 3 kap 5 § 5 p

3 kap 5 § 5 p är endast tillämplig vid förvärvssituationer och förutsätter att det finns en skriftlig eller muntlig överenskommelse, mellan förvärvaren och en eller flera juridiska eller fysiska personer som syftar till samarbete för att uppnå kontroll över bolaget.⁵⁸ Med *kontroll* avses ett aktieinnehav som tillsammans uppnår tre tiondelar av röstetalet.⁵⁹ Att det krävs en

⁵⁵ FI Dnr 09-533 s 5.

⁵⁶ "Avtalet avses emellertid innehålla bl.a. den begränsningen att det endast ska avse en minoritet av styrelsens ledamöter. I linje med uttalandena i förarbetena kan avtalet därigenom inte anses ge upphov till ett sådant närståendeförhållande som avses i p. 4."

⁵⁷ Stattin s. 177.

⁵⁸ Prop. 2005:06 s. 106.

⁵⁹ Prop. 2005:06 s. 106.

överenskommelse om samverkan i 5 p kommer inte till uttryck i lagen men kravet återfinns i förarbetena.⁶⁰

Bedömningen i 3 kap 5 § 5 p är subjektiv, vilket kan föranleda större bevisvårigheter i jämförelse med den i huvudsak objektiva bedömningen i 3 kap 5 § 4 p. Ur de faktiska omständigheterna kan man dra slutsatser vad det subjektiva syftet var med överenskommelsen. Föreligger inget gemensamt syfte att ta kontroll över bolaget så ska inte budpliktsreglerna aktualiseras, alternativt ska dispens medges av AMN.⁶¹

3.4.1 Närstående enligt utländsk rätt

Det ligger närmast till hands att likna närståendebegreppet i utländsk rätt vid närstående enligt 3 kap 5 § 5 p. Rekvisiten i närståendeparagraferna i utländsk rätt liknar de i 3 kap 5 § 4 p och utgångspunkten är en subjektiv bedömning av parternas faktiska handlande. I huvuddrag krävs för närståenderelationer att det föreligger ett avtal vilket har som syfte att uppnå kontroll.

3.4.1.1 Närstående enligt brittisk rätt

I brittisk rätt talar man om att parter handlar *in concert*. Det ligger nära till hands att likna detta begrepp vid närståendeförhållandet enligt 3 kap 5 § 5 p. Definitionen av samverkan har sin utgångspunkt i Takeoverdirektivet och Takeoverkoden och tar sikte på både samverkan i syfte att uppnå kontroll i bolaget och samverkan i syfte att förhindra eller försvåra ett takeover-erbjudande.⁶² I Takeoverkoden definieras en part som handlar *in concert* såsom:

*"... person who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company."*⁶³

En part som är att anse som acting in concert ska informera om innehav genom finansiella

⁶⁰ Prop. 2005:06 s. 106.

⁶¹ Se nedan under Seadrill-fallet där man konstaterade närståendeförhållande trots att gemensamt syfte inte förelåg.

⁶² Ytterligare mer klara fall av när parter acting in concert finns i Takeover-code art. 9, exv koncerner:

Definitionen till *Takeover-code art. 9*

(1) a company, its parent, subsidiaries, and their associated companies, and companies of which such companies are associated companies, all with each other (for this purpose ownership or control of 20 % or more of the equity share capital of a company is regarded as the test of associated company status);
(2) a company with any of its directors (together with their close relatives and related trusts);
(3) a company with any of its pension funds and the pension funds of any company covered in (1);
(4) a fund manager (including an exempt fund manager) with any investment company, unit trust or other person whose investments such fund manager manages on a discretionary basis, in respect of the relevant investment accounts;
(5) a connected adviser with its clients and, if its client is acting in concert with an offeror or with the offeree company, with that offeror or with that offeree company respectively, in each case in respect of the interests in shares of that adviser and persons controlling, controlled by or under the same control as that adviser (except in the capacity of an exempt fund manager an exempt principal trader); and
(6) directors of a company which is subject to an offer or where the directors have reason to believe a bona fide offer for the company may be imminent.

⁶³ Definitionen till Takeover-code art. 9.

instrument i målbolaget när det offentliga uppköpserbudandet har lämnats.⁶⁴ Under erbjudandeperioden, dvs. från den tidpunkten då potentiell budgivare har identifierats ska alla dess finansiella instrument informeras om. För budgivaren gäller det så fort denne är identifierad.⁶⁵ För målbolaget gäller det när det offentliga uppköpserbudandet har lämnats.⁶⁶ Alla andra parter ska upplysa om innehav i målbolaget genom finansiella instrument om de motsvarar en procent eller mer av det totala innehavet i målbolaget.⁶⁷

3.4.1.2 Närstående enligt finsk rätt

Närståendebegreppet enligt finsk rätt bedöms med utgångspunkt i begreppet *faktiskt bestämmande inflytande*. Huruvida ett sådant föreligger bedöms i enlighet med närståendeparagrafen. Närståendeparagrafen stadgar att parter som handlar i samförstånd, baserat på ett uttryckligt skriftligt avtal eller en underförstådd viljeförklaring utan ett formellt avtal, är att anse som närstående.⁶⁸ Utgångspunkten är parternas faktiska handlande och handlingarnas påverkan på minoritetsaktieägarnas position måste beaktas.⁶⁹

Finska VpmL är för närvarande under granskning och det har utarbetats ett utkast till Nya VpmL. Lagförslaget innebär förtydliganden angående huruvida CFD ska omfattas av och konsolideras med en aktörs faktiska aktieinnehav vid beräkningen av om budpliktsgränsen uppnåtts. Initiativet till Nya VpmL har tagits på grund av den ökade användningen av derivat med anknytning till bud.⁷⁰ Närstående-paragrafen har utsträckts och lagstiftaren nämner särskilt att konsolidering ska ske av aktier vilkas rösträtt aktieägaren enligt avtal eller något *annat arrangemang* har rätt att utnyttja eller styra.⁷¹ Nya VpmL syftar till att förenkla konstaterande av närståendeförhållande vid ett CFD-upplägg om en investerare har *de facto* kontroll över aktierna, vilket *typiskt sett* är fallet vid takeover-situationer.

Finska finansinspektionen har vidare publicerat en informell tolkning kring huruvida CFD omfattas när tröskelvärdet för budplikt beräknas.⁷² Finska finansinspektionen uttalande sä-

⁶⁴ Takeover-code art. 8.4.

⁶⁵ Takeover-code art. 8.1.

⁶⁶ Takeover-code art. 8.2.

⁶⁷ Takeover-code art. 8.3.

⁶⁸ Fi Standard 5.2c kap. 7 p. 27

⁶⁹ Fi Standard 5.2c kap. 7 p.26

⁷⁰ Knuts, Mårten e-mail-korrespondens

⁷¹ *NVpmL kap. 9 § 19, Beräkning av röstandel:*

Till en aktieägares röstandel hänförs

1) aktier som aktieägaren äger

2) aktier som aktieägaren äger tillsammans med andra personer

3) aktier som aktieägaren eller en person som agerar i samråd med aktieägaren äger tillsammans med någon annan, samt

4) aktier vilkas rösträtt aktieägaren enligt avtal eller något annat arrangemang har rätt att utnyttja eller styra (vår kursivering)

Vid beräkning av en aktieägares röstandel beaktas inte röstbegränsning som baserar sig på lag eller bolagsordningen eller på något annat avtal. I bolagets sammanlagda röstetal beaktas inte röster som hänför sig till aktier som innehas av bolaget eller av ett företag eller en stiftelse där bolaget har bestämmande inflytande.

Frågan om de i 1 mom. Avsedda personernas, företagens eller stiftelsernas skyldighet att ge anbud ska i oklara fall avgöras av Finansinspektionen.

⁷² Finska Fi hemsida, *Derivatkontrakt kan ge upphov till bud- och flaggningsplikt.*

ger att det är möjligt att utöva en *faktiskt bestämmande inflytande* över de underliggande aktierna som CFD härleds till.

Det är irrelevant om det är fråga om CFD med kontant- eller aktieavräkning. Avgörande är huruvida tecknaren kan utöva faktiskt bestämmande inflytande eller inte över aktierna. Marknadsaktörer råds att kontakta finska finansinspektionen innan de ingår derivatkontrakt där underliggande aktier och eventuellt faktiskt aktieinnehav motsvarar 30 procent av det totala röstetalet, varefter en bedömning görs i varje enskilt fall. Uttalandet är dock endast rådgivande och frågan är hur aktörerna kommer förhålla sig till det. Kan man likna rekommendationen vid den svenska god sed på aktiemarknaden, är det högt sannolikt att aktörerna kommer att följa rekommendationen, för att inte skada förtroendet för marknaden.

3.4.1.3 Närstående enligt norsk rätt

Norska Verdipapirhandelloven stadgar att konsolidering ska ske pga. närståendeförhållande om en relation föreligger som innebär ett förpliktande samarbete.⁷³ I norsk rätt föreligger ett implicit krav på långsiktigt samarbete i syfte att uppnå kontroll över ett bolag i en förvärvssituation⁷⁴. Ett kortare samarbete kan förvisso räcka, såvida att syftena bakom budplikt åsidosatts samt att avtal ingåtts för att försvåra eller hindra en konkurrerande budgivare. Det krävs då att den konkurrerande budgivaren påverkas av de närstående parternas avskärmning av aktier från den fria massan.⁷⁵ Samarbetet behöver inte vara långsiktigt, det räcker att effekten av avskärmningen är långsiktig.⁷⁶

Kraven på att ett avtal ska föreligga är något lägre i norsk rätt än i svensk. Gemensamma intressen och parallella handlingar konstituerar inget avtal men ett konkludent avtal är tillräckligt. Vidare måste parternas samarbete uppfattas som förpliktigande.⁷⁷

3.4.1.3.1 Seadrill-fallet

I Seadrill-fallet⁷⁸ behandlades huruvida TRS-avtal⁷⁹ medförde ett närståendeförhållande mellan TRS-avtalets parter, Seadrill och Carnegie (banken), i samband med uppköpet av målbolaget Eastern. Ett annat bolag hade lagt ett frivilligt offentligt uppköpserbud som inte nådde upp till tillräcklig anslutningsgrad, pga. att Seadrill avskärmat aktier från den fria massan genom TRS-avtalet. I målet tog domstolen sin utgångspunkt i en ändamålstolkning av

⁷³ Definitionen på närstående i relation till budplikt finns i § 1-4 punkten 5 i *Verdipapirhandelloven* och lyder: "någon som antas ha en relation som innebär ett förpliktande samarbete."

⁷⁴ NOU 1996:2 p. 9.3.7

⁷⁵ Med avskärmning menas att parterna genom CfD-upplägg avskärmar aktier från den fria massan på marknaden på så vis att de är föremål för CfDs.

⁷⁶ Seadrill-fallet, Tingsrätten, s. 29: "Der en dominerende aksjonær inngår en avtale for å vanskeliggjøre eller hindre en utfordrer i å erverve en kontrollerende posisjon i selskapet, antar tingretten at også et kortvarig samarbeid kan føre til konsolidering. Det behøver ikke vare lenger enn utfordringen selv. Samarbeidet har ikke vart lenge, men den tilsiktede virkning er langsiktig."

⁷⁷ Detta är den norska domstolens tolkning av vad som avses med avtal enligt förarbetena till *Verdipapirhandelloven* i det norska Seadrill-fallet, vad gäller frågan huruvida ett närståendeförhållande föreligger i en förvärvssituation.

⁷⁸ Målnr. Tingsrätten: 07-039572TVI-OTIR/08. Målnr. Lagmannsretten: 08-027119ASI-BORG/03

⁷⁹ Total return equity swaps är snarlika CFD.

den norska närståenderegeln och inskräppte att det inte ska gå att kringgå takeover-reglerna genom att låta någon annan agera i budgivarens ställe.⁸⁰

3.4.1.3.1.1 Närstående trots avsaknad av gemensamt syfte

Med hänsyn till närståendebegreppet konstaterade domstolen att ett närståendeförhållande förelåg, eftersom uppträddandet var koordinerat, baserat på avtal och hade som syfte att utöva kontroll över bolaget. Seadrill och banken hade därför, i enlighet med Verdipapirhandelloven, ett förpliktande samarbete varför deras innehav skulle konsolideras.⁸¹ Dessa av den norska domstolen uppställda kriterierna för närståendeförhållande liknar de i 3 kap 4 § 5 pp LUA.⁸²

Med hänsyn till frågan om avtalets syfte konstaterade domstolen särskilt att samarbete i syfte att uppnå kontroll även innefattar samarbete som hindrar eller försvårar andras försök till att förvärva en kontrollpost. Seadrill uppnådde en effektiv avskärmning av aktierna i förhållande till andra, s.k. de facto kontroll. Dessutom konstaterades att det är tillräckligt att ena parten har som syfte att uppnå kontroll eller försvåra för konkurrerande budgivare och att den andra parten har eller bort ha vetskap om detta syfte.⁸³ Parterna i Seadrill-fallet hade en gemensam uppfattning om att aktierna skulle undanhållas den konkurrerande budgivaren.

3.4.1.3.1.2 Avskärmning och CFD var mer än finansiell position

Med hänsyn till frågan om avskärmning konstaterade domstolen slutligen att den som samarbetar med annan part vid aktieförvärv i syfte att parkera aktier så att de inte längre blir tillgängliga för andra ska anses utöva rättigheterna som är knutna till aktierna. Det egna relativa inflytandet ökar i relation till de aktier som inte avskärmats från den fria massan.⁸⁴ Avskärmningen innebar att grundläggande syften bakom budpliktsbestämmelsen åsidosattes.⁸⁵ Aktieägarnas exit och möjlighet att ta ställning till erbjudande från den konkurrerande budgivaren försvårades, eftersom Seadrill redan begränsat den anslutningsgrad som den konkurrerande budgivaren maximalt kunde uppnå.

Banken som förvärvat de underliggande aktierna hade fri dispositionsrätt över de underliggande aktierna och kunde därför inte bara rösta för dem utan också sälja, låna ut eller pantsätta dem. Denna omständighet talade för att Seadrills position endast var finansiell.

⁸⁰ Verdipapirhandelloven 6-5. Konsolidering

⁸¹ Seadrill är ett stort oljeföretag, noterat på Oslo-börsen. Hösten 2006 offentliggjorde bolaget att de hade förvärvat en ägarandel på 40,05 procent av aktierna i bolaget Eastern (Eastern Drilling ASA). I norsk rätt så träder budplikten in vid 40 procent av röstvärdet i bolaget. Erbjudandet ska vara minst lika högt som det högsta vederlag bolaget har betalat, för en aktie i bolaget, under den sexmånadersperiod som föregår budplikten. Seadrill erbjöd 92 kr per aktie.

⁸² Seadrill-fallet Tingsrätten, s. 24

⁸³ Seadrill-fallet, Tingsrätten s. 35.

⁸⁴ Seadrill-fallet, Tingsrätten, s. 27

⁸⁵ Syftena är främst att säkerställa aktieägarna en möjlighet till exit vid kontrollägarskifte, och att säkerställa likabehandling av aktieägarna, inbegripet att alla får del av den eventuella premien vid erbjudandet. Seadrill-fallet, Tingsrätten s. 28.

Ett flertal omständigheter förelåg dock som talade för att det var fråga om mer än en rent finansiell position. Häribland kan nämnas Seadrills intresse för målbolaget, påverkan på den konkurrerande budgivaren samt det faktum att Seadrill inte på egen hand kunde förvärva aktierna utan att överskrida budpliktsgränsen.

3.4.1.3.1.3 Slutsats Seadrill-fallet

Sammanfattningsvis kan av Seadrillfallet dras slutsatsen att ett CFD-liknande avtal utgör ett närståendeförhållande, utan att ett gemensamt syfte att uppnå kontroll föreligger. Det är tillräckligt att det finns ett gemensamt syfte att avskärma aktierna. Avskärmningen som åstadkoms ansågs, eftersom det fanns en konkurrerande budgivare, konstituera en de facto kontroll över de underliggande aktierna vilket är ett kringgående av budpliktsreglerna.

3.4.1.4 Närståendekriteriet i utländsk och svensk rätt

Både i svensk och utländsk rätt krävs enligt lagtexternas ordalydelse ett gemensamt syfte att uppnå kontroll i ett bolag. Det torde vara vanligt att den ena parten agerar i syfte att uppnå kontroll samtidigt som den andra, vanligtvis en bank, agerar i syfte att bereda vinst.

Som konstaterats i Seadrillfallet finns dock utrymme att frånga lagtextens ordalydelse i norsk rätt. I finsk rätt har man valt att precisera lagtexten genom rådgivning som definierar begreppet de facto-kontroll. Den finska värdepappersmarknadslagen är också under bearbetning och närståendekriteriet förväntas att utvidgas och därmed omfatta de situationer där den ena parten agerar i syfte att uppnå kontroll och den andra parten i syfte att uppnå vinst. I både engelsk och svensk rätt har det dock inte lämnats något utrymme för att tolka lagtexten extensivt.

3.4.2 Avskärmning av aktier från den fria massan

I begreppet de facto kontroll ligger som nämnts den avskärmning som sker av aktier från den fria massan då de inte längre är tillgängliga på marknaden. Vid CFD-upplägg placerar tecknaren aktier hos utgivaren, för att sedan eventuellt förvärva dem.

Avskärmningen kan få betydande marknadseffekter. Den kan skapa problem för en konkurrerande budgivare. Dessutom kan informationsasymmetrin leda till en inkorrekt bild av vem som har ekonomiska intressen i bolaget samt en felaktig prisbildning, i synnerhet om det är fråga om större aktieblock.⁸⁶

Den avskärmning som sker genom placeringen har likheter med avskärmningen vid parkeringsförfarande och warehousing. Det är relevant att belysa dessa likheter pga. att doktrin utpekar kringgående av flaggnings- och budpliktsreglerna som centrala motiv för parkering och warehousing.⁸⁷ De kan vidare vara handelsmönster som kan konstituera otillbörlig marknadspåverkan.⁸⁸

Ett parkeringsförfarande innebär att en aktör överlåter ett värdepapper som denne äger till en annan part, men där överlåtelsen är förbehållen av exv. en återköpsklausul så att

⁸⁶ Underskrids fem-procentgränsen behöver respektive bank dessutom inte informera om deras innehav.

⁸⁷ Knuts s. 319.

⁸⁸ Se avsnitt 7.1.1.

äganderätten inte går över vid överlåtelsen⁸⁹ Den finns ingen skyldighet att informera marknaden om att det är fråga om en överlåtelse med förbehåll.⁹⁰

Skillnaden mellan parkering och warehousing är att aktören vid warehousing hos en annan part "parkerar" värdepapper denne ännu inte äger. Enligt avtalet går sedan äganderätten över till aktören vid avtalets slut.

Vid både parkeringsförfarande och warehousing går äganderätten enligt avtalet över till aktören vid avtalets slut. Vid CFD-strategier finns däremot enbart en sannolikhet att aktierna kommer förvärvas av tecknaren vid avtalets slut.

3.5 CayTel-fallet

Enbart två fall i Sverige har berört frågor som rör CFD i relation till budplikt, dessa är CayTel-fallet samt IBS-fallet.⁹¹ Förhållandena i fallen är snarlika och eftersom CayTel-fallet prövats i tre instanser⁹² har vi avgränsat oss till att analysera CayTel-fallet.

Fallet rör huruvida de två parter som ingått CFD ska anses vara närstående enligt LUA och huruvida det aktuella CFD-upplägget kan anses strida mot god sed på aktiemarknaden.

3.5.1 Bakgrund

CayTel uppnådde budpliktsgränsen i bolaget Teleca (målbolaget) pga. den emissionsgaranti de tecknat i målbolaget. Genom att utnyttja fyra veckors-regeln i LUA och därmed undvika budplikt ingick CayTel CFD för ett antal av CayTels aktier (10,25 miljoner aktier) med banken Kaupthing (banken). Fyra veckors-regeln kommer till uttryck i lag; vid överskriden budpliktsgräns ges möjlighet för bolaget, att inom fyra veckor, avyttra aktier så att aktieinnehavet underskrider gränsen.⁹³

CayTel behöll därmed den ekonomiska exponeringen mot aktierna men överlät äganderätten till banken.

En viss tid efter ingåendet av CFD sattes banken i likvidation. Likvidatorn fattade beslutet att sälja de underliggande aktierna och säga upp CFD-avtalen med CayTel. I samband med försäljningen av aktieinnehavet i målbolaget sjönk priset på aktierna kraftigt. Samtidigt köpte CayTel aktier som motsvarade 19,4 procent vilket ökade deras ägarandel till 49,2 procent av rösterna. CayTel lämnade i enlighet med reglerna om budplikt ett offentligt uppköpserbjudande.

⁸⁹ Knuts s. 315.

⁹⁰ Knuts s. 316 ff. Ett av syftena bakom parkeringen kan vara vid emissioner eller utförsäljning av stora aktieposter där emittenten/säljaren, vill skapa en efterfrågan och intresse för aktierna som de facto inte föreligger. Säljaren kan då överlåta aktier till marknadsaktör men där överlåtelsen är belagd med åtagande att äganderätten kommer att gå åter till säljaren. Om emissionen eller teckningspriset sker genom en så kallad book-building process där teckningspriset är avhängigt den faktiska efterfrågan på marknaden blir parkeringsförfarande särskilt betydelsefullt.

⁹¹ CayTel-fallet AMN 2008:47, IBS-fallet AMN 2008:20.

⁹² AMN 2008:47, FI Dnr 09-533, Förvaltningsrätten mål nr. 11586-10.

⁹³ LUA 3 kap 6 §.

3.5.2 Teckningskursen i nyemissionen, lägsta legala pris?

Tvistigt i fallet var lägsta legala pris per aktie i CayTels offentliga uppköpserbudande. Skulle det motsvara priset som betalades för aktien i förfäaren (teckningskursen vid emissionen) eller skulle det motsvara den nuvarande börskursen?

Förvaltningsrätten konstaterade liksom Finansinspektionen och AMN, genom en tillämpning undantagsbestämmelsen i II.13 Takeoverreglerna, att förfäar-priset inte skulle beaktas vid bedömningen av lägsta legala pris. Denna undantagsbestämmelse medger att förvärvaren får beakta en mycket väsentlig och inte endast tillfällig kursnedgång och därmed bortse från tidigare förvärv gjorda inom sexmånadersperioden.⁹⁴ I detta fall var kursnedgången ca 57 procent och ansågs vara väsentlig och inte endast tillfällig.

3.5.3 Uppkom ett närståendeförhållande vid ingåendet av CFD?

I målet yrkades att CFD föranlett uppkomsten av ett närståendeförhållande enligt 3 kap 5 § 4 och 5 pp LUA, dvs. att avtalsparterna haft ett långsiktigt samordnat utövande av rösträtten (4 p) alternativt samverkat för att uppnå kontroll eller bibehålla kontroll (5 p).

Skulle parterna anses ha varit närstående pga. CFD hade deras konsoliderade aktieinnehav överskridit budpliktsgränsen redan vid avtalets ingående. Med en tidigare utlöst budplikt hade undantagsbestämmelsen inte varit tillämplig eftersom inget väsentligt och varaktigt kursfall ägt rum vid den tidpunkten. Således hade förfäar-priset utgjort lägsta legala pris.

3.5.4 Slutsats

Samtliga instanser konstaterade att CayTel och banken inte var att anse som närstående enligt 3 kap 5 § 4 eller 5 pp LUA och att bankens innehav av aktier i målbolaget inte skulle beaktas vid bedömningen av när budplikt uppstod för CayTel. Framställningen gav inte stöd för existensen av sådana överenskommelser eller samarbeten som förutsätts i 3 kap 5 § 4 eller 5 pp. Den omständigheten att banken en kort period efter avtalets ingående sålt vidare de aktier som var föremål för CFD till ett flertal andra parter, indikerar att en sådan överenskommelse *inte* föreligger.⁹⁵

Den omständigheten att banken varit passiv och inte utnyttjat sin rösträtt talar *för* att ett närståendeförhållande förelegat. Men denna omständighet, i avsaknad av avtal om hur rösträtten ska utövas, räcker inte till för att kunna konstatera att närståendeförhållande förelegat.⁹⁶

Domstolen konstaterade slutligen, utan närmare motivering, att CayTel hade försökt kringgå budpliktsregeln och påpekade att budpliktsregeln ger visst utrymme för ett bolag att själv förfoga över tidpunkten när budplikt ska uppkomma.⁹⁷

⁹⁴ Gamla II.10 i Takeover-regelverket, numera i II.13.

⁹⁵ Fi Dnr 09-533 (CayTel-fallet) s. 5 f.

⁹⁶ Fi Dnr 09-533 s. 6

⁹⁷ s. 15. CayTel-fallet. Vi tolkar uttalandet så att viss dispositionsrätt, utöver fyra veckorsregeln, även är inneboende i budpliktsbestämmelsen som sådan, en aktör torde typiskt sett göra noggranna affärsmässiga avvägningar när denne väljer att förvärva över 30 procent av röstandelen i ett bolag och budplikten således, i denna stund, åläggs aktören.

4. Flagging

CFD kan användas för att kringgå flaggningsreglerna. Genom att teckna CFD istället för att förvärva aktier kan en aktör i tystnad bygga upp en position i ett bolag utan att behöva informera marknaden.

4.1 Syften

Flaggning hör till den löpande informationsplikten i enlighet med Öppenhetsdirektivet som är ett minimidirektiv.⁹⁸ Direktivet syftar till att säkerställa investerares förtroende genom att ha likvärdig transparens inom hela gemenskapen.⁹⁹

Information om ägarförändringar ger ett bättre underlag för investerare i deras beslut att avyttra eller förvärva aktier och främjar investerarskydd såväl som marknadseffektivitet.¹⁰⁰ Transparensen på marknaden ökar, dvs. insynen i bolag utifrån marknadsaktörers perspektiv. Dessutom ökar genomlysningen, dvs. insynen i ägarförhållandena utifrån bolagsledningens perspektiv.¹⁰¹ Vidare är det av vikt att omständigheter som påverkar priset på aktier redovisas öppet för att motverka kursmanipulation och insiderhandel.¹⁰²

4.2 Lagen om handel med finansiella instrument

4.2.1 Bakgrund

Flaggningsreglerna finns i lag sedan 1993¹⁰³ och är ett utflöde av Öppenhetsdirektivet och direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID)¹⁰⁴. Bland annat blev pga. implementeringen optioner och konvertibler flaggningspliktiga instrument eftersom dessa ger innehavaren en ovillkorlig rätt att förvärva aktier vid en viss framtida tidpunkt.

4.2.2 När uppkommer flaggningskyldighet?

Enligt lagen om handel med finansiella instrument 4 kap 3 och 5 §§¹⁰⁵ ska en ändring av ett innehav anmälas om ändringen medför att den andel av samtliga aktier i bolaget eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget som innehavet motsvarar: uppnår eller överstiger någon av gränserna 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 66 2/3 och 90 procent, eller går ned under någon av dessa gränser.¹⁰⁶

Ändring ska anmälas till både Fi och aktiebolaget.¹⁰⁷ Fi ska, dagen efter att anmälan kom in, ombesörja att flaggningsinformationen offentliggörs och på så vis når marknaden.¹⁰⁸

⁹⁸ Art 3.1.

⁹⁹ Preambeln p 41.

¹⁰⁰ Preambeln p 1.

¹⁰¹ Preambeln p 2.

¹⁰² Prop. 2006/07:65, s. 188.

¹⁰³ Prop. 2006/07:65 s. 157. Dessförinnan fanns flaggningsbestämmelsen i självreglering, NBK:s regelverk Prop. 2006/07:65 s. 162.

¹⁰⁴ 2004/39/EG.

¹⁰⁵ SFS 1991:980.

¹⁰⁶ 4 kap 5 § 1 st.

¹⁰⁷ 4 kap 3 § LHF.

¹⁰⁸ 4 kap 11 § LHF.

Vid beräkning av sitt innehav ska aktören utgå från den av bolaget senast offentliggjorda informationen.¹⁰⁹

4.2.2.1 Flaggningspliktiga instrument

Merparten av finansiella instrument¹¹⁰ är flaggningspliktiga, däribland köpoptioner, swappar med avtalad aktieavräkning eller då tecknaren får välja mellan aktie- eller kontantavräkning vid avtalets slut.¹¹¹ Avgörande för om ett instrument är flaggningspliktigt är huruvida det finns en rätt för innehavaren att förvärva de utgivna aktierna som är underliggande instrumentet.¹¹² Ett typexempel på ett sådant finansiellt instrument är köpoption. Passeras något av gränsvärdena vid förvärv av en sådan option ska det informeras om detta. Sedermera ska det informeras om optionen utnyttjas alternativt inte utnyttjas. I det fall optionen utnyttjas, dvs. när aktieförvärv sker, blir det fråga om en slags dubbel flaggning.

Enligt gällande rätt är kontantavräknade derivat inte flaggningspliktiga eftersom det inte finns en ovillkorlig rätt att förvärva de underliggande aktierna.

Öppenhetsdirektivet styr tolkningen av vilka finansiella instrument som är flaggningspliktiga i nationell rätt, dvs. vilka instrument som ska omfattas av flaggningsbestämmelsen.¹¹³ Här stadgas att fysisk eller juridisk person är skyldig att flagga innehav av finansiella instrument som ger rätt att på dennes initiativ förvärva de underliggande aktierna.¹¹⁴ Vidare föreskrivs att enbart instrument där det finns en *ovillkorlig rätt* för tecknaren att förvärva de underliggande aktierna enligt villkoren i kontraktet eller att förvärvet kan ske på tecknarens *eget initiativ* eller *eget gottfinnande*.¹¹⁵

Enligt förarbetena nämns att förvärvet kan ske *på eget initiativ* eller *på eget gottfinnande* från tecknarens sida men det framgår att en ovillkorlig rätt att förvärva de underliggande aktierna är en förutsättning för att det ska vara fråga om ett flaggningspliktigt instru-

¹⁰⁹ Prop. 2006/07:65 s. 317.

¹¹⁰ Definitionen av finansiella instrument finns i 1 kap. 4 § 1 p. lagen om värdepappersmarknaden (Vpml) som överlåtbara värdepapper, penningmarknadsinstrument, fondandelar och finansiella derivatinstrument. Med överlåtbara värdepapper avses, enligt 2 p, aktier i publika aktiebolag och andra värdepapper "som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden". Med finansiella derivatinstrument avses derivat som tillhör någon av sju kategorier, däribland optioner och andra derivatkontrakt som avser värdepapper.

¹¹¹ Prop. 2006/07:65 s 179.

¹¹² 4 kap 2 § 2 p.

¹¹³ art 13.1 Öppenhetsdirektivet 2004/109/EG, ändrat genom direktiv 2008/22/EG samt art 11.1 genomförandedirektivet 2007/14/EG.

¹¹⁴ Öppenhetsdirektivet art 13.1

"Kraven på underrättelse i artikel 9 ska även tillämpas på fysisk eller juridisk person som, direkt eller indirekt, innehar finansiella instrument som ger rätt att enbart på en sådan innehavares eget initiativ, och enligt formellt avtal, förvärva aktier som medför rösträtter och som redan har emitterats av en emittent vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad."

¹¹⁵ Genomförandedirektivet art 11.1

"Vid tillämpningen av artikel 13.1 i direktiv 2004/109/EG, ska överlåtbara värdepapper och optioner, terminskontrakt, swappar, räntesäkringsavtal och alla andra derivatkontrakt som anges i bilaga I avsnitt C till direktiv 2004/39/EG anses vara finansiella instrument, om de ger rätt att enbart på innehavarens eget initiativ och enligt ett formellt avtal förvärva aktier med rösträtt som redan har givits ut av en emittent vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad. Innehavaren av instrumentet måste vid förfall ha en ovillkorlig rätt att förvärva de underliggande aktierna eller rätt att enligt eget gottfinnande förvärva sådana aktier eller ej. Med ett formellt avtal avses ett avtal som är bindande enligt gällande lagstiftning."

ment.¹¹⁶ I direktivet tycks *på eget initiativ* och *på eget gottfinnande* införts som alternativ till ovillkorlig rätt.¹¹⁷ Varken i praxis eller doktrin har vikt lagts vid de ytterligare två begreppen, på eget initiativ och på eget gottfinnande.

Att det föreligger en sannolikhet att tecknaren kommer förvärva de underliggande aktierna vid avtalets slut kan eventuellt anses omfattas av begreppen, dvs. att tecknaren förvärfvar aktierna på eget initiativ eller eget gottfinnande. Således finns på grund av direktivets uppräknings av vad som är avgörande för om ett finansiellt instrument är flaggningspliktigt utrymme för argumentation att CFD avsågs vara ett flaggningspliktigt instrument.

4.2.2.2 Irrevocables

CFD har vissa likheter med ett vanligt förekommande instrument, benämnt irrevocable som används inför förestående offentligt uppköpserbjudande. En irrevocable är ett avtal mellan en potentiell budgivare och en aktieägare som åtar sig att acceptera ett kommande bud. Syftet med irrevocables är att den som ämnar lägga ett bud på förhand vill försäkra sig om viss anslutningsgrad för budet och söker avtala med en eller flera större aktieägare om accept av visst budpris.¹¹⁸ Irrevocables kan antas vara av särskild stor betydelse i Sverige där ägarspridningen är liten och det för ett framgångsrikt bud ofta krävs att en budgivare får förhandsaccept av detta slag från större ägare.

Beroende på åtagandets villkor kan styrkan variera på skalan mellan "hårda" och "mjuka". Mjuka irrevocables innebär typiskt sett att de upphör att gälla om en konkurrerande budgivare lämnar ett bättre erbjudande, en hård irrevocable är däremot oåterkallelig.¹¹⁹

Fi, som utövar tillsyn över flaggningsreglerna, har uttalat att en standardmässig irrevocable inte är ett finansiellt instrument enligt LHF:s definition, varför det inte heller är flaggningspliktigt.¹²⁰ Emellertid har det diskuterats huruvida hårda irrevocables föranleder en ovillkorlig rätt eller diskretionär valmöjlighet från tecknarens sida att förvärva de underliggande aktierna. Trots att det inte finns tillräckligt stöd för att fastställa ovillkorlig rätt eller diskretionär valmöjlighet är det belysande att dra paralleller till resonemanget.¹²¹ Sannolikheten är större att förvärfv kommer äga rum, vid avtalets slut, vid hårda irrevocables än vad gäller förvärfv vid CFD. Eftersom en ovillkorlig rätt eller diskretionär valmöjlighet inte kan konstateras ens vid hårda irrevocables så borde de inte heller föreligga vid CFD, då sannolikheten för förvärfv är mindre än vid irrevocables.

¹¹⁶ Prop. 2006/07:65 s. 179, samt Öppenhetsdirektivet 2004/109/EG, ändrat genom 2008/22/EG art. 13.a med tillhörande genomförandedirektiv 2007/14/EG 11.1.

¹¹⁷ Prop. 2006/07:65 s. 179.

¹¹⁸ Åtagandet kan även vara ensidigt från aktieägarens sida, där aktieägaren alltså förbinder sig att sälja sitt aktieinnehav på eget initiativ. Sjöman s. 230.

¹¹⁹ Sjöman s. 230.

¹²⁰ 4 kap 2 § 1 st 2 p LHF.

¹²¹ Sjöman s. 236.

4.2.2.3 Närstående enligt flaggningsreglerna

Närståendeparagrafen i flaggningsreglerna är snarlik den i budpliktsreglerna. Konsolidering ska ske av innehav av aktier och flaggningspliktiga finansiella instrument, när två eller flera parter anses vara närstående. De mest centrala punkterna är 1 och 2 LHF 4 kap 4 §. LHF 4 kap 4 § 1 p stadgar att ett närståendeförhållande uppstår genom att det föreligger en överenskommelse om att man genom ett samordnat utövande av rösträtten ska inta en gemensam hållning gällande förvaltningen av bolaget. LHF 4 kap 4 § 2 p stadgar att ett närståendeförhållande uppstår när aktier innehas för annans räkning men den anmälningsskyldige har kontroll över utövandet av rösträtten.¹²² Ett flertal andra punkter reglerar fall när den anmälningsskyldige på olika sätt utövar kontroll över rösträtten.¹²³

En aktör kan utnyttja att CFD inte är flaggningspliktiga och bygga upp position i bolag i tystnad. För att i sådant fall konstatera existensen av ett närståendeförhållande kan man ta utgångspunkt i LHF 4 kap 4 § 1 p och argumentera för att en överenskommelse förelegat om ett samordnat utövande av rösträtten där avtalsparterna intagit en gemensam hållning gällande förvaltningen av bolaget. På samma sätt som vid närståendebedömningen enligt budpliktsreglerna finns utrymme för argumentation att de facto kontroll förelegat. Detta såtillvida att förvärv av aktierna kunnat ske på tecknarens begäran vid avtalets slut och att tecknaren har kunnat utöva inflytande över utövandet av rösträtten knuten till aktierna.

4.2.2.4 Modernisering av öppenhetsdirektivet?

CFD i relation till flaggning har fått betydligt mer uppmärksamhet i EU-rättsliga sammanhang än CFD i relation till budplikt. Modernisering av Takeover-direktivet har inte diskuterats. En möjlig anledning till detta är att man ämnar lösa de effekter som inte är önskvärda vid CFD-arrangemang genom att utöka informationskraven så att CFD omfattas. Detta kommer att försvåra användandet av CFD för att i tystnad bygga upp positioner, både utan och med anknytning till bud.

Öppenhetsdirektivet är för närvarande under modernisering, bl.a. för att fastställa hur CFD ska behandlas i medlemsstaterna. Det finns i nuläget ett Consultation Document som varit föremål för diskussions- och remissförfarande där medlemsstaters intressenter beretts möjlighet att yttra sig över EU:s potentiella regulativa lösningar.¹²⁴ Eftersom Öppenhetsdirektivet är ett minimidirektiv har vissa jurisdiktioner redan skärpt regleringen kring CFD, däribland Storbritannien. Det är belysande att jämföra med det brittiska regelverket med tanke

¹²² 4 kap 4 §

Vid tillämpningen av 5 § ska till den anmälningsskyldiges innehav räknas aktier som denne innehar i eget namn och för egen räkning eller i eget namn för någon annans räkning.

Till den anmälningsskyldiges innehav ska även räknas sådana aktier som

1. innehas av någon annan med vilken den anmälningsskyldige har träffat en *överenskommelse* att genom *samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om bolagets förvaltning*,
2. innehas av någon annan för den anmälningsskyldiges räkning, om den anmälningsskyldige kontrollerar hur rösträtterna för aktierna ska utövas,
3. innehas av ett dotterföretag till den anmälningsskyldige

[...]

¹²³ P 4-7.

¹²⁴ Consultation Paper, Disclosure of Contracts for Difference, FSA Consultation and draft Handbook text.

på att det sannolikt att det eventuellt kommer få agera förebild till utvidgningen av flaggningsreglerna, på samma vis som den brittiska självregleringen utgjorde förebild till Takeoverdirektivet.

4.3 Flagging enligt utländsk rätt

4.3.1 Flagging enligt brittisk rätt

År 2009 publicerade den brittiska tillsynsmyndigheten, Financial Services Authority (FSA), nya regler för hur CFD och instrument som har en liknande ekonomisk effekt, ska hanteras i flaggnings-sammanhang. De nya reglerna, vilka är en omarbetning av Disclosure and Transparency Rules (DTR) är inkorporerade i Companies Act¹²⁵.

4.3.1.1 Takeoverkoden

Takeoverkoden¹²⁶ har sedan 2005 haft informationskrav där CFD omfattats men tillämpningen är begränsad till handel under erbjudandeperioden.¹²⁷ Exempelvis: Ett bolag har byggt en ekonomisk position i ett bolag, genom att teckna CFD. Bolaget blir sedan involverat i en takeover-situation. Om bolaget handlar under erbjudandeperioden, antingen i aktier eller derivat, så måste de flagga hela sitt innehav, inklusive innehav genom CFD.¹²⁸

4.3.1.2 Den nya regleringen där CFD är flaggningspliktiga

Regelverket har inneburit en avsevärd skärpning av informationskraven i Storbritannien. Det går längre än vad Öppenhetsdirektivet kräver och har mer omfattande informationskrav för CFD än övriga medlemsstater.¹²⁹

De nya reglerna innebär i huvudsak att tecknaren av CFD, den med lång position, ska flagga då de underliggande aktierna till CFD motsvarar ett första tröskelvärde på 3 procent av det totala röstvärdet med ytterligare upplysningar vid varje fortsatt ökning på 1 procent.¹³⁰ Reglerna sträcker sig utöver kontantavräknade CFD eftersom de även omfattar andra finansiella instrument som har en "liknande ekonomisk effekt" som ett aktieravräknat derivat. FSA anger att ett instrument är flaggningspliktigt om instrumentets villkor är förknippat med underliggande aktier och tecknaren av instrumentet får en position som liknar en lång position i relation till den ekonomiska utvecklingen av aktierna. Detta kan appliceras på långa positioner som uppkommer exv. genom CFD, swaps och optioner även om de är kontantavräknade, och oberoende av om investeraren har möjlighet att utöva rösträtt eller få leverans av aktierna.

¹²⁵ Companies Act 2006.

¹²⁶ Takeoverkoden gäller parallellt med DTR5

¹²⁷ Rule 8.3(a) Takeover-code:

Any person who at the relevant time is interested (directly or indirectly) in 1% or more of any class of relevant securities of any party to the offer (other than a cash offeror) must make a public Opening Position Disclosure: After the commencement of an offer period; and If later, after the announcement that first identifies any offeror (other than cash offeror).

¹²⁸ Exempel ur FSAs Consultation Paper 07/20 s. 19.

¹²⁹ Linklaters, New FSA rules on disclosure of interest in UK Companies, s. 1.

¹³⁰ DTR 5.1.2, tröskelvärdena och DTR 5.3.1, omfattning av flaggningsplikten vad gäller finansiella instrument och derivat.

Utgångspunkten är att alla kontantavräknade CFD är flaggningspliktiga, oavsett om de underliggande aktierna förvärvas av utgivaren eller inte. Allt faktiskt innehav av aktier samt innehav av flaggningspliktiga finansiella instrument ska sammanräknas vid beräkning om gränsvärden har överskridits.¹³¹

4.3.1.3 Beräkning med delta-justering och bruttoprincip

Vad gäller beräkningen av hur stort innehav CFD motsvarar används s.k. deltajustering av värdet på de underliggande aktierna. Alternativet till att delta-justera värdena av finansiella instrument är att flagga för hela det underliggande värdet av aktierna som är föremål för instrumentet, vilket enligt FSA skulle leda till höga fiktiva värden som skulle riskera att vilseleda marknaden.¹³² Deltat av ett finansiellt derivat representerar hur förändringen i betalningsstrukturen anpassas efter förändringen i kursen av de underliggande aktierna. Exv: ett CFD har vanligtvis ett delta på 1 eftersom det speglar precis förändringar i den underliggande aktiestocken.

FSA anger vidare att beräkningen av CFD-innehav ska göras enligt en bruttoprincip, vilket innebär att tecknaren inte får göra avdrag för korta positioner om denne innehar både långa och korta positioner för samma slags underliggande aktier. Således kan en aktör ha en flaggad lång position som omfattar 20 procent men samtidigt inneha en mindre, inte flaggad, kort position i samma bolag, vilken inte får avräknas mot den långa.¹³³

4.3.2 Flaggnings enligt amerikansk rätt

Det är belysande att kort beröra flaggning enligt U.S Federal Law eftersom det finns praxis som angår de facto kontroll över aktier, underliggande CFD. De kriterier som fastställdes menar vi skulle kunna vara vägledande vid en bedömning enligt svensk rätt. I fallet, *Children Investment Fund vs. CSX Corporation*, ansågs ett kringgående av flaggningsreglerna föreligga då en tecknare av CFD hade de facto kontroll över de underliggande aktierna som kunde liknas vid en reell kontroll över aktierna och dess rösträtt.¹³⁴ I USA är CFD inte flaggningspliktigt men i enlighet med fallet kan CFD anses vara flaggningspliktigt om nedan omständigheter kan styrkas.

Fremst fyra omständigheter ledde till att man tillskrev kontrollrätt till tecknaren.¹³⁵

¹³¹ Den lagtekniska lösningen är vid och man stadgade ett antal undantag till den relativt omfattande huvudregeln, exempelvis för transaktioner där banker intar lång position för att hedga sig gentemot klient samt undantag för handelslager.

¹³² När ett derivat, likt kontantavräknade CfDs inte har en linjär, symmetrisk betalningsstruktur i linje med de underliggande aktierna så ska behovet av information/flaggning bedömas på en delta-justerad basis.

¹³³ Linklaters s. 2.

¹³⁴ Anmärkningsvärt är att man under federal lag inte har en budpliktsregel. Man reglerar enbart "tender offer", deras motsvarighet till offentliga uppköpserbudanden.

¹³⁵ Definitionen av beneficial ownership i USA enligt rule 13d-3(a) i The SEC.

"a beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through a contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares" either (1) voting power (including the power to vote, or to direct the voting of, such security) and/or (2) investement power (including the power to dispose, or to direct the disposition of, such security).

(i) Tecknaren hade vetskap om att utgivaren förvärvat de underliggande aktierna pga. CFD. (ii) Tecknaren hade ekonomiska möjligheter att vid avtalets slut förvärva de underliggande aktierna. (iii) Det fanns ingen överenskommelse men ett gemensamt intresse i hur rösträtten skulle utövas. (iv) Tecknaren hade slutligen medvetet valt den specifika utgivaren baserat på huruvida rösträtten skulle utövas i enlighet med tecknarens intressen.

4.3.3 Flagging enligt finsk rätt

Det huvudsakliga regelverket, både vad gäller budplikt och flagging, återfinns i den finska värdepappersmarknadslagen (Vpml) ¹³⁶ som är under revidering (lagförslaget "Nya Värdepappersmarknadslagen", NVpml).¹³⁷ Finska finansinspektionen har gett ut föreskrifter kring flagging och offentliga uppköpserbjudanden, i form av rekommendationer.¹³⁸ Föreskrifterna går längre än minimikraven i Öppenhetsdirektivet.¹³⁹

Enligt dessa råd omfattas exv. föravtal eller derivatkontrakt som *kan leda* till förvärv eller överlåtelse av aktier eller relaterad rösträtt. Man uttalar att man särskilt vid föravtal lägger vikt vid hur sannolikt det är att förvärv kommer att ske.¹⁴⁰

Finska finansinspektionen har uttalat att aktieavräknade CFD alltid ska flaggas enligt Vpml, medan kontantavräknade CFD ska flaggas för de fall avtalet innebär en de facto kontroll över rösträtterna förknippade med de underliggande aktierna.¹⁴¹

Förslaget till NVpml syftar till att det ska bli enklare att konstatera närstående relation enligt flaggningsreglerna för att kontantavräknade derivat i större utsträckning ska omfattas av flaggningsreglerna.¹⁴²

5. God sed på aktiemarknaden

5.1 Budplikt och flagging i relation till god sed

Omfattande CFD-upplägg kan eventuellt angripas för att vara oförenliga med god sed, främst då det gäller ageranden med CFD i anslutning till bud, eftersom budplikt hör till de områden som AMN fått mandat att behandla. Emellertid kan samtliga åtgärder på aktiemarknaden bli föremål för god sed-bedömning varför ageranden med CFD kan ifrågasättas även pga. utebliven flagging.¹⁴³

¹³⁶ 495/1989

¹³⁷ Dr. Knuts, Mårten, partner på Krogerus, Helsingfors, Finland, e-mail-korrespondens.

¹³⁸ Fi Standard 5.2b, Informationsskyldighet för emittenter och aktieägare. Föreskrifter och allmänna råd. Standard 5.2c, Offentligt uppköpserbjudande och budplikt. Föreskrifter och allmänna råd

¹³⁹ Fi Standard 5.2b kap. 7 p. 12.

¹⁴⁰ Fi Standard 5.2b kap. 7 p. 14.

¹⁴¹ Finska Fi:s hemsida, *Derivatkontrakt kan ge upphov till bud- och flaggningsplikt*.

¹⁴² NVpml kap 7 § 4.

¹⁴³ Inte enbart åtgärder som har anknytning till de frågor som är delegerade till AMN, behandlas i AMN.

"Aktiemarknadsnämnden brukar enligt sin praxis visserligen ofta hänskjuta frågor rörande flaggningsreglerna till den ansvariga börsern men anser sig i och för sig ha behörighet att tolka dessa regler på grundval av sitt allmänna uppdrag att verka för god sed på aktiemarknaden. AMN 2006:29.

Med utgångspunkt i AMN:s resonemang i olika ärenden kring god sed kommer vi diskutera huruvida CFD-upplägg, och under vilka omständigheter, kan anses vara oförenliga med god sed, främst i relation till budplikt men även flaggning.

5.2 AMN:s kompetens att utveckla god sed

Finansinspektionen har delegerat till AMN att avgöra vissa ärenden, såsom budplikt.¹⁴⁴ AMN:s behörighet att utveckla och tolka god sed härleds ur stadgarna för *Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden*.¹⁴⁵ AMN utvecklar innebörden av god sed, antingen genom uttalanden om enskilda ärenden eller principuttalanden, på eget initiativ eller på initiativ av annan part. Förenklat kan alla åtgärder som har med aktiehandeln att göra på reglerad marknad i Sverige bli föremål för kritik från AMN.¹⁴⁶

De sanktionsmedel AMN har att tillgå är kritik i olika grader men nämnden kan även i sina beslut ge anvisningar till bolag hur de ska inrätta sig efter dess beslut.¹⁴⁷ Ett beslut från AMN kan överklagas till Finansinspektionen, därefter förvaltningsrätten.¹⁴⁸

God sed handlar om att parter ska bete sig aktsamt på aktiemarknaden och det är av vikt att betona växelverkan och den ömsesidiga respekten mellan AMN och marknadsaktörerna. Utvecklas principer är det i samtliga bolags egenintresse att följa dessa. På samma vis som man i näringslivet tycks vara mån om att följa god sed på aktiemarknaden, tar AMN hänsyn till marknadspraxis och affärsmässighet i sina avvägningar för att inte hämma marknadseffektiviteten. AMN lägger särskild vikt vid huruvida syften blir förfelade samt hur allvarlig alternativt försvarlig åtgärden är.

God sed ska betraktas som ett ständigt föränderligt system som utvecklas kontinuerligt i och med att olika ärenden behandlas och nya ställningstaganden görs. Finns en etablerad uppfattning av vad god sed är rörande viss åtgärd borde AMN vara försiktiga med att retro-

¹⁴⁴ Finansinspektionen har med stöd i 7 kap. 10 § LUA överlåtit till AMN att tolka och besluta i frågor om undantag från budplikt, 14 kap 1 § FFFS 2007:17. Närmare bestämt, erbjudandehandling (2 kap 3 § 2 st), överse budplikten enligt 3 kap samt besluta om huruvida viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap (7 kap 4 §) samt medge dispens från budplikt och undantag från försvarsåtgärdsförbudet (7 kap 5 §)

¹⁴⁵ 14 §: Aktiemarknadsnämnden ska genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden kan på begäran av en domstol eller annan myndighet eller av en börs yttra sig om god sed på aktiemarknaden.

¹⁴⁶ Stadgarna 15 § "varje åtgärd vidtagen av svenskt aktiebolag som utgivit aktier noterade på reglerad marknad eller åtgärd vidtagen av en aktieägare i ett sådant bolag som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett aktiemarknadsbolag. Detsamma gäller utländska aktiebolag, såtillvida de givit ut aktier som är noterade på reglerad marknad i Sverige och under förutsättning att åtgärden ska bedömas enligt svensk reglering."

¹⁴⁷ Noterade bolag förbinder sig kontraktuellt, gentemot marknadsplatsen, att följa god sed på aktiemarknaden. Detta avtal ska även undertecknas av parter som vanligtvis inte är bundna av Regelverket för emittenter men som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande för aktier som är noterade på svensk börs enligt Takeover-regelverket I.1. Både svenska och utländska parter omfattas, så länge föremålet för erbjudandet har aktier noterade på reglerad marknad eller en MTF. Är det en emittent alt. part som åtagit sig att följa regelverket kan överträdelser av god sed sanktioneras pga. avtalet, vilket främst sanktioneras enligt börsens försorg. Sanktionsmedlen som börsens disciplinnämnd har att tillgå är varning, vitesföreläggande samt avnotering enligt Regeleverket för emittenter 4.

¹⁴⁸ Preambeln till avsnitt om Aktiemarknadsnämnden under rubriken Omprövning och överklagande samt LHF 8 kap 1 §. Med förvaltningsrätt menas Förvaltningsrätt, Kammarrätt och Regeringsrätt.

aktivt fastställa att god sed inte följts pga. AMN ändrat uppfattning. Vid det tillfället då åtgärden vidtogs borde aktörer kunna förlita sig på och agera i enlighet med den vedertagna uppfattningen. I sådant fall får AMN istället för att kritisera enskild aktör ändra framtida ageranden genom ett principuttalande. Finns det emellertid inte en etablerad uppfattning kring vad god sed är för visst agerande, kan AMN kritisera enskild aktörs ageranden retroaktivt.

5.2.1 Avtalsarrangemang som kan åstadkomma kontrollskifte

I kommentaren till Takeover-reglerna II.21 i anslutning till generella anmärkningar när budplikt utlöses. Här konstateras att enbart aktier omfattas vid beräkning om budpliktsgränsen uppnåtts. Förvisso adresseras särskilt att *vissa avtalsarrangemang* kan bli föremål för bedömning huruvida de är förenliga med god sed. Kommentaren nämner arrangemang som i praktiken kan åstadkomma ett kontrollägarskifte utan att budpliktsreglerna blir tillämpliga, vilket är ett kringgående av dem.

Lydelsen i kommentaren till II.21 är som följer: ¹⁴⁹

”Lagens utformning i detta hänseende hindrar emellertid inte att det kan strida mot god sed på aktiemarknaden att genom olika avtalsarrangemang åstadkomma vad som i praktiken är ett kontrollägarskifte utan att budpliktsreglerna formellt blir tillämpliga. Huruvida sådana arrangemang i det enskilda fallet ska anses strida mot god sed ankommer på Aktiemarknadsnämnden att bedöma. Om nämnden finner att så är fallet kan den uttala kritik.”

Med *kontrollägarskifte* menas den procentuella budpliktsgränsen på tre tiondelar av röstetalet.

Med *vissa avtalsarrangemang* åsyftas troligtvis främst åsyftas optionsavtal men eventuellt kan även CFD-upplägg omfattas eftersom de är avtalsarrangemang som kan användas för att åstadkomma kontrollägarskifte. Trots att det avtalats om kontantavräkning kan en underförstådd överenskommelse redan vid avtalets ingående förelegat om att tecknaren ska få förvärva aktierna vid avtalets slut. Skulle AMN anse att ett kringgående av budplikten ägt rum och budpliktens syften åsidosatts kommer CFD-strategier anses strida mot god sed.

5.3 Hur fastställs att en åtgärd är förenlig alt. oförenlig med god sed?

Vi menar att omfattande CFD-upplägg som konstituerar ett kringgående av budplikten kan anses strida mot god sed. Det är av vikt att studera *hur* AMN kan komma fram till en sådan slutsats.

Åtgärder kan anses strida mot god sed pga. att överträdelser skett av gällande rätt samt om kringgående skett av gällande rätt. Vidare kan normer behöva skapas för att ledning inte finns i gällande rätt och att dessa luckor behöver fyllas ut, som ett led i upprätthållande av syften och skyddsändamål. I vissa fall är anknytningen till reglering enbart ringa då god sed används för att reglera nya företeelser.

5.3.1 Överträdelse eller kringgående av gällande rätt

Överträdelse av gällande rätt är inte förenligt med god sed. Med gällande rätt åsyftas tillämplig lag, i synnerhet ABL och LUA, praxis eller vedertagna principer som exempelvis etablerats genom avgöranden från börsen och uttalanden från AMN.¹⁵⁰

¹⁴⁹ Numera är det börsen som är ansvarig för upprättande av Takeoverreglerna.

I fallet AMN 2006:2 fastställdes att ett bolags agerande var oförenligt med god sed eftersom det innebar överträdelse av gällande rätt i form av ABL:s likabehandlingsprincip. AMN ansåg att åtgärderna var oförenliga med god sed eftersom de var till förfång för aktieägarminoriteten, utan att det fanns några skäl eller fördelar som uppvägde nackdelarna, samt syftade till att kringgå likabehandlingsprincipen till fördel för vissa aktieägare. Bolaget fick motta kritik som uppmanade dem att ändra sin åtgärd alt. ersätta de utsatta aktieägarna för nackdelarna.¹⁵¹

Enligt uttalanden av AMN kan ett förfarande i riskzonen för att vara otillåtet enligt gällande rätt anses strida mot god sed. Anser AMN att man måste upprätthålla det relevanta ändamålet med viss bestämmelse eller princip används god sed för att motverka kringgåenden. Det krävs alltså att en regels syfte åsidosatts eftersom kringgående av regler inte per se är otillåtet.¹⁵²

Det krävs vidare att det skall vara fråga om ett *uppenbart* fall av kringgående.¹⁵³ I fallet 2008:6, som gällde LEO-reglerna, konstaterades att ett förfarande som rent faktiskt inte omfattas av regelverket ändå kan uppfattas som ett kringgående av det. Enligt förarbetena till LEO-lagen kan reglerna inte omfatta alla situationer och kringgåenden men att "uppenbara fall av kringgåenden torde dock få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordning".¹⁵⁴

Utgångspunkten är sammanfattningsvis: för att konstatera att ett förfarande strider mot god sed krävs att förfarandet är ett uppenbart kringgående av viss bestämmelse och att syftet med bestämmelsen åsidosätts.

5.3.2 God sed för att fylla i luckor samt dra upp riktlinjer

I vissa fall föreligger förvisso inget kringgående av gällande rätt men AMN har efter ändamålsmässiga avvägningar ansett det motiverat att dra upp riktlinjer för att fylla ut luckor, såtillvida att syften blir förfelade.¹⁵⁵ Ibland innehåller gällande rätt luckor alternativt så är

¹⁵⁰ I AMN 2008:48 var det fråga om en åtgärd som stred mot god sed pga. att den stred mot en betydelsefull bestämmelse i självreglering, närmare bestämt Koden för bolagsstyrning. Åtgärden var ett bemyndigande från bolagsstämman till styrelsen att besluta om de väsentliga villkoren i incitamentsprogram till bolagsledningen, vilket strider mot 9.7.: bolagsstämman ska besluta om dessa.

¹⁵¹ Det var fråga om ett bolags (Stille) flytt till en annan marknadsplats i syfte att undkomma den budplikt som ett annat bolag (Linc) skulle behöva fullgöra. En person i styrelsen, tillika aktieägare i "målbolaget" var även VD, styrelseledamot och aktieägare i det budpliktiga bolaget. Avnoteringen och flytten till en annan marknadsplats, med svagare regelverk, varit till förfång till för aktieägarna utan att innebära någon motsvarande fördel för minoriteten eller bolaget självt. AMN säger att det "inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden att verka för avnotering eller byte av noteringsplats i syfte uteslutande att en eller ett par av bolagets aktieägare ska slippa ifrån förpliktelser visavi övriga ägare i bolaget".

¹⁵² Stattin s. 140.

¹⁵³ Man konstaterade i AMN 2002:1 att uppenbara fall av kringgåenden, i linje med förarbetena till LEO-lagen, står i strid med god sed på aktiemarknaden.

¹⁵⁴ AMN 2008:6.

¹⁵⁵ Ett typexempel där Aktiemarknadsnämnden har tagit på sig en rättsskapande roll är i initiativärendet AMN 2002:2 angående riktade emissioner. Här konstaterades att enligt aktiebolagsrättsliga regler anses en riktad nyemission vara tillåten under förutsättning att den motiveras av objektiva skäl. Åtskillnad av vilken som är mottagaren till emissionen görs inte enligt ABL när man ska fastställa huruvida objektiva skäl föreligger men denna faktor stadgar nämnden att man borde lägga vikt vid för att avgöra om objektiva skäl föreligger. Här var

agerandet oreglerat, då det snarare angår nya rättsfrågor. Det ligger i sakens natur att AMN kan föra friare argumentationslinjer för företeelser som är oreglerade. Exempelvis fann man i ärendet AMN 2008:43 att det fanns ett behov av att lägga fast principer vad gäller styrelsejäv vid tecknande av irrevocables. Irrevocables är inte föremål för specifik lagreglering, men med uttalandet etablerades en norm gällande en ny företeelse som aktörer får inrätta sig efter pga. att agerandet annars inte är förenligt med god sed¹⁵⁶

5.4 Hur skulle CFD-upplägg kunna anses vara oförenliga med god sed?

För att omfattande CFD-strategier ska anses strida mot god sed krävs att åtgärden är i riskzonen för att vara otillåten enligt gällande rätt alternativt innebära ett uppenbart kringgående av gällande rätt. Som nämnts krävs vidare att syften har blivit förfelade och att AMN har uppmärksammat ett behov av att fastställa riktlinjer för CFD-upplägg.

AMN har behandlat två fall vilka är av särskilt intresse för vår frågeställning: CayTel-fallet, som angår CFD i anslutning till budgivning, men även Borse Dubai-fallet, som rör optionsupplägg i anslutning till budgivning.

5.4.1 Borse Dubai-fallet

I fallet AMN 2007:31 ifrågasattes om Borse Dubais erbjudande till vissa utvalda aktieägare, i anslutning till bud, var förenligt med Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden. Framförallt ifrågasattes huruvida optionsavtalen kunde anses vara förenliga med den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen.

Borse Dubai avsåg att påbörja en s.k. book-building process med vissa utvalda investerare, i syfte att genomföra förvärv av aktier i OMX AB (OMX) till ett pris om 230 kr samt att ingå optionsavtal avseende aktier i OMX till ett lösenpris om 230 kr. Processen avsåg att få majoritetsaktieägare att kontraktuellt förpliktiga sig till att sälja sina innehav till Borse Dubai. Optionsavtalen i fallet liknar därmed *irrevocables* med det undantaget att aktieägare som ingick optionsavtalen med Borse Dubai även fick en slags kursfallsförsäkring. Denna innebar att skulle inte Borse Dubai fullfölja budet, exv. pga. icke erhållna myndighetstillstånd, skulle aktieägarna som tecknat optionsavtalen få ersättning vid kursfall med motsvarande värdeminskning.

Kursfallsförsäkringen ifrågasattes för att vara mer förmånlig gentemot de utvalda aktieägarna i jämförelse med de aktieägare som inte fick möjlighet att teckna optionsavtalen med tillhörande kursfallsförsäkring. Emellertid hade optionsavtalen villkoret att aktieägarna inte fick sälja till en konkurrerande budgivare, vilket ansågs vara ett villkor som potentiellt kunde vara till men för de utvalda aktieägarna. AMN ansåg därmed att det sammanlagda

det fråga om en utvidgning av god sed begreppet, om än inte en uttrycklig sådan vilken gäller som riktlinje för framtida förfaranden.

¹⁵⁶ En irrevocable är ett avtal en aktieägare tecknar där denne åtar sig att acceptera visst erbjudande från budgivaren. I ärendet tar man fasta på principen om att en styrelseledamot som också är aktieägare i ett bolag *inte* ska anses vara jävig i handläggningen av ett uppköpserbjudande. Har dock en styrelseledamot tillika aktieägare tecknat en *irrevocable* med en budgivare är denne i en sådan intressekonflikt att det skulle strida mot god sed om denne skulle ta ställning till erbjudandet.

värdet av optionsavtalen inte översteg 230 kr, som var priset per aktie som erbjöds till samtliga aktieägare.

OMX hänvisade till den brittiska Takeoverkoden där det finns en specifik bestämmelse som hade förbjudit agerandet.¹⁵⁷ AMN ansåg inte att det gick att tolka in förfarandet under en specifik lagbestämmelse på samma sätt som i Takeoverkoden, även om engelsk reglering ibland kan användas som tolkning och utfyllnad av svenska regler. Agerandet bedömdes utifrån likabehandlingsprincipen och AMN ansåg troligtvis inte att upplägget var så problematiskt att man för att upprätthålla skyddsändamål behövde ta ett ställningstagande mot företeelsen.

Sammanfattningsvis uppnådde Borse Dubai genom optionsavtalen i princip samma resultat som de hade gjort med irrevocables, en slags förhandsaccept från aktieägarna, något som inte strider mot god sed. Företeelsen är inte reglerad och man kan skönja stor försiktighet med att retroaktivt fastställa att en åtgärd strider mot god sed, när det enligt lag eller marknadspraxis inte finns något som förbjuder förfarandet. Det fanns fog för argumentationslinjen att behandlingen av vissa aktieägarna var försedd med både mer och mindre förmånliga element, varför likabehandlingsprincipen inte åsidosattes och agerandet stred inte mot god sed på aktiemarknaden.

5.4.2 CayTel-fallet

I AMN 2008:47 låg fokus på huruvida CayTel hade kringgått sin budplikt genom användandet av CFD. Budplikt hade utlösts för CayTel om det inte avyttrat ett stort antal aktier till Banken och ingått CFD där aktierna motsvarande det avyttrade innehavet. Frågan var huruvida ett närståendeförhållande uppkommit när CFD tecknades.

AMN tog fasta på att inga överenskommelser kring samarbete förelåg, ett kringgående av budplikten ansågs inte föreligga och förfarandet stred inte mot god sed. Omständigheten att Banken, med kort position, kort efter avtalets ingående sålt vidare aktierna till ett antal utomstående banker, antar vi var en viktig bidragande faktor till att arrangemanget inte bedömdes strida mot god sed. CayTels anknytning till de underliggande aktierna minskade i och med vidareförsäljningen och det var högst osannolikt att de med lätthet kunde förvärva aktierna.

AMN ansåg inte att överträdelse skett av gällande rätt skett (CayTel och Banken var inte att anse som närstående varför konsolidering av deras innehav inte skulle ske), inte heller kringgående kunde konstateras (budplikten utlöses enbart vid definitiva aktieförvärv).

Vi menar att AMN antagligen inte såg ett behov av att dra upp riktlinjer för ageranden med de relativt nya finansiella derivaten CFD. Medvetna om vikten av att handla i enlighet med god sed tycks bolag agera med stor försiktighet inför bud. Vidare är vår uppfattning att CFD inte (ännu) används i särskilt stor utsträckning i eventuellt otillbörliga syften vid takeover-strategier, utan används främst för riskhantering och spekulation.

¹⁵⁷ Rule 16 i The City Code on Takeovers and Mergers

6. Otillbörlig marknadspåverkan

CFD-strategier som används för att i tystnad inta ekonomiska positioner i ett bolag eller undvika budplikt kan eventuellt utgöra otillbörlig marknadspåverkan.

6.1 Lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan återfinns i 8 § LHF. Där stadgas det att den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, döms för otillbörlig marknadspåverkan.¹⁵⁸ Detsamma gäller om han eller hon borde inse att förfarandet är ägnat att påverka eller vilseleda.¹⁵⁹ Förbudet är straffrättsligt och det finns inget parallellt förvaltningsrättsligt förbud, varvid administrativa avgifter kan aktualiseras vid överträdelser.¹⁶⁰ Lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument¹⁶¹ är en implementering av Marknadsmissbruksdirektivet¹⁶²

6.1.1 CFD-strategier, otillbörlig marknadspåverkan?

Paragrafen innehåller tre relevanta bedömningar: om förfarandet är kurspåverkande eller vilseledande; om den agerande parten insett eller bort insett detta; slutligen huruvida förfarandet varit otillbörligt.¹⁶³

Angående den första bedömningen kan flaggning vara kurspåverkande information, främst då betydelsefulla marknadsaktörer ökar sitt innehav, vilket anses vara en implicit köprekommendation eftersom valet att öka sitt innehav är grundat på omfattande analyser. När flaggning sker för innehav som närmar sig budpliktsgränsen föreligger signaler till marknaden om ett nära förestående uppköpserbjudande, med tillhörande premie som är högre än marknadskursen. På samma sätt som att flaggning kan vara kurspåverkande torde utebliven flaggning kunna vara kurspåverkande och därmed i vissa fall ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset.¹⁶⁴ Emellertid finns inget påbud enligt gällande rätt att flagga för kontantavräknade CFD. Detta medför att legalitetsprincipen skapar problem.

Det är dock belysande att diskutera CFD ur en marknadspåverkanaspekt. Det ligger närmast till hands att ageranden med CFD i anslutning till offentliga uppköpserbjudanden skulle kunna uppfylla rekvisiten i förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan och främst sådana som sker i ett led i creeping-takeovers. Vid sådana sker avskärmning av aktier från den fria massan, med hjälp av exempelvis CFD, för att försvåra för konkurrerande budgivare och gynna det egna fientliga uppköpsförsöket. Sådana strategiska åtgärder borde anses vara

¹⁵⁸ Ägnat att-rekvisitet innebär att ett förfarande typiskt sett påverkar exempelvis marknadspriset.

¹⁵⁹ 8 § 2 st. LHF.

¹⁶⁰ Sanktionerna för brottet är böter eller fängelse 0-4 år.

¹⁶¹ SFS 2005:377.

¹⁶² 2003/6/EG med tillhörande genomförandedirektiv Definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan, 2003/124/EG.

¹⁶³ Knuts s. 204.

¹⁶⁴ Knuts s. 320.

otillbörligen kurspåverkande och att aktören insett eller bort insett detta. Då det inte finns några svenska exempel på creeping-takeover-strategier har vi studerat de uppmärksammade tyska fallen nedan.

6.2 Tyst stakebuilding med CFD

Både Porsche- och Schaeffler-fallet är exempel på creeping-takeover-strategier, dvs. när bolag i hemlighet bygger upp ekonomiska positioner och skapar en avskärmning av visst aktieinnehav för att förbättra sina chanser att lyckas med ett fientligt uppköpsförsök. Det är ofta fråga om handelsmönster som parkering eller warehousing.¹⁶⁵ Fallen väckte debatt om huruvida det fanns luckor i det tyska regelverket vad gäller flaggningsreglerna och huruvida dessa borde ses över.¹⁶⁶

Åtgärderna har vidtagits i anslutning till offentliga uppköpserbudanden, men fokus ligger på flaggning och otillbörlig marknadspåverkan. Den tyska budplikts- och flaggningsregleringen är snarlik svensk medan regleringen av otillbörlig marknadspåverkan skiljer sig åt.¹⁶⁷

6.2.1 Porsche-fallet

Porsches agerande väckte uppståndelse för om Porsche hade utnyttjat att man inte behöver flagga för kontantavräknade CFD samt huruvida ett speciellt agerande, kallat *squeesing*, konstituerade överträdelse av förbudet mot marknadsmanipulation. I tysk rätt finns parallella förbudsregler mot marknads-/kursmanipulation, ett förvaltningsrättsligt och ett straffrättsligt förbud.¹⁶⁸ Den tyska tillsynsmyndigheten BaFin¹⁶⁹ ansåg att Porsches agerande varken bröt mot flaggningsreglerna eller förbudet mot marknadsmanipulation.

6.2.1.1 Bakgrund

Under hösten 2008 informerade Porsche marknaden att från att ha ägt 35 procent numera ägde 43 procent av aktierna i Volkswagen (målbolaget).¹⁷⁰ Dessutom hade Porsche byggt upp ekonomiskt intresse i målbolaget med hjälp av att de ingått CFD (motsvarande 32 procent) med ett antal parter. Detta informerade Porsche inte om, vilket de inte heller hade

¹⁶⁵ Knuts s. 346.

¹⁶⁶ Knuts s. 343.

¹⁶⁷ Budplikt infördes den för börsnoterade aktiebolag (Aktiengesellschaften) år 2002 och finns idag i 5 kap 35 § den tyska värdepappersförvärv- och Takeoverlagen, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, med budpliktsgräns 30 procent av röstandelen i ett bolag. von Falkenhausen, Frankfurter Allgemeine s. 1.

¹⁶⁸ I tysk rätt kan man förenklat uttrycka det så att förbudet innehåller tre delar, informationsbaserad, transaktionsbaserad och marknadskraftsbaserad. Rekvisit som finns i andra bestämmelser behöver uppfyllas för att kunna konstituera den förvaltningsrättsliga överträdelsen respektive den straffrättsliga. Exv. Krävs för att en *faktisk* kurspåverkan förelegat för att kunna dömas till det straffrättsliga förbudet. § 20a Verbot der Marktmanipulation (1) Es ist verboten, 1. unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind[...]2. Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen oder3. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments[...]

¹⁶⁹ Die Bundesanstalt für Finanzdienst -leistungsaufsicht.

¹⁷⁰ Porsche hade 2005 köpt 19 procent och 2007 hade de ökat till 30 procent i bolaget Volkswagen (VW), vilket utlöste budplikt. Porsche informerade att de inte hade för avsikt att ta över VW utan ämnade erbjuda aktieägarna lägsta möjliga legala pris

skyldighet att göra.¹⁷¹ Man kan anta att Porsche visste att de underliggande aktierna skulle förvärfvas av respektive utgivare.¹⁷² Porsche innehade totalt 75 procent av det ekonomiska intresset i målbolaget och det var allmänt känt att 20 procent av målbolagets aktier innehades av Niedersachsen, som inte sålde eller lånade ut dess aktieblock.¹⁷³

Trots att CFD inte omfattas av informationskraven så informerade Porsche frivilligt om sitt totala ekonomiska intresse motsvarande 75 procent i målbolaget. Enbart cirka 5 procent tillhörde i detta läge den fria massan vilket gjorde att Porsche uppnått en s.k. squeeze-position gentemot short sellers, dvs. begränsat den andel som tillhörde den fria massan och intagit en dominerande ställning för att på så sätt tvinga fram köp från short sellers.¹⁷⁴ Efter offentliggörandet av det ekonomiska intresset i målbolaget steg kursen kraftigt och det var större efterfrågan på aktierna än vad som fanns på marknaden.¹⁷⁵ Hedgefonder hade ingått shortselling-kontrakt till ett värde av 12 procent av målbolaget och tvingades köpa återstoden av den fria massan, 5 procent, och ytterligare 7 procent av Porsche, till det pris Porsche behagade sätta.¹⁷⁶ Hedgefonderna skulle nämligen returnera de aktierna de lånat till diverse parter inom kort.¹⁷⁷ Porsche gjorde stor förtjänst och hedgefonderna ansenlig förlust.¹⁷⁸ 2009 hade Porsche uppnått ett 50 procent innehav men det fientliga takeoverförsöket misslyckades. Porsche och målbolaget nådde en överenskommelse och konsoliderades 2010.¹⁷⁹

6.2.1.2 Kursmanipulation eller försummelse av flaggningsplikt

Porschets handelsmönster är ett typexempel på squeezing, vilket innebär att en dominerande ställning utnyttjas för att låsa ett konstlat pris på en aktie, framkallad av Porsche.¹⁸⁰ Förfarandet ifrågasattes då det kunde innebära överträdelse av förbudet mot kursmanipulation i den tyska motsvarigheten av VpML.¹⁸¹ Dessutom fördes diskussion om Porsche bröt mot tyska flaggningsbestämmelser i ljuset av öppenhetsdirektivet genom att inte flagga för CFD.

¹⁷¹ Kontantavräknade CfD var och är precis som i Sverige, men till skillnad från exv. England och Schweiz, inte flaggningspliktiga.

¹⁷² Knuts s. 346.

¹⁷³ Knuts s. 346.

¹⁷⁴ Knuts s. 346.

¹⁷⁵ Dagen efter offentliggörandet om det 75-procentiga ekonomiska intresset i VW steg kursen från 200 Euro till 1000 Euro/aktie och flera shortsellers tvingades köpa för cirka 1000 Euro/aktie av Porsche för att kunna fullgöra sina förpliktelser gentemot dem de lånat aktierna av.

¹⁷⁶ J. Kammel s. 3. Närmare bestämt hade hedgefonder spekulerat i att aktien skulle gå ner i värdet så att de kunde köpa tillbaka de aktier de lånat till ett bättre pris än det pris de sålt för och sedermera kunna returnera till ägaren. Ökar aktierna i värde utsätts short-sellern/blankaren för en icke-begränsad risk. Aktierna kan stiga i värde obegränsat och blankaren har inget val att avstå från att köpa tillbaka eftersom de måste kunna returnera dem vid viss tidpunkt. Vanlig shortselling är tillåten. Naked shortselling, dvs blankning där den underliggande stocken inte lånas är ofta förbjuden i de flesta europeiska länder, Tyskland inkluderat, enligt reglering eller självreglering.

¹⁷⁷ Knuts s. 347.

¹⁷⁸ Porsche gjorde uppskattningsvis en förtjänst på 30-40 miljoner euro, Se Knuts s. 347

¹⁷⁹ Försöket hindrades av den s.k. VW-lagen har funnits i Tyskland sedan 60-talet och hävdas skydda tyska bolag från försvåra fientliga övertagsförsök. Den har reviderats vid ett flertal tillfällen då den bedömts strida mot den fria rörligheten av kapital i EG-domstolen. William Boston, Berlin. 2009. Hemsida www.time.com.

¹⁸⁰ Knuts s. 347.

¹⁸¹ WpHG Abschnitt (Kap) 4, § 20a, Verbot der Marktmanipulation, Se även Knuts s 347.

Tillsynsmyndigheten ansåg Porsches förfarande vara tillåtet, pga. att kontantavräknade CFD inte omfattas av flaggningsreglerna, varken enligt EU-rätt eller tysk rätt.¹⁸² Eftersom kontantavräknade CFD inte omfattas av informationskraven¹⁸³ kunde Porsche bygga upp en 35 procentekonomisk position utan att behöva informera marknaden om innehavet.¹⁸⁴ Porsche-fallets upplägg låg nära i tiden med Schaefflers omdiskuterade liknande creeping takeover-strategi.

6.2.2 Schaeffler-fallet

Schaeffler ägde år 2008 enbart 3 procent av Continentals (målbolagets) aktier men ingick mellan mars och maj samma år CFD med en bank¹⁸⁵ där de underliggande aktierna motsvarade 28 procent av aktierna i Continental. Detta innehav innebar ett hinder för målbolaget att värja sig från det fientliga övertagandet eftersom det försvårade för målbolaget att få andra intressenter att köpa aktier och därmed blockera för Schaeffler.¹⁸⁶ Inte heller i Schaeffler-fallet ansåg tillsynsmyndigheten att flaggningsplikten åsidosatts.

Trots de kontroversiella fallen Porsche och Schaeffler omfattas än idag inte CFD av informationskraven.¹⁸⁷

7. Legislativa utmaningar

7.1 För- och motargument för strängare reglering

Att värdepappershandeln är gränsöverskridande gör att supranationella riktlinjer är en förutsättning för en sund och stabil värdepappersmarknad. För stor regleringsdiskrepans mellan olika jurisdiktioner kan leda till obalans och sänkt förtroende på värdepappersmarknaden. Eftersom värdepappersmarknaden skiljer sig åt i stor utsträckning i olika länder, inte minst vad gäller bolags ägarkoncentration, är riktlinjer i form av direktiv det bästa legislativa verktyget från EU:s sida.

Förtroendet för värdepappersmarknaden är den mest grundläggande principen som motiverar reglering av värdepappersmarknaden. Marknadstransparens och en effektiv och rättvis marknad är grundläggande för att förtroendet ska upprätthållas, vilket investeringsstrategier genom CFD kan riskera att skada.

Ur en samhällsekonomisk aspekt kan strängare reglering kring användandet av CFD hämma vinstgenerering och innebära färre ägarförändringar i bolag. Det är en stor utmaning för lagstiftaren att stävja icke-önskvärda effekter utan att menligt hämma finansiella inno-

¹⁸² J. Kammel s. 6

¹⁸³ Abschnitt (Kapitel) 5 § 25 WpHG samt § 2 WpHG.

¹⁸⁴ J.Kammel s. 5. Det ryktades om att CfD-arrangemangen i vissa fall inte var kontantavräknade utan att hedgefonder och investmentbanker hållit sig under 5 procentgränsen och att leverans av de underliggande aktierna skulle ske på begäran av Porsche.

¹⁸⁵ Meryll Lynch.

¹⁸⁶ Erbjudandet kostade Schaeffler 12 miljarder dollar. Parterna nådde sedermera en överenskommelse att Schaeffler enbart fick förvärva precis under 50 procent och inte öka sitt innehav under en fyraårs-period.

¹⁸⁷ Risikobegrenzungs-gesetz som trädde kraft 2009.

vationer. Men reglering kan även främja finansiella innovationer eftersom jurister och ekonomer skapar nya instrument och strategiska upplägg med nya såväl som gamla bestämmelser i åtanke. Viljan att kringgå bestämmelser för bolags vinning kommer ständigt driva innovationer framåt.

Ett viktigt motargument till strängare reglering vad gäller flaggning är att det skulle innebära högre kostnader att följa regleringen samt högre administrativ börda. De som skulle beröras av ett mer omfattande informationsflöde är inte bara parterna till CFD och de noterade bolagen utan även Fi och marknadsaktörer.

Komplexiteten är ett problem i sig och hur man räknar ut och bedömer om en transaktion är flaggningspliktig. Man tycks in utländsk rätt ha uppfattningen att tecknaren regelmässigt är intresserad av de underliggande aktierna till CFD oavsett transaktionspris och andra villkor. Allmän osäkerhet och förvirring riskerar prägla den praktiska implementeringen av ändrad reglering och det kan bli svårt för den behöriga myndigheten att utöva tillsyn och sanktionera överträdelser.

7.2 En modernisering av otillbörlig marknadspåverkan?

I Sverige finns enbart ett straffrättsligt förbud mot otillbörlig marknadspåverkan, medan man i många jurisdiktioner har både ett straffrättsligt och förvaltningsrättsligt förbud. I enlighet med legalitetsprincipen som är av största vikt inom straffrätten, i kombination med höga beviskrav är det få som döms för insiderbrott. Vi menar att direktivet borde kräva att medlemsstaterna har ett parallellt förvaltningsrättsligt förbud.

I nuläget är Marknadsmisbruksdirektivet under revidering, "Public Consultation on a revision of the market abuse directive" (MAD)¹⁸⁸ Det svenska finansdepartementet påpekar initialt att redan idag omfattas förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan kontantavräknade derivat. Departementet påpekar vikten av att ha effektiva, proportionella och avskräckande sanktioner för förbudet men uttrycker även implicit viss skepsis med att ha ett förvaltningsrättsligt förbud. Departementet menar att administrativa sanktioner lämpar sig bättre för mindre allvarliga överträdelser än otillbörlig marknadspåverkan.¹⁸⁹

Vi menar att med beaktande av att få döms för otillbörlig marknadspåverkan borde man överväga om risken för skönsmässiga bedömningar vid utdömande av administrativa sanktioner står sig mot att förbudet inte beivras effektivt.¹⁹⁰

7.3 En modernisering av Öppenhetsdirektivet?

Inom EU har man efter utredning adresserat problemen som kan uppkomma pga. derivatarangemang, främst vad gäller CFD i relation till flaggning. EU har i nuläget enbart initierat diskussion angående ändring av Öppenhetsdirektivet, inte Takeover-direktivet. Vi menar att

¹⁸⁸ Marknadsmisbruksdirektivet 2003/6/EG. Public consultation paper från 25.06.2010.

¹⁸⁹ Sweden's response to the European Commission's Public Consultation on the revision of the Market Abuse Directive (MAD) Fi 2010/3837

¹⁹⁰ År 2009 blev 262 anmälda till åklagare, för de s.k. Insiderbrotten, till vilka otillbörlig marknadspåverkan räknas. Se Finansinspektions hemsida. www.fi.se. Insiderbrotten är: insiderbrott, otillbörlig marknadspåverkan, obehörigt röjande av insiderinformation samt misstänkt utebliven rapportering. Finansinspektions hemsida. 51 domar utfärdats från Ekobrottsmyndigheten, varav 39 var fällande domar. Se www.dn.se.

anledningen är att genom att utöka informationskraven kan man även få bukt med problem i anslutning till bud. Främst är syftet att öka transparensen när kontantavräknade CFD används för att inta ekonomiska positioner i ett bolag, med och utan anslutning till bud. En utökning av informationskraven skulle således inte bara påverka flaggningsaspekten utan även budplikt.

Kommissionen har utfärdat ett Consultation Document gällande modernisering av Öppenhetsdirektivet och öppnat upp för diskussion och remissyttranden. Dokumentet angår möjligheten att bl.a. utsträcka flaggningsbestämmelsen till att omfatta kontantavräknade derivat.¹⁹¹ Svenska Fi har inte yttrat sig kring huruvida kontantavräknade derivat borde omfattas av flaggning utan enbart uttalat sig kring att flaggningen i sådant fall istället för, som föreslagits, skulle ske på daglig basis borde ske på månatlig basis.¹⁹² Nasdaq OMX stödjer att kontantavräknade CFD borde omfattas av flaggning.¹⁹³

7.3.1 Reglering av CFD på ett antal europeiska kapitalmarknader

Nedan följer en redogörelse för hur ett antal medlemsstater i EU med viktiga kapitalmarknader valt att hantera CFD i relation till främst flaggning och mer perifert budplikt. Främst gäller det hur Öppenhetsdirektivet har implementerats.

I *Frankrike* så behöver man, sedan 2009, upplysa om innehav av CFD men enbart innehav av långa positioner utlöser inte några förpliktelser under informationsreglerna. De aktieägare som redan omfattas av flaggningsbestämmelserna, pga. aktieinnehav som övergår tröskelvärdena, måste även upplysa om "any agreement or financial instrument which is exclusively cash-settled and which, for that person, has an economic effect similar to that of owning shares", och med det, upplysa om tillhörande rösträtter som är förknippade med de underliggande aktierna. CFD beaktas inte vid beräkning om budpliktsgränsen överskridits.¹⁹⁴

I *Belgien* omfattas inte CFD av flaggningsbestämmelserna och det finns inte heller några lagförslag som tyder på att de kommer omfattas inom det närmsta.¹⁹⁵

I *Italien* har man uppmärksammat CFD som ett problem men tagit en relativ neutral ståndpunkt vad gäller huruvida de borde flaggas eller inte. Italiens övervakningsmyndighet för värdepappersmarknaden¹⁹⁶ har publicerat ett dokument där de uttrycker sin syn på kontantavräknade derivat. Dokumentet säger att dessa derivat borde omfattas av bestämmelserna vad gäller flaggning men samtidigt så ska reglerna vara förknippade med många undantag.¹⁹⁷

¹⁹¹ Consultation document of the modernization of the Directive 2004/109/EC (the Transparency Directive) on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on regulated market. 27.05.2010

¹⁹² Reply from the Swedish Financial Supervisory Authority comments regarding TD review (dir. 2004/109/EC), augusti 2010

¹⁹³ Reply from Nasdaq OMX on Public Consultation[...] augusti 2010.

¹⁹⁴ De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo s. 5

¹⁹⁵ De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo s. 5

¹⁹⁶ "Consob"

¹⁹⁷ De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo s. 6

I *Tyskland* omfattas för närvarande inte innehav av CFD under flaggningsbestämmelserna. Dock så har marknaden blivit mer försiktig och uppmärksam vad gäller dold stakebuilding, pga. Porsche- och Schaeffler-fallen. Detta har lett till att den tyska tillsynsmyndigheten¹⁹⁸ har publicerat ett diskussionsunderlag till ett nytt lagförslag¹⁹⁹, som syftar till att innefatta bl.a. kontantavräknade derivat, såsom CFD. Lagförslaget anger att långa finansiella positioner som överstiger fem procent innehav i ett noterat bolags aktiekapital ska flaggas för, men endast om den korta positionen *kan* förvärva den underliggande aktiestocken som hedge, om den gör det eller inte är irrelevant.²⁰⁰

I *Storbritannien* har tillsynsmyndigheten FSA, sedan 2009, utökat flaggningsbestämmelserna till att omfatta CFD. Detta regelverk är det mest långtgående av alla inom EU och omfattar alla långa finansiella positioner i noterade bolag. Även under takeover-perioder omfattas CFD, men detta enligt Takeover-koden.²⁰¹

I *Holland* kommer ett lagförslag att läggas fram någon gång under 2011 som behandlar rena ekonomiska intressen i förhållande till flaggningsbestämmelserna. Lagförslaget ämnar hämta inspiration från Frankrike och Storbritannien, vilket innebär att långa positioner kommer omfattas av reglerna.²⁰²

I *Finland* var utgångspunkten att kontantavräknade instrument inte omfattas av den finska budpliktsbestämmelsen. Fi har gett ut råd och rekommendationer där CFD omfattas av både flaggning- och budpliktsreglerna såtillvida att tecknaren har en de facto kontroll över de underliggande aktierna. Den finska värdepapperslagen är under revidering och avsikten är att närståendebegreppet enklare även ska omfatta de facto kontroll över rösträtt som är knuten till aktier.

7.3.2 Vilken modell hade passat den nordiska marknaden?

Det är högst sannolikt att Storbritannien kommer att få agera förebild för kommande ändringar i Öppenhetsdirektivet, precis som den brittiska Takeoverkoden fick göra till Takeoverdirektivet. Exempelvis har Holland i sin implementering av Öppenhetsdirektivet tagit utgångspunkt i just Storbritanniens regulativa lösningar. Det är dock ovisst om den brittiska relativt komplexa och omfattande modell, hade passat vår nordiska marknad. Informationsflödet hade blivit stort och möjligen t.o.m. kontraproduktivt och Fi har redan idag mycket begränsade resurser i jämförelse med andra länders tillsynsmyndigheter.²⁰³

Frankrike har valt en mindre ingripande modell som antagligen hade varit bättre anpassad till den nordiska marknaden. Vid fem procentigt aktieinnehav åläggs en skyldighet att även flagga för sina derivatinnehav.

¹⁹⁸”BaFin”

¹⁹⁹ “Act on strengthening investor protection and improving the functionality of capital markets”

²⁰⁰ De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo s. 6.

²⁰¹ De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo s. 6.

²⁰² De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo s. 6.

²⁰³ Artikel i di.se, nätbilagan.

8. Slutsats

Vi har studerat CFD utifrån fyra problemområden: budplikt, flaggning, otillbörlig marknadspåverkan och god sed på aktiemarknaden och har disponerat vår slutsats i enlighet därmed. CFD är problematiskt främst ur aspekter som transparens och investerarskydd, både vad gäller flaggning och budplikt. Vidare försvagas minoritetsskyddet vid CFD-strategier med anknytning till offentliga uppköpserbjudanden. Att utnyttja att CFD inte omfattas av flaggning är en förutsättning för att kunna göra förtjänst med CFD-strategier vid ett offentligt uppköpserbjudande.

CFD i relation till flaggning och CFD i relation till budplikt har stark anknytning till varandra under förutsättning att utgivaren förvärvar hedgen, dvs. de underliggande aktierna, och det åtminstone finns en sannolikhet att tecknaren kommer förvärva aktierna vid avtalets slut. Marknadspraxis vittnar om att tecknaren kan använda CFD för att i tystnad bygga ekonomiska positioner i bolag, med eller utan avsikt att uppnå kontroll i bolaget. När de underliggande aktierna motsvarar gränsvärden som närmar sig gränsvärdena för flaggning eller budplikt finns därför ett informationsvärde för marknaden.

När de underliggande aktierna till CFD motsvarar gränsvärdena vid flaggning aktualiseras enbart frågan om marknaden borde få ta del av informationen. Vid gränsvärden som närmar sig 30 procent är CFD problematiskt på så vis att en aktör genom CFD kan utöka sin dispositionsrätt över när eller om budplikt utlöses.

CFD-strategiers tillåtlighet kan diskuteras mot bakgrund av dess marknads- och kurspåverkan. Genom CFD kan man nämligen åstadkomma avskärmning av aktier från den fria massan. Vår huvudsakliga slutsats är att CFD-strategier är oförenliga med god sed på aktiemarknaden vid uppenbara kringgåenden av främst budpliktsreglerna men även avseende flaggningsreglerna. Vid bedömningen av en åtgärds förenlighet med god sed på aktiemarknaden kan AMN med fördel hämta vägledning från utländsk reglering, praxis och doktrin.

Derivatmarknaden är ännu relativt outvecklad i Sverige och en viss försiktighet i användandet av CFD i investeringsstrategier kan skönjas. Potentiella budgivare är nämligen måna om god anslutning och vill inte bli kritiserade av aktieägare, bolagsledningen, marknadsaktörer eller media. Istället för CFD används exempelvis irrevocables och optioner där rättsläget och marknadspraxis är klarare för vad som är tillåtet respektive otillåtet.

Omfattas CFD av budpliktsbestämmelsen och är instrumentet flaggningspliktigt?

Det finns inget legalt stöd för att innehav av CFD ska beaktas vid beräkningen av huruvida gränsvärdet för budplikt uppnåtts. Budplikt utlöses när en aktör uppnår 30 procent av det totala röstantalet i ett noterat bolag. Enbart aktieinnehav ska tas med i beräkningen och enbart definitiva aktieförvärv omfattas.

Enligt lag omfattas inte kontantavräknade derivatinstrument - till vilka CFD räknas - av flaggningsreglerna, när det enligt kontraktet inte finns rätt till aktieavräkning utan enbart rätt till kontantavräkning. Att tecknaren ofta med lätthet kan omvandla derivaten till aktier, dvs. förvärva de underliggande aktierna om denne vill, beaktas inte.

Öppenhetsdirektivet styr vilka finansiella instrument som är flaggningspliktiga. Avgörande är huruvida det finns en *ovillkorlig rätt* för tecknaren att förvärva de underliggande aktierna. Det tycks enligt direktivet även vara tillräckligt om förvärvet kan ske på tecknarens eget initiativ eller på dess eget gottfinnande. Den svenska implementeringen skiljer sig inte från andra jurisdiktioners implementering där man inte heller fäst någon vikt vid de alternativa uttrycken vid sidan om den ovillkorliga rätten. Det ligger således närmast till hands att en korrekt implementering av Öppenhetsdirektivet innebär att det krävs en ovillkorlig rätt att förvärva de underliggande aktierna, för att instrumenten ska vara flaggningspliktiga. Således är CFD inte flaggningspliktiga.

Närstående enligt LUA alternativt LHF

Vad gäller närståendeförhållandet enligt LHF gäller i huvudsak samma bedömning som enligt LUA. I LHF finns ingen motsvarighet till LUA:s punkt "samarbete för att uppnå kontroll". Är det aktuella gränsvärdet i närheten av 30 procentsgränsen ska förhållandet istället bedömas enligt närståendeparagrafen i LUA.

Det finns utrymme för att CFD skulle kunna tillmätas betydelse för när budplikt anses uppkomma pga. att en tecknare och en utgivare kan anses ha skapat ett närståendeförhållande genom avtalets ingående, vilket föranleder att deras aktieinnehav ska sammanräknas. Effekten kan bli att budpliktsgränsen överskridits i ett tidigare skede än då tecknaren planerat att förvärva aktier så att budpliktgränsen uppnås. Detta kan i sin tur påverka lägsta legala pris som aktören måste erbjuda i ett offentligt uppköpserbudande.

I budpliktsbestämmelsen finns en viss dispositionsrätt för aktören när eller om budplikten ska utlösas. Det finns bl.a. möjlighet för aktören att inom fyra veckor efter utlöst budplikt avyttra aktier så att budpliktgränsen underskrids. CFD-strategier möjliggör för en aktör att utvidga sin dispositionsrätt för när eller om dess budplikt ska utlösas. Ett vanligt motiv bakom CFD-strategier är att aktören ämnar frångå lägsta-legala-pris-principen (se exv. CayTel-fallet).

Avtalsrekvisitet

För att konstatera att ett närståendeförhållande föreligger krävs en uttrycklig överenskommelse, ett skriftligt eller muntligt avtal, om samarbete. Varken AMN, Fi eller domstolen ansåg det styrkt att en överenskommelse av detta slag förelåg i CayTel-fallet. Domstolen konstaterar att enbart ingående av CFD inte medför att ett närståendeförhållande uppstår men det kan finnas överenskommelser vid sidan av eller enligt villkoren i CFD som medför att rekvisiten i närståendeparagrafen uppfylls.

Takeoverdirektivet definierar uttryckliga avtal som skriftliga, muntliga och underförstådda avtal. Det sistnämnda begreppet har inte förts in i svensk lag och vi menar att anledningen därtill är för att upprätthålla förutsebarhet och rättssäkerhet.

Kontrollrättsrekvisitet

Tecknaren av CFD har ingen rätt att utöva kontroll över de underliggande aktierna. Huruvida tecknaren kan anses utöva s.k. de facto kontroll över aktierna är en del av närståendebedömningen och är omdiskuterat främst i utländsk men även i svensk rätt. Konstateras de facto kontroll anses tecknaren och utgivaren vara närstående och deras totala aktieinnehav ska då konsolideras.

Vad som inbegrips i begreppet de facto kontroll är påverkan på rösträtt, sannolikheten att aktierna avskärmas från den fria massan och slutligen sannolikheten för att tecknaren kommer att förvärva aktierna vid avtalets slut. Avseende rösträtten kan tecknaren påverka utgivaren i dess utövande av rösträtten eller att rösträtten passiveras. Det finns inga ekonomiska incitament för banken att utöva sin rösträtt, varför det finns fog för att istället rösta i enlighet med tecknarens vilja. Avseende avskärmningen av aktier förvärvar utgivaren ofta hedgen, de underliggande aktierna, för att neutralisera risken. Aktierna stannar sannolikt i dennes ägo under avtalstiden, vilket innebär en avskärmning av aktierna från den fria massan. Slutligen tycks det finnas en sannolikhet att tecknaren förvärvar aktierna vid avtalets slut (förutsatt att utgivaren är ägare av aktierna).

Skulle det konstateras att tecknaren, grundat på ovanstående omständigheter, har haft de facto kontroll över aktierna krävs dessutom enligt gällande rätt att en överenskommelse om samarbete kan styrkas.

I CayTel-fallet ansågs inget närståendeförhållande föreligga. Aktier parkerades hos banken, ev. för att kringgå budplikten som annars hade utlösts, men det var inte styrkt att det fanns ett avtal om samarbete. Vidare talade utgivarens vidareförsäljning av de underliggande aktierna mot att de facto kontroll tillika närståendeförhållande förelåg. Hade vidareförsäljningen inte skett så hade AMN möjligen bedömt förfarandet annorlunda och sett det som ett avtalsarrangemang som syftade till att kringgå budplikten och att därmed förfarandet stred mot god sed.

I 3 kap 5 § 4 och 5 p LUA krävs en gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning, alternativt gemensamt syfte att uppnå kontroll. Dessa rekvisit är svåra att uppfylla eftersom banken vanligtvis inte har samma syfte med transaktionen som tecknaren.

I norsk rätt, i SeaDrill-fallet, har närståendeförhållande konstaterats pga. de facto kontroll men utan styrkt avtal. Domstolen fäste särskild vikt vid marknadspraxis och omständigheter som indikerade att det var fråga om mer än rent finansiella positioner; tecknarens intresse för målbolaget, den konkurrerande budgivaren som påverkades av att aktier avskärmats från den fria massan samt att tecknaren inte på egen hand kunde förvärva aktierna utan att överskrida budpliktsgränsen. Trots att det inte fanns ett gemensamt syfte fanns det en vetskap hos banken om tecknarens syfte att uppnå kontroll i bolaget. Effekten av det konstaterade närståendeförhållandet blev att lägsta pris skulle vara vad som högst betalades för en aktie i hedgen i CFD-upplägget.

I ett amerikanskt rättsfall tillskrevs tecknaren av ett CFD de facto kontroll varför tecknaren skulle flagga för de underliggande aktierna. Domstolen lade bl.a. vikt vid att tecknaren

haft ekonomiska möjligheter att förvärva de underliggande aktierna och att tecknaren valt en viss utgivare pga. hur denne skulle komma att utöva rösträtten.

Slutsats gällande närståendebedömningen enligt LUA och LHF

Enligt gällande rätt krävs att avtal om samarbete föreligger, oavsett om de facto kontroll kan fastställas i vissa CFD-relationer. Enbart de fall där överenskommelse är styrkt torde kunna konstituera ett närståendeförhållande med en påföljande konsolidering av aktieinnehav. Höga krav måste fortsatt ställas på överenskommelsen för att inte öppna upp för att indikationer och sannolika orsaker bakom ageranden blir tillräckligt för att konstatera att avtal. De facto kontroll utan styrkt avtal borde snarare beaktas i bedömningen av huruvida ett förfarande strider mot god sed på aktiemarknaden.

CFD, med eller utan anslutning till bud: Otillbörlig marknadspåverkan?

Det faktum att CFD inte är flaggningspliktiga möjliggör tyst stakebuildning. Utebliven flaggning kan förvisso vara kurspåverkande information men eftersom inget legalt påbud finns att flagga för CFD borde det inte kunna konstituera otillbörlig marknadspåverkan. Skulle Öppenhetsdirektivet moderniseras och fastställa att CFD är flaggningspliktiga skulle otillbörlig marknadspåverkan kunna aktualiseras pga. att det då åläggs aktörerna en plikt att flagga. Pga. legalitetsprincipen och höga beviskrav borde CFD-strategier normalt inte konstituera otillbörlig marknadspåverkan. Marknadsmisbruksdirektivet är i nuläget under modernisering och vi menar att införande av implementeringskrav på medlemsstaterna att ha ett förvaltningsrättsligt förbud mot otillbörlig marknadspåverkan är önskvärt.

Trots att CFD-strategier alltså normalt inte torde konstituera otillbörlig marknadspåverkan är det betydande att diskutera strategierna ur denna aspekt. Det ligger närmast till hands att ageranden med CFD i anslutning till offentliga uppköpserbudanden skulle kunna uppfylla rekvisiten i förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan och främst sådana som sker i creeping-takeover-strategier. Vid sådana sker avskärmning av ett stort antal aktier från den fria massan, med hjälp av exempelvis CFD, för att försvåra för konkurrerande budgivare och gynna det egna uppköpsförsöket. I Tyskland ansågs Porsches uppmärksammade agerande vid dess övertagsförsök av Volkswagen, i doktrin och media, vara ett utnyttjande av att CFD inte är flaggningspliktiga. Agerandet kunde inte angripas legalt eftersom CFD inte är flaggningspliktiga och inte heller ansågs bryta mot det förvaltningsrättsliga förbudet mot otillbörlig marknadspåverkan.

Negativa och positiva effekter av strängare reglering vid flaggning och budplikt

Öppenhetsdirektivet är under modernisering och det har föreslagits att den långa positionen i ett CFD (tecknarens position) ska omfattas av flaggningsreglerna, vilket även hade påverkat användandet av CFD i anslutning till bud. Vi ser vissa praktiska tillämpningsproblem av utökade informationskrav och ställer oss frågan hur det utökade informationsflödet skulle mottas av marknadsaktörer, närmare bestämt om marknaden skulle kunna ta till sig den relativt komplexa och omfattande informationen på ett effektivt sätt. Både bolagen och Fi hade fått

ökade kostnader och dessa måste vägas mot de positiva effekterna – ökad transparens och stärkt investerarskydd.

De positiva effekterna med strängare reglering är främst mer transparens och större förutsebarhet. Detta skulle medföra en mindre omfattande dispositionsrätt för om eller när budplikt ska utlösas. Det innebär exv. att en aktör inte i samma utsträckning kan senarelägga budplikten och på så vis undvika att priset i föraffärer utgör lägsta-legala-pris. Strängare reglering skulle därmed medföra ett stärkt minoritets- och investerarskydd.

Förväntad EU-rättslig utvidgning av flaggningsbestämmelsen

Kommissionen har initierat diskussion angående ändring av Öppenhetsdirektivet för att öka transparensen när kontantavräknade derivat, däribland CFD, används för att inta ekonomiska positioner i ett bolag. Kommissionens dokument gäller bl.a. möjligheten att utsträcka flaggningsbestämmelsen till att omfatta kontantavräknade derivat.²⁰⁴ Svenska finansdepartementet är neutralt till förslaget medan Nasdaq OMX stöder uppfattningen att tecknare av kontantavräknade CFD ska flagga för dessa långa positioner.²⁰⁵

God sed för att dra upp riktlinjer kring CFD

Vi anser att AMN borde stävja menliga effekter av CFD, genom att dra upp riktlinjer för användningen av CFD, antingen i ett principuttalande eller i ett ärende som rests av annan aktör. I en kommentar i Takeoverreglerna har utrymme lämnats för att vissa avtalsarrangemang, med vilka man kan åstadkomma kontrollägarskifte, kan anses vara oförenliga med god sed. Främst åsyftas troligen optionsavtal men även CFD-strategier som tycks syfta till kringgående av budpliktbestämmelser borde omfattas av lydelsen.

Vi menar att bedömningen av huruvida CFD-upplägg är förenliga med god sed bör ta utgångspunkt i relationen mellan tecknaren och utgivaren och om ett kringgående förelegat där grundläggande principer åsidosatts. Vägledning kan hämtas ur exv. norsk, finsk och amerikansk rätt för att utreda huruvida tecknaren utövar de facto kontroll över de underliggande aktierna. AMN skulle kunna karakterisera ett avtalsarrangemang på så vis att kontrollägarskifte får anses ha uppkommit redan vid ingåendet av CFD.

Vidare kan AMN angripa CFD-strategier ur en mer renodlad god sed-aspekt. Är det i vissa fall fråga om otillbörliga, uppenbara kringgåenden av budpliktbestämmelsen, i riskzonen för att vara otillåtet enligt gällande rätt, och blir syftena, däribland minoritetsskyddet, förfelade?

Även vad gäller flaggning kan AMN uttala sig om den anser att det finns ett behov att uttolka och bedöma förenlighet med god sed trots att flaggning inte tillhör dess delegerade uppgifter. Det går inte att bortse från att det enligt gällande rätt inte finns en flaggningsskyldighet för kontantavräknade derivat, varför det hade krävts ett principuttalande för att kommunicera till marknaden att AMN ändrat uppfattning om CFD.

²⁰⁴ Consultation document of the modernization of the Directive 2004/109/EC (the Transparency Directive) on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on regulated market. 27.05.2010

²⁰⁵ Reply from Nasdaq OMX on Public Consultation[...] augusti 2010.

Vid en jämförelse mellan användande av CFD med och utan anslutning till bud ligger det närmre till hands att CFD-upplägg i anslutning till bud strider mot god sed. Dels pga. budplikten tillhör de delegerade uppgifterna, dels pga. kommentaren i Takeover-reglerna där vissa avtalsarrangemang, med vilka kontrollägarskifte kan åstadkommas, särskilt tas upp som eventuellt oförenliga med god sed. Det ställs vidare höga krav på att en potentiell budgivare ska agera aktsamt.

Principuttalande där omfattande CFD-strategier anses strida mot god sed

Eftersom det inte finns en plikt enligt gällande rätt att flagga för CFD torde det vara svårt att retroaktivt angripa ageranden för att strida mot god sed. Det finns inte heller påbud som förbjuder CFD-strategier, i syfte att undvika eller förskjuta sin budplikt.

AMN är inte en övervakningsmyndighet, de tar istället ställning till potentiellt klandervärda beteendet i efterhand och bedömer dess förenlighet med god sed. Förutsatt att beteendet fortgår utan AMN:s ingripande, kan det skapas en marknadspraxis som tolererar CFD för att åstadkomma uppenbara kringgåenden av lag. En etablerad marknadspraxis ska, i enlighet med den ömsesidiga växelverkan, ändras av AMN med stor försiktighet. Det är därför bättre att AMN utvärderar dess förenlighet med god sed redan innan det etableras ett beteende hos aktörerna. Om AMN hade dragit upp riktlinjer för användningen av CFD så hade marknadsaktörerna med största sannolikhet följt dessa och därigenom stävjat den menliga påverkan CFD-upplägg kan ha på transparens och förtroendet på värdepappersmarknaden.

Även om det ännu inte har etablerats ett beteende som tyder på missbruk av CFD på den svenska marknaden har vi sett bevis på det utomlands och framförallt i övriga Europa. Det är troligtvis inte en fråga om utan snarare när otillbörliga ageranden får fäste även i Sverige. AMN borde således tidigt etablera en god marknadspraxis i form av ett initiativuttalande. Vi menar att CFD-strategier, främst i anslutning till offentliga uppköpserbudanden, vid uppenbara kringgåenden och åsidosättanden av budpliktens syften, borde anses vara oförenliga med god sed på aktiemarknaden.

Källförteckning

Offentligt tryck

Sverige

Informationskrav i noterade företag, m.m. Prop. 2006/07:65

Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden Prop. 2005/06:140

Ny lag om värdepappersmarknaden Prop. 2006/07:115

Finland

Fi Standard 5.2b

Fi Standard 5.2c

Norge

NOU 1996:2

Börscirkulär 01/2003

Litteratur

Stattin, Daniel, *Takeover: offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, uppl. 2, Thomson Reuters Professional AB, Stockholm, 2009.

Stattin, Daniel, Broneus, Sandra, *Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden*, Thomson Reuters Professional AB, Stockholm, 2010.

Knuts, Mårten, *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*, Soumalainen Lakimiesyhdistys, Helsingfors, 2010.

Artiklar

De Nardis, Eugenio och Tonello, Matteo, *The Conference Board: Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests*.

Johansson, Erik, *Finansmarknadens rapport nr 5, Central motpartsclearing av OTC-derivat*.

Sjöman, Erik, *Uppköpserbudanden, irrevocables och flaggning*, SvJT 2008-09 Nr 1.

Linklaters, *New FSA rules on disclosure of interest in UK Companies*, London, Maj 09.

Ashurst, *Disclosure of contracts for difference: the long and short of it*, London, juni 09.

Armin J. Kammel, *The dilemma of blind spots in capital markets – How to make an efficient use of regulatory loopholes?* The German Law Journal Vol. 10 No. 5, 2009.

Hu, Henry och Black, Bernard, *The new vote buying: Empty Voting and Hidden (morphable) Ownership*, *Southern California Law Review*, Vol. 79, May 2006, Number 4.

Skog, Rolf, *Does Sweden need a mandatory bid rule? A critical Analysis*, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam, 1997.

Consultation Paper 07/20, *Disclosure of Contracts for Difference, FSA Consultation and draft Handbook text*.

Joachim Freiherr von Falkenhausen, Partner på Latham & Watkins, Hamburg, Sonderdruck aus der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 28. Juli 2010, Frankfurter Allgemeine.

Deutsche Börse Group *The Global Derivatives Market, An Introduction* White Paper Publicerat 2008

Internetkällor

www.contracts-for-difference.com/contracts-for-differences.html

www.finanssivalvonta.fi/se/Noterade_bolag/Flaggning/Pages/Derivatkontrakt_flaggningsplikt.aspx

www.fi.se/utredningar/statistik/marknadsmisbruk/anmalt-till-aklagare

www.dn.se/ekonomi/nytt-rekord-for-brott-pa-borsen

www.di.se/Templates/Public/Pages/ArticlePrint.aspx?pl=226899__ArticlePageProvider

www.time.com/time/business/article/0,8599,1896714,00.html

EU-rätt

Öppenhetsdirektivet 2004/109/EG, ändrat genom direktiv 2008/22/EG samt genomförandedirektivet 2007/14/EG

Takeoverdirektivet 2004/25/EG

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) 2004/39/EG

Banksamordningsdirektivet 89/646/EG

Marknadsmisbruksdirektivet 2003/6/EG

Konsultationsdokument

Consultation document of the modernization of the Directive 2004/109/EC (the Transparency Directive) on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on regulated market. 27.05.2010

European Commission's Public Consultation on the revision of the Market Abuse Directive (2003/6/EC)

Uttalanden

Reply from Nasdaq OMX on Public Consultation[...] augusti 2010.

Reply from the Swedish Financial Supervisory Authority comments regarding TD review (dir. 2004/109/EC), augusti 2010

Sweden's respons to the European Commission's Public Consultation on the revision of the Market Abuse Directive (MAD) Fi 2010/3837

Rättsfall

Förvaltningsrätten Målnr. 11586-10 (CayTel)

Oslo TR, 07-039572TVI-OTIR/08 (SeaDrill)

Borgarting lagmansrett, saknr 08-027119ASI-BORG/03 (SeaDrill)

Beslut och uttalanden från Finansinspektionen

Sverige

Dnr 08-6037

Dnr 09-533

Fi 2010/3837

Finland

Fi remiss 5/2008, dnr 4/121/2008.

Aktiemarknadsnämndsuttalanden

AMN 2008:47

AMN 2008:20

AMN 2006:29

AMN 2008:48

AMN 2006:2

AMN 2008:6

AMN 2002:1

AMN 2008:43

AMN 2002:2

AMN 2007:31

E-mailkorrespondens

Ilmonen, Klaus, partner på Hannes Snellman, Helsingfors, Finland.

Dr. Knuts, Mårten, partner på Krogerus, Helsingfors, Finland.