

Juridiska Institutionen  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Examensarbete på juristprogrammet, vårterminen 2018  
30 högskolepoäng

Handledare: Erik Lidman

## **Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden**

En kartläggning av möjligheten till prisdifferentiering i ett antal länder

Simon Thungren



**GÖTEBORGS UNIVERSITET**  
**HANDELSHÖGSKOLAN**

# Innehållsförteckning

Förkortningar och begrepp .....	1
1. Inledning .....	2
1.2 Syfte .....	2
1.3 Metod och material.....	3
1.3.1 Avgränsning .....	4
1.3.2 Urval av länder .....	4
1.4 Disposition .....	4
2. Aktiers och bolagsstämmans funktion .....	5
2.1 Aktiers funktion .....	5
2.2 Närmare om bolagsstämman och röstvärdesskillnader .....	5
3. Den svenska regleringen av prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde .....	7
3.1 Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden.....	7
3.2 Takeover-reglerna .....	8
3.3 Aktiemarknadsnämnden.....	8
3.4 Likabehandlingsprincipen .....	8
3.5 Likabehandlingsprincipen vid prisbestämning av offentliga uppköpserbjudanden .....	9
3.5.1 För-, sido- och efteraffärer .....	9
3.5.2 Budplikt och dess inverkan på prisdifferentiering.....	10
3.6 Artikel II.11 i takeover-reglerna.....	11
3.6.1 Äldre svensk rätt.....	11
3.6.2 Nuvarande Artikel II.11 i takeover-reglerna .....	12
4. Prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde .....	14
4.1 Typfall.....	14
4.2 Danmark.....	15
4.2.1 Bolagsrättslig reglering .....	15
4.2.2 Noterade bolag .....	15
4.2.3 Prisdifferentiering.....	15
4.2.4 Typfall .....	16
4.3 Finland.....	17
4.3.1 Bolagsrättslig reglering .....	17
4.3.2 Noterade bolag .....	17
4.3.3 Prisdifferentiering.....	18
4.3.4 Typfall .....	19
4.4 Storbritannien.....	20
4.4.1 Bolagsrättslig reglering .....	20

4.4.2. Noterade bolag .....	20
4.4.3 Prisdifferentiering.....	20
4.4.4 Typfall .....	22
4.5 Frankrike .....	23
4.5.1 Bolagsrättslig reglering .....	23
4.5.2 Noterade bolag .....	24
4.5.3 Prisdifferentiering.....	24
4.5.4 Typfall .....	25
4.6 Italien.....	25
4.6.1 Bolagsrättslig reglering .....	25
4.6.2 Noterade bolag .....	26
4.6.3 Prisdifferentiering.....	26
4.6.4 Typfall .....	26
4.7 Schweiz .....	27
4.7.1 Bolagsrättslig reglering .....	27
4.7.2 Noterade bolag .....	27
4.7.3 Prisdifferentiering.....	27
4.7.4 Typfall .....	29
4.8 USA.....	30
4.8.1 Bolagsrättslig reglering .....	30
4.8.2 Noterade bolag .....	30
4.8.3 Prisdifferentiering.....	31
4.8.4 Typfall .....	32
4.9 Kanada.....	33
4.9.1 Bolagsrättslig reglering .....	33
4.9.2 Noterade bolag .....	33
4.9.3 Prisdifferentiering.....	34
4.9.4 Typfall .....	35
4.10 Japan.....	36
4.10.1 Bolagsrättslig reglering .....	36
4.10.2 Noterade bolag .....	36
4.10.3 Prisdifferentiering.....	37
4.10.4 Typfall .....	38
4.11 Sydafrika .....	38
4.11.1 Bolagsrättslig reglering .....	38
4.11.2 Noterade bolag .....	38
4.11.3 Prisdifferentiering.....	39

4.11.4 Typfall .....	40
4.12 Singapore.....	41
4.12.1 Bolagsrättslig reglering .....	41
4.12.2 Noterade bolag .....	41
4.12.3 Prisdifferentiering.....	42
4.12.4 Typfall .....	44
4.13 Hongkong .....	44
4.13.1 Bolagsrättslig reglering .....	44
4.13.2 Noterade bolag .....	44
4.13.3 Prisdifferentiering.....	45
4.13.4 Typfall .....	46
5 Sammanställning och jämförelse .....	47
5.1 Resultatet av studien i siffror .....	47
5.2 Aktiestrukturer med röstvärdesskillnader .....	48
5.3 Användningen av aktier med olika röstvärden.....	48
5.4 Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde .....	49
5.4.1 Tillåten prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden.....	50
5.4.2 Premieskillnader för aktier med olika röstvärde .....	51
5.4.3 Då prisdifferentiering inte är möjligt.....	53
6. Diskussion om den svenska regleringen i ljuset av studien .....	54
6.1 Likabehandlingsprincipens omfattning .....	54
6.2 Värdet av aktiers rösträtt i samband med ett offentligt uppköpserbjudande .....	55
6.3 Synen på aktiestrukturer med röstvärdesskillnader.....	56
7. Slutsats .....	59
Källförteckning .....	60

## Förkortningar och begrepp

### Förkortningar

<b>ABL</b>	Aktiebolagslag (2205:551)
<b>AMF</b>	Autorité Des Marchés Financiers
<b>AMN</b>	Aktiemarknadsnämnden
<b>Börs</b>	Värdepappersinstitut som bedriver reglerad marknad
<b>Hongkongbörsen</b>	Hong Kong Stock Exchange (HKEX)
<b>Köpenhamnsbörsen</b>	OMX Nasdaq Köpenhamn
<b>LUA</b>	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
<b>Parisbörsen</b>	Euronext Paris
<b>Prop.</b>	Proposition
<b>SEC</b>	United states Securities and exchange commission
<b>Singaporebörsen</b>	Singapore Exchange (SGX)
<b>SIX</b>	SIX Swiss Exchange
<b>SOU</b>	Statens offentliga utredningar
<b>Stockholmsbörsen</b>	Nasdaq OMX Stockholm
<b>Takeover Code</b>	City Code on Takeovers and Mergers, 2016
<b>Takeover-direktivet</b>	Direktiv 2004/25/EG
<b>Takeover-reglerna</b>	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, Kollegiet för svensk bolagsstyrning
<b>Tokyobörsen</b>	Tokyo Stock Exchange
<b>Torontobörsen</b>	Toronto Stock Exchange

### Centrala Begrepp

<b>Aktiestrukturer med röstvärdesskillnader</b>	Bolag som innehar aktier med olika röstvärde. Avser inte röstlösa aktier.
<b>Bolag</b>	Aktiebolag eller motsvarande utländska bolag
<b>Emission</b>	Utfärdande av aktier
<b>En aktie – en röst</b>	Bolag vars aktier innehar en röst per aktie
<b>Uppköpspremie</b>	Skillnaden mellan aktiens börskurs och priset i ett offentligt uppköpserbjudande
<b>Målbolag</b>	Det bolag som blir föremål för uppköpserbjudande

# 1. Inledning

I Sverige är det vanligt för noterade bolag att emittera aktier med olika röstvärden, så kallade A- och B-aktier. Aktier med olika röstvärde har historiskt varit en omdebatterad fråga. Numera är en sådan aktiestruktur väletablerad och allmänt accepterad på den svenska aktiemarknaden. En mer omdiskuterad fråga på aktiemarknaden idag gäller vederlaget för aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden. Den svenska regleringen har gått från att tillåta prisdifferentiering mellan aktier av olika slag till att idag ge en mycket begränsad möjlighet att prisdifferentiera mellan aktier av olika slag när enbart röstvärdet skiljer aktierna åt.

Bestämmelsen återfinns i artikel II.11 i Nasdaq OMX Stockholms takeover-regler och är ett utflöde av den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen. Den nuvarande regleringen innebär att likabehandlingsprincipen har utvecklats från att omfatta aktier med identiska villkor till att även omfatta aktier med icke identiska villkor. Införandet av bestämmelsen skedde 2009 och föranleddes av en infekterad debatt. Frågan splittrade även Näringslivets Börskommitté, som fram till 2010 ansvarade för utvecklingen av takeover-regelverket, då ledamöterna inte var enade vid omröstningen. Något som aldrig tidigare hänt.<sup>1</sup>

Internationellt är frågan avseende bolags möjlighet att emittera aktier med olika röstvärden en mycket omdiskuterad fråga.<sup>2</sup> Mot bakgrund av den svenska regleringen är det för svenskt vidkommande intressant att undersöka ett antal länders reglering av vederlaget för aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden. I uppsatsen har därför en internationell kartläggning av möjligheten till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden i offentliga uppköpserbjudande genomförts.

## 1.2 Syfte

Det huvudsakliga syftet med uppsatsen är att kartlägga möjligheten till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudande i ett antal länder. Uppsatsen syftar till att först förklara den svenska regleringen om förbudet mot prisdifferentiering. Vidare utreds i vilken utsträckning prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde är tillåten för börsnoterade bolag i ett antal olika jurisdiktioner. Slutligen avses att mot bakgrund av studiens internationella utblick diskutera det svenska förbudet mot prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden med utgångspunkt i den svenska likabehandlingsprincipens omfattning på aktiemarknaden.

För att uppfylla syftet har följande frågeställningar ställts:

---

<sup>1</sup> Se Lidman, *Aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden, en historisk analys*.

<sup>2</sup> Tan & Robertsson, Bloomberg, 28/9 2017.

- (I) I vilken utsträckning är det tillåtet med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden i olika jurisdiktioner?
- (II) Hur förhåller sig den svenska regleringen avseende prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden i ett internationellt perspektiv?

### 1.3 Metod och material

I uppsatsen har en kartläggande studie avseende olika länders nationella regleringar på aktiemarknadens område genomförts. Studien har således genomförts med spår av en komparativ metod. En fullt ut komparativ metod har dock inte använts eftersom kartläggningen behandlar olika länders regleringar parallellt. En metod där olika rättssystem behandlas parallellt är inte en komparativ metod eftersom det saknar jämförande inslag.<sup>3</sup>

En delvis komparativ metod har dock använts i kapitel fem. Kapitlet innehåller en sammanställning och jämförelse av resultatet av kartläggningen där utvalda likheter och skillnader länderna emellan belyses och diskuteras. Kapitlet utgör inte en tillräckligt grundlig jämförelse mellan rättssystemen eftersom det huvudsakliga syftet inte är att i detalj studera likheter och skillnader mellan rättssystemen. Istället avses att kartlägga och utreda en snävt avgränsad fråga. Det blir således inte korrekt att tala om att en enhetlig komparativ metod har använts.

Eftersom kartläggningen i huvudsak syftar till att undersöka möjligheten till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden är studien inte analyserande och djupgående för varje enskilt land. Studien är i största delen en sammanställning av den aktuella frågeställningen och underlaget sträcker sig inte vidare än att undersöka regleringen avseende prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. En grundlig kartläggning av de olika rättssystemen har således inte skett.<sup>4</sup>

Vad gäller de inledande kapitlen som behandlar den svenska regleringen på aktiemarknaden har en rättsdogmatisk metod använts för att fastställa gällande rätt på området. Eftersom aktiemarknaden i stor utsträckning är ett område för självreglering har, utöver förarbeten, lagtext, relevant doktrin och även aktiemarknadsnämndens uttalanden beaktats. Kartläggningen av ländernas reglering har utgått från en rättsdogmatisk metod. Eftersom det är svårt att finna tillräckligt med tillförlitlig information om de utländska rättsreglerna begränsar det möjligheten till en fullt ut omfattande rättsdogmatisk metod.

Informationen för studien har nästan uteslutande hämtats från internet samt från relevant litteratur och relevanta artiklar på rättsområdet.

---

<sup>3</sup> Valguarnera, *Den komparativa metoden*, s. 141.

<sup>4</sup> Sandgren, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, s 54.

### 1.3.1 Avgränsning

Utifrån den svenska aktiemarknaden är arbetet avgränsat genom att enbart behandla reglerna kring offentliga uppköpserbjudanden för bolag och övriga aktörer på den reglerade marknaden Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörsen). Gällande aktier och dess egenskaper omfattar arbetet i huvudsak aktier som endast skiljer sig åt avseende röstvärdesskillnader och inte ekonomiska eller andra rättigheter. Vidare fokuserar kartläggningen på aktier och inte andra finansiella instrument som kan liknas vid och/eller jämföras med aktier.

Studien omfattar inte röstlösa aktier. Inte sällan är röstlösa aktier kompenserade med ekonomiska fördelar, vilket medför att det inte enbart är röstvärdet som skiljer en röstlös aktie från en röstberättigad aktie. Dessutom är det inte tillåtet att emittera aktier utan rösträtt i Sverige. Med beaktande av dessa faktorer blir en jämförelse ur ett svenskt perspektiv inte tillräckligt relevant för att motivera att röstlösa aktier ska inkluderas. Ytterligare avgränsning har skett genom urvalet av länder i studien.

### 1.3.2 Urval av länder

Urvalet av länder har gjorts med utgångspunkt i de 20 största börserna i världen utifrån börsvärdet. Eftersom studien omfattar aktier med olika röstvärden har en gallring skett utifrån länder och börser som tillåter aktier med röstvärdesskillnader i större omfattning än enbart röstberättigande aktier med en röst och röstlösa aktier. Länder som Spanien, Tyskland, Australien, m. fl. ingår därför inte i studien.

Svårigheten med att hitta relevant information har även påverkat urvalet. Två länder som fallit bort på grund av bristande information är Indien och Nederländerna. I Indien finns några få bolag som har en aktiestruktur som medför att aktier innehar olika röstvärden. För Nederländerna är den aktuella aktiestrukturen relativt vanlig. En adekvat utredning av ländernas reglering har således inte låtit sig göras.

## 1.4 Disposition

I kapitel två ges en övergripande förklaring av aktier och rösträttens betydelse i ett aktiebolag. Kapitlet syftar till att belysa betydelsen av aktiers rösträtter. Därefter förklaras i kapitel tre de svenska reglerna av offentliga uppköpserbjudande och en närmare förklaring av prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde. I kapitel fyra kartläggs de utvalda ländernas reglering av prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde. Därefter sammanställs, jämförs och analyseras resultatet av studien i kapitel fem. I Kapitel sex förs en diskussion av resultatet av studien utifrån den svenska takeover-regleringen avseende priset mellan aktier med olika röstvärde.



## 2. Aktiers och bolagsstämmans funktion

### 2.1 Aktiers funktion

En aktie motsvarar en andel av ett aktiebolag och erhålls i utbyte mot att kapital tillförs bolaget. Aktiens andel av bolagets kapital bestäms av kvotvärdet.<sup>5</sup> Kvotvärdet består således av aktiekapitalet dividerat med antal aktier som bolaget emitterat. Enligt svensk bolagsrätt måste varje aktie vara förenat med ett kvotvärde, som ska vara proportionellt mot aktiekapitalet. Aktier ger dess innehavare diverse rättigheter i bolaget. De rättigheter som är knutna till aktien är dels ekonomiska rättigheter och dels förvaltningsrättigheter. De ekonomiska rättigheterna består främst av en rätt till bolagets vinst genom utdelning, så kallad avkastning, samt likvidationsrätter. Förvaltningsrättigheter utgörs av rösträtt, initiativrätt, frågerätt och liknande bolagsstyrande instrument.<sup>6</sup>

Enligt 4 kap 1 § ABL är huvudregeln att alla aktier har lika rätt i bolaget, vilket även ger uttryck för likhetsprincipen.<sup>7</sup> Det är möjligt att genom lag eller i bolagsordningen frångå denna huvudprincip. Främst genom att emittera olika aktier med skilda ekonomiska rättigheter och/eller förvaltningsrättigheter. Det föreligger ingen begränsning för hur rättigheterna som följer av aktien kan utformas och kombineras.<sup>8</sup> Aktier som skiljer sig åt avseende rättigheter delas in i olika aktieklasser.

### 2.2 Närmare om bolagsstämman och röstvärdesskillnader

Aktiebolags högst beslutande organ är bolagsstämman. Bolagsstämman ska besluta i bolagets organisatoriska frågor. Bolagsstämman tillsätter b.l.a. styrelsen, beslutar i frågor om ökning eller minskning av aktiekapitalet, fastställande av årsredovisningen, frågor angående bolagets vinst eller förlust, ändring i bolagsordningen samt upplösning av bolaget. I egenskap av aktieägare har man således rätt att vid stämman vara delaktig i och påverka beslut rörande bolagets organisation och riktning.<sup>9</sup>

Det är inte tillåtet att utge aktier som saknar rösträtt, utan varje aktie måste berättiga minst en röst.<sup>10</sup> Det finns dock möjlighet för bolag att ta upp vinstandelsbevis, vilket är ett annat finansiellt instrument än aktier. Ett vinstandelsbevis är ett lån där räntan och återbetalningen är beroende av bolagets vinst eller utdelning.

---

<sup>5</sup> 1 kap 6 § ABL.

<sup>6</sup> Ekelund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s 135.

<sup>7</sup> Principen ska inte förväxlas med den aktiemarknadsrättsliga likabehandlingsprincipen, vilken utvecklas nedan.

<sup>8</sup> Ekelund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s 139.

<sup>9</sup> 7 kap 1 § ABL.

<sup>10</sup> Dotevall, *Aktiebolagsrätt fördjupning och komparativ belysning*, s 160.

Räntan ingår i den noterade kursen på samma sätt som utdelning på aktier. Vinstandelsbevis är konvertibla och kan således bytas in mot aktier. Likheterna mellan vinstandelsbevis och aktier är därmed stora, men vinstandelsbevis saknar rösträtt. Trots att det är förbud mot röstlösa aktier blir det ändå möjligt att emittera vinstandelsbevis, som i stort fungerar på samma sätt som aktier utan rösträtt.<sup>11</sup>

Svensk rätt har en lång tradition av användningen av en aktiestruktur med röstvärdesskillnader. Den 1 januari 2015 hade 42,8 procent av de noterade bolagen på Stockholmsbörsens huvudmarknad aktier med olika röstvärden och 26 procent av dessa hade båda aktieklasserna noterade.<sup>12</sup> Vad gäller förhållandet avseende röstvärde får ingen aktie ha ett röstvärde som är högre än tio gånger någon annan aktie i bolaget.<sup>13</sup> Detta är den enda reglerade begränsningen vad gäller röstvärdesskillnader i ABL. Regleringen möjliggör utformningen av röstvärden på så sätt att rösträtten kan variera beroende av vilken typ av situation eller beslut som avses.

---

<sup>11</sup> 11 kap 11 § ABL. Se även Ekelund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt* s 151.

<sup>12</sup> Lidman, *Aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden*, s. 251.

<sup>13</sup> 4 kap 5§ ABL.

### 3. Den svenska regleringen av prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde

#### 3.1 Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden

Utgångspunkten för regleringen av offentliga uppköpserbjudanden är *Lag om offentliga uppköpserbjudanden* (LUA). Ett offentligt uppköpserbjudande är ett erbjudande från en budgivare till innehavare av aktier i ett aktiemarknadsbolag (målbolag) för att förvärva alla eller delar av aktierna.<sup>14</sup> I LUA definieras ett offentligt uppköpserbjudande som:

*Ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier.*<sup>15</sup>

Lagen tillkom som en del av genomförandet och implementeringen av EU:s direktiv om uppköpserbjudanden (takeover-direktivet).<sup>16</sup> Takeover-direktivet har sin föregångare i den brittiska *the City Code on Takeovers and Mergers* (Takeover Code) som utges av den brittiska takeover-panelen.<sup>17</sup> Takeover-direktivet uppställer minimiriktlinjer för offentliga uppköpserbjudanden och anger en liknande definition av ett offentligt uppköpserbjudande som den i LUA:

*Ett offentligt uppköpserbjudande (från någon annan än målbolaget själv) till innehavare av värdepapper i ett bolag om att förvärva alla eller en del av dessa värdepapper, obligatorisk eller frivillig, som följer på eller syftar till förvärv av kontrollen över målbolaget i enlighet med landets lagstiftning.*<sup>18</sup>

Som framgår ovan kan ett offentligt uppköpserbjudande lämnas för alla eller delar av aktierna i ett målbolag. Vanligen riktar sig ett offentligt uppköpserbjudande till alla noterade aktier i ett målbolag. Anledningen till att erbjudandet omfattar alla aktieägare är att en budgivare inte sällan vill förvärva kontrollen över målbolaget i kombination med att budplikt uppkommer om en innehavare förvärvar mer än 30 procent av rösträtten i målbolaget. Budplikt innebär nämligen att budgivaren måste lämna ett erbjudande för samtliga resterande noterade aktier.<sup>19</sup> Det är dock möjligt att enbart lämna ett erbjudande för färre aktier än samtliga om inte innehavet överstiger 30 procent. Ett sådant erbjudande benämns partiellt erbjudande.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Eklund & Stattin, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, s 424.

<sup>15</sup> 1 kap 2 § 1 st 1 p LUA.

<sup>16</sup> Europaparlamentets och rådets Direktiv 2004/25/EG den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

<sup>17</sup> Panel on Takeovers and Merger.

<sup>18</sup> Art. 2.1a takeover-direktivet.

<sup>19</sup> 3 kap 1 § LUA. Se avsnitt 4.1.2.

<sup>20</sup> Art. II.16 takeover-reglerna.

### 3.2 Takeover-reglerna

Utöver den ovan nämnda regleringen är den svenska aktiemarknaden föremål för självreglering. Enligt 13 kap 8 § *lagen om värdepappershandel* ska en börs ha regler om offentliga uppköpserbudanden. Handelsplatserna på den svenska aktiemarknaden har till följd av detta antagit takeover-reglerna. Takeover-reglerna utges sedan 2010 av Kollegiet för bolagsstyrning som reglerar samt reviderar takeover-reglerna. Regelverket ska uppfylla de krav som ställs i det EU-rättsliga takeover-direktivet samt LUA. Den första upplagan av takeover-reglerna var inspirerad av brittiska Takeover Code.<sup>21</sup>

### 3.3 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämndens (nämnden) övergripande uppgift är att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.<sup>22</sup> Nämndens behörighet omfattar varje bolag som har aktier upptagna på en reglerad marknad eller en av handelsplattformarna samt aktieägare i ett sådant bolag som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett sådant bolag. Samtliga dessa aktörer kan bli föremål för nämndens bedömning.<sup>23</sup>

Nämnden består av företrädare för näringslivet och besluten sker i form av skriftliga uttalanden där minst fyra och högst åtta ledamöter behandlar ärendet och har bestämmanderätt. Uttalanden kan meddelas på eget initiativ eller efter framställning från någon av aktörerna som verkar på aktiemarknaden.<sup>24</sup> Nämnden har en central roll vid offentliga uppköpserbudanden och ska bland annat ge besked om hur takeover-reglerna ska tolkas och tillämpas. Nämnden kan även bevilja dispens från takeover-reglerna.

Finansinspektionen har delegerat de arbetsuppgifter som anges i 7 kap. 10 § LUA, vilket bland annat ger nämnden behörighet att besluta i frågor rörande budplikt vid offentliga uppköpserbudanden, stridsåtgärders tillåtlighet och dispens från budplikt. Vidare har bland andra Stockholmsbörsen delegerat rätten till nämnden att besluta om undantag från bestämmelserna i respektive marknadsplats takeover-regler och tolkningen av reglerna.

### 3.4 Likabehandlingsprincipen

Likabehandlingsprincipen utgör grunden för takeover-regleringen. Det ursprungliga regelverket är brittiska Takeover Code, som upprättades efter ett antal uppmärksammade företagsuppköp på 1950- och 1960-talet där aktieägare blev behandlade olika av budgivare.

---

<sup>21</sup> Stattin, *Takeover offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s 102.

<sup>22</sup> 14 § Aktiemarknadsnämndens stadgar.

<sup>23</sup> 15 § *ibid.*

<sup>24</sup> 25, 26 §§ *ibid.*

Detta resulterade i utformningen av Takeover Code, som trädde i kraft 1968.<sup>25</sup> En grundläggande princip i Takeover Code är likabehandlingsprincipen och har följande lydelse:

*All Shareholders of the same class of an offeree company must be treated similarly by an offeror.*<sup>26</sup>

För svenskt vidkommande kommer likabehandlingsprincipen till uttryck i skilda artiklar och regelverk. Takeover-reglerna uppställer sex huvudprinciper som regelverket vilar på. En av dem är likabehandlingsprincipen. Principen kommer till uttryck i takeover-direktivet och lyder:

*Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen av ett bolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas.*<sup>27</sup>

Likabehandlingsprincipen uppställer således krav på likabehandling av målbolagets aktieägare och det grundläggande motivet bakom principen är att inga aktieägare varken ska gynnas eller missgynnas på någon annan aktieägars bekostnad.

### 3.5 Likabehandlingsprincipen vid prisbestämning av offentliga uppköpserbjudanden

Likabehandlingsprincipen konkretiserats i flera artiklar i takeover-reglerna. Främst kommer den till uttryck i artikel II.10 enligt följande:

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

Eftersom aktier med samma rättigheter allt som oftast delas in samma aktieklass ger bestämmelsen uttryck för likabehandling inom varje aktieklass.

Reglerna om prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde regleras i artikel II.11, vilket behandlas nedan.<sup>28</sup>

#### 3.5.1 För-, sido- och efteraffärer

Ett antal andra bestämmelser i takeover-reglerna som berör likabehandling av aktieägare är reglerna om för- sido- och efteraffärer. Enligt artikel 11.13 får en budgivare inte inom en period om sex månader före det offentliga uppköpserbjudandet förvärva aktier till ett mer förmånligt pris genom ett förvärv som inte utgör ett offentligt uppköpserbjudande.

<sup>25</sup> Stattin, *Takeover offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s 113.

<sup>26</sup> P.1, General Principles, The Takeover Code, 1968.

<sup>27</sup> Art. 3.1 takeover-direktivet.

<sup>28</sup> Se avsnitt 4.2.

Priset vid en sådan förfärfar utgör därmed det lägsta pris som en budgivare kan lämna vid det senare offentliga uppköpserbjudandet. I artikel II.14 regleras vad som gäller för erbjudanden som genomförs utanför det offentliga uppköpserbjudandet under tiden erbjudandet gäller, s.k. sidoaffärer. I det fall en budgivare förvärvat aktier till ett förmånligare värde i en sidoaffär ska budgivaren anpassa det offentliga uppköpserbjudandet efter sidoaffären. Slutligen anges i artikel II.15 att om en budgivare förvärvat aktier till ett högre värde än det offentliga uppköpserbjudandet så ska de aktieägare som omfattas av det offentliga uppköpserbjudandet kompenseras med ett kontant vederlag. Detta gäller sex månader efter det offentliga uppköpserbjudandets genomförts och utbetalning påbörjats.

Takeover-direktivet uppställer krav på liknande reglering bland medlemsstaterna. Enligt artikel 5.4 anses ett skäligt pris vara det högsta pris som budgivaren betalat för aktierna under en period, på minst sex månader och högst tolv månader närmast före det offentliga uppköpserbjudandet. Dessutom anges att i det fall budgivaren förvärvar aktier till ett högre värde än i uppköpserbjudandet efter erbjudandet lämnats och innan acceptfristens utgång, ska budgivaren höja vederlaget i erbjudandet till motsvarande nivå.<sup>29</sup>

Reglerna om för- sido- och efteraffärer utsträcker likabehandlingsprincipen i tid vilket minskar risken för olika behandling av aktieägare. Reglerna säkerställer att samma pris ska erbjudas aktieägare oavsett om förvärvet omfattats av det offentliga uppköpserbjudandet eller skett utanför. Reglerna har därmed en prisutjämnande funktion och minoritetsägare får ta del av erbjudandepremien.

### 3.5.2 Budplikt och dess inverkan på prisdifferentiering

Budplikt innebär att en budgivare som genom förvärv uppnår ett innehav om 30 procent av rösterna i bolaget måste lämna ett budpliktsbud för resterande aktier i bolaget.<sup>30</sup> Den svenska budpliktsregeln regleras i 3 kap LUA och följer av artikel 5.1 i takeover-direktivet.

Det huvudsakliga syftet med ett budpliktsbud är att skydda minoritetsägare i målbolaget vid ett kontrollägarskifte genom att erbjuda aktieägarna en möjlighet att sälja innehavet. Ett annat skäl som framhålls är att det medverkar till likabehandling av aktieägare.

Budpliktsreglerna förhindrar att en budgivare förvärvar aktier, antingen genom direktaffärer eller genom partiella erbjudanden, i flera omgångar till olika pris.<sup>31</sup> Budplikten, tillsammans med reglerna om för- sido- och efteraffärer, medför att kringgåenden av likabehandling vid prissättning förhindras.

---

<sup>29</sup> Art. 5.4 takeover-direktivet.

<sup>30</sup> 3 kap. 1 § LUA.

<sup>31</sup> Stattin, *Takeover: offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, s. 415 ff.

## 3.6 Artikel II.11 i takeover-reglerna

### 3.6.1 Äldre svensk rätt

Redan vid takeover-regleringens införande förelåg en acceptans för prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. I 1971 års takeover-rekommendationer var en budgivare tvungen att behandla alla innehavare av samma aktieslag i målbolaget lika.<sup>32</sup>

Nämnden ansåg i ett flertal uttalanden under början av 2000-talet att det var förenligt med god sed med prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde. Vederlaget skulle vara procentuellt lika stort i förhållande till aktiernas marknadsvärde om inte det fanns särskilda motiv för en premietillåtelse och en procentuell diskrepans. Offentliga uppköpserbjudanden med en premie om upp till 12 procent för onoterade A-aktier ansågs generellt accepterat av nämnden även om bedömningen skulle ske från fall till fall.<sup>33</sup>

Nämndens avgörande i AMN 2007:24, utgjorde startskottet för dagens reglering av prisdifferentiering vid offentliga uppköpserbjudanden och införandet av artikel II.11. Racon Holding AB (Racon) hade lämnat ett offentligt uppköpserbjudande till aktieinnehavare i det börsnoterade bolaget Invik. Erbjudandet erbjöd olika pris för de onoterade A-aktierna och de noterade B-aktierna. I Invik fanns det flera institutionella aktieägare som motsatte sig prisskillnaden. De ansåg att Racons offentliga uppköpserbjudande stred mot god sed på aktiemarknaden på grund av prisdifferentiering av A och B-aktierna. Racon, å sin sida, menade att det utifrån praxis inte tidigare ansetts strida mot god sed att erbjuda en premieskillnad om 10 procent för A-aktien jämfört med B-aktien. Racon ansåg därmed att skillnaden i vederlag för A-respektive B-aktierna i Invik var förenliga med takeover-reglerna. Nämnden konstaterade inledningsvis att frågan om prisdifferentieringen mellan olika aktier ska avgöras i ljuset av regelverkets utformning, nämndens tidigare uttalanden och därmed praxis på området. Nämnden angav visserligen att marknadspraxis var på väg att ändras - från att tillåta prisdifferentiering till en mer restriktiv inställning - men att det inte skett någon förändring i frågan om god sed. Nämnden beslutade därmed att Racon handlat i enlighet med god sed på aktiemarknaden.

Efter nämndens uttalande blev frågan omdebatterad och många institutionella ägare menade att samma pris ska gälla för A- och B-aktier vid ett offentligt uppköpserbjudande. Ett centralt argument för att få till stånd regelförändringen var att röstvärdesskillnader mellan aktier saknar betydelse vid ett offentlig erbjudande. Detta eftersom en budgivares avsikt är att förvärva samtliga aktier i målbolaget. Ett förbud mot prisdifferentiering blir således en likabehandlingsfråga.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> Lidman, *Aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden*, s 252.

<sup>33</sup> *Ibid*, s 255 ff.

<sup>34</sup> *Ibid*, s. 262.

Debatten resulterade i att ett förslag till revidering av takeover-reglarna togs fram av Näringslivets börskommitté, vilka då ansvarade för regleringen. Förslaget inkluderade nuvarande artikel II.11. En ledamot reserverade sig mot beslutet, vilket aldrig tidigare inträffat. Slutligen antogs förslaget och i 2009 års revision av takeover-reglerna intogs bestämmelsen avseende prisdifferentiering. Bestämmelsen gäller än idag.<sup>35</sup>

### 3.6.2 Nuvarande Artikel II.11 i takeover-reglerna

Prisdifferentiering i offentliga uppköpserbudanden för aktier med olika villkor regleras i artikel II.11 i takeover-reglerna. Huvudregeln är att alla aktieägare i ett målbolag ska erbjudas samma vederlag i fråga om värde även då det finns flera typer av aktier i målbolaget.

Om ett erbjudande omfattar olika aktieklasser där de ekonomiska rättigheterna skiljer sig åt får prisskillnaden inte vara oskälig. I dessa fall är det därmed tillåtet med prisdifferentiering.

I det fall erbjudandet omfattar olika aktier där enbart röstvärdet skiljer aktierna åt skiljer sig regelverket åt beroende på om enbart en aktieklass är noterad på börsen eller om samtliga aktieklasser är noterade. Om inte samtliga aktieklasser är noterade på börsen ska vederlaget vara identiskt för samtliga aktier. I det fall samtliga aktier är upptagna och noterade på börsen är huvudregeln att vederlaget ska vara av lika värde för samtliga aktier. Det finns undantagsvis möjlighet till prisdifferentiering på så sätt att det är möjligt att beviljas dispens av nämnden för att istället erbjuda ett pris motsvarande börskursen för aktien och därutöver en lika stor premie procentuellt sett. Denna möjlighet ges enbart om följande förutsättningar är uppfyllda:

- Likviditeten i aktieklassen som omfattas av erbjudandet måste vara tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild,
- Kurskillnaden inte är endast tillfällig och
- Kurskillnaden inte är hänförlig till endast en eller ett fåtal köpars efterfrågan.

Det är nämnden som avgör om förutsättningarna är uppfyllda och medger i sådana fall dispens.

Enligt den första punkten behöver likviditeten vara tillräcklig för att ge en rättvisande prisbild. Det måste vara fråga om en fungerande handel avseende aktierna. Likviditeten behöver dock inte vara densamma i samtliga bolagets aktier.

Den andra förutsättningen gäller kursstabiliteten och den sista förutsättningen kräver att kurskillnaden beror på ett flertal köpars förvärv och inte enbart en eller några få.<sup>36</sup>

Trots möjligheten till dispens och nämndens möjlighet att medge dispens är förutsättningarna i praktiken oerhört svåruppfyllda. Innehavare av A-aktier med högre röstvärde överlåter sällan aktierna och aktierna är således nästan aldrig föremål för en fungerande handel.

<sup>35</sup> Lidman, *Aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbudanden*, s. 261.

<sup>36</sup> Nyström m.fl. *Takeover-reglerna : en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, s 184.



Redan på första punkten är det svårt att uppfylla likviditetsförutsättningen. Även kursstabiliteten är svåruppfylld då det inte sällan är ett fåtal aktieägare som innehar dessa röststarka aktier. Det är därmed fråga om en väldigt restriktiv undantagsregel som i princip aldrig är tillämplig. Bestämmelsen innebär i praktiken att det är förbjudet med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden.

I och med införandet av artikel II.11 i takeover-reglerna har likabehandlingsprincipen utsträckts till att omfatta likabehandling av aktier som skiljer sig i röstvärde. Artikeln medför, tillsammans med artikel 11:10, att A- och B-aktier ska behandlas lika och erbjudas identiskt pris. Artikel II.11 är därmed en utvidgning av likabehandlingsprincipen jämfört med hur den kommer till uttryck som huvudprincip i takeover-reglerna samt takeover-direktivet.

## 4. Prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde

I kapitlet undersöks prisregleringen vid offentliga uppköpserbjudande i tolv länder och mer specifikt möjligheten till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden.<sup>37</sup> För varje land undersöks vilka aktiestrukturer som används för att skapa aktier med röstvärdesskillnader. Vidare undersöks regleringen av publika bolag med fokus på den börsrättsliga regleringen avseende möjligheten att notera och emittera aktier med olika röstvärden. Därefter redogörs för regleringen kring prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. Slutligen presenteras tre typfall som illustrerar möjligheten av prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde.

De tolv utvalda länderna är: Danmark, Finland, Storbritannien, Frankrike, Italien, Schweiz, USA, Kanada, Japan, Sydafrika, Singapore, Hongkong. Varje land redovisas var för sig under de fyra gemensamma rubrikerna: (1) Bolagsrättslig reglering (2) Noterade bolag (3) Prisdifferentiering (4) Typfall.

### 4.1 Typfall

För varje land i studien presenteras tre typfall med olika givna förutsättningar för att belysa regleringen av vederlag för aktier med olika röstvärden. Typfallen redovisar det lägsta pris som en budgivare kan förvärva aktierna för i ett offentligt uppköpserbjudande under de givna förutsättningarna då målbolaget är noterat på landets största börs. I typfallen benämns aktierna A- och B där A-aktierna är röststarka aktier medan B-aktierna är röstsvaga. I typfall 1 och 2 är båda aktieklasserna noterade.

För typfall 1 är börskursen 100 kr för båda aktierna, en budgivare har inom ramen för en föraffär förvärvat A aktier för 120 kr och B aktier för 110 kr. För typfall 2 är aktiernas börskurser olika. A-aktierna uppgår till 100 kr medan B-aktierna enbart uppgår till 90 kr. Föraffärspriset är 120 kr för A-aktierna medan det för B-aktierna uppgår till 105 kr. I typfall 3 gäller samma förutsättningar vad gäller aktiernas börskurser och föraffärspris som i typfall 2, med skillnaden att A-aktierna är onoterade medan B-aktierna är noterade. Eftersom onoterade aktier inte har en börskurs, bestäms värdet av sådana aktier utifrån ett antal faktorer. Faktorer och bedömningarna varierar mellan länderna. För enkelhetens skull får det angivna priset på 120 kr för den onoterade A-aktien anses vara förenlig med respektive lands värderingsmetoder.

---

<sup>37</sup> Se avsnitt 1.3.2 för urval.

## 4.2 Danmark

### 4.2.1 Bolagsrättslig reglering

Utgångspunkten för bolag i Danmark är att alla aktier ska inneha samma rättigheter. Vad gäller röstvärdet är huvudregeln en aktie – en röst. Detta är dock möjligt att frångå genom att reglera aktiernas inbördes rättigheter i bolagsordningen. Följaktligen är det tillåtet för bolag att emittera aktier med olika röstvärde.<sup>38</sup>

Det finns ingen övre gräns för hur många aktieklasser aktiekapitalet kan delas in i, även om det rent praktiskt är mer fördelaktigt att begränsa antalet klasser.<sup>39</sup> Det finns inte heller någon begränsning för hur stort röstvärde en aktie kan ha i förhållande till en annan. Aktierna är i huvudsak uppdelade i A- och B-aktier.

### 4.2.2 Noterade bolag

Den största börsen i Danmark är OMX Nasdaq Köpenhamn (Köpenhamnsbörsen). Det finns ingen begränsning för bolag att notera och emittera flera aktier med röstvärdesskillnader på Köpenhamnsbörsen. Det generella noteringskravet som kan härledas till aktiestrukturer är att bolagen ska uppfylla den bolagsrättsliga regleringen i det land bolaget har sin hemvist.<sup>40</sup>

2015 använde 28 procent av bolagen på Köpenhamnsbörsen en aktiestruktur med röstvärdeskillnader.<sup>41</sup>

### 4.2.3 Prisdifferentiering

Budplikt föreligger när en budgivare förvärvar aktier i den utsträckning att innehavet uppgår till minst 30 procent av målbolagets rösträtt. Budgivaren behöver då utöka erbjudandet till att omfatta alla aktieägare i målbolaget.<sup>42</sup>

Vid ett offentligt uppköpserbjudande gäller likabehandlingsprincipen som anger att en budgivare ska behandla alla aktieägare av samma aktieklass lika.<sup>43</sup> Vid ett budpliktsbud gentemot ett målbolag som har flera aktieklasser ska ett pris bestämmas för varje aktieklass för sig.<sup>44</sup> Enligt förfäresregleringen ska priset inte vara lägre än det högsta pris som budgivaren förvärvat aktier av samma klass i målbolaget de sex föregående månaderna innan uppköpserbjudandet lämnats.<sup>45</sup>

---

<sup>38</sup> Art 45, 46 Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).

<sup>39</sup> Werlauff, *Selskabsret*, s 35.

<sup>40</sup> Se Nasdaq Copenhagen, *Rules for issuers of shares*.

<sup>41</sup> ISS governance, *Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe*.

<sup>42</sup> 44-45 §§ Lov om kapitalmarkeder.

<sup>43</sup> 5 § Bekendtgørelse om overtagelsestilbud.

<sup>44</sup> 14 § *ibid.*.

<sup>45</sup> 13 § *ibid.*

I det fall en budgivare inte förvärvat aktier i aktieklassen tidigare bestäms priset utifrån den genomsnittliga börskursen för de aktier som är upptagna till handel på börsen. Priset ska även vara proportionellt mot det vederlag i en annan aktieklass som budgivaren eventuellt har förvärvat i en föraffär. I det fall enbart en aktieklass är noterad på börsen får priset för de noterade aktierna inte vara högre än 50 procent av priset för de onoterade aktierna.<sup>46</sup>

Prisdifferentiering mellan aktieklasser följer med en viktig begräsning, samma relativa premie ska nämligen erbjudas alla aktieklasser. En premie för röststarka A-aktier kan inte uppgå till 20 procent över börskursen medan premien för B-aktien enbart uppgår till 10 procent över börskursen. Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden är tillåtet så länge premierna är procentuellt lika stora i förhållandet till aktiernas börskurser.<sup>47</sup>

#### 4.2.4 Typfall

##### Typfall 1

	<i>Börskurs</i>	<i>Föraffär</i>	<i>Accepterat pris</i>	<i>Premie</i>
	<i>kr</i>	<i>kr</i>	<i>kr</i>	<i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	100	110	120	20

Enligt föraffärsregeln uppgår lägsta pris till 120 kr respektive 110 kr. Eftersom aktiernas börskurser är identiska och premierna ska vara proportionella regleras priset på B-aktierna upp till 120 kr.

##### Typfall 2

	<i>Börskurs</i>	<i>Föraffär</i>	<i>Accepterat pris</i>	<i>Premie</i>
	<i>kr</i>	<i>kr</i>	<i>kr</i>	<i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	90	105	108	20

Enligt föraffärsregeln uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 105 kr. Eftersom premierna ska vara proportionella ska premien om 20 procent gälla för B-aktierna. Priset på B-aktierna regleras därmed upp till 108 kr.

<sup>46</sup> 14 § stk. 3 Bekendtgørelse om overtagelsestilbud.

<sup>47</sup> Bechmann, m fl. *A Regulation of Bids for Dual Class Shares. Implication: Two Shares—One Price*, s. 3.

Typfall 3

	<i>Börskurs/Värde</i>	<i>Föräffär</i>	<i>Accepterat pris</i>	<i>Premie</i>
	<i>Kr</i>	<i>Kr</i>	<i>Kr</i>	<i>%</i>
<i>Onoterad A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>Noterad B-aktie</i>	90	105	108	20

Reglerna om prissättning gäller även för onoterade aktier, se typfall 2.

## 4.3 Finland

### 4.3.1 Bolagsrättslig reglering

I Finland är huvudregeln avseende aktiers röstvärde en aktie – en röst, men även här gäller principen inte utan undantag. Det är tillåtet att emittera aktier med olika rättigheter, vilket gör det möjligt för bolag att emittera aktier med röstvärdesskillnader förutsatt att de är indelade i olika aktieklasser.<sup>48</sup>

Aktiers rösträtt kan utformas på flera sätt i bolagsordningen och det är även tillåtet att emittera aktier utan rösträtt.<sup>49</sup> Det är t.ex. möjligt att aktier endast har rösträtt i vissa av bolagsordningen reglerade frågor samtidigt som aktien saknar rösträtt i andra frågor.<sup>50</sup> Till skillnad mot Sverige finns det ingen begräsning för hur stora röstvärdesskillnaderna får vara. I dag är röstvärdesförhållandet för de publika bolagen med störst skillnader ett till tjugo.<sup>51</sup>

### 4.3.2 Noterade bolag

Regleringen av aktiemarknaden sker främst genom den finländska Aktiebolagslagen och Värdepappersmarknadslagen.

Den största börsen i Finland är Nasdaq OMX Helsingfors och tillhör Nasdaq Nordic. Enligt noteringskraven finns ingen begräsning för att notera bolag med en aktiestruktur med röstvärdesdifferenser så länge aktiestrukturen uppfyller gällande lagstiftning i det land där bolaget har sitt säte och att alla aktier i aktieklassen tas upp till handel på börsen.<sup>52</sup>

2015 hade omkring 31 procent av de noterade bolagen på Nasdaq Helsingfors minst två aktieklasser med olika röstvärden.<sup>53</sup>

<sup>48</sup> 3 kap. 1 § Fin. Aktiebolagslag.

<sup>49</sup> 3 kap. 3 § *ibid.*

<sup>50</sup> 3 kap. 4 § *ibid.*

<sup>51</sup> ISS governance, Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe.

<sup>52</sup> Art.2.2.3.2-4 Nasdaq Helsinki Ltd Rules of the Exchange.

<sup>53</sup> ISS governance, Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe.

### 4.3.3 Prisdifferentiering

Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden sker förutom i Aktiebolagslagen och Värdepappersmarknadslagen, även i den finländska finansinspektionens bindande föreskrift och anvisning avseende offentliga uppköpserbjudanden.

Budplikt föreligger då en aktieägars innehav uppgår till 30 procent eller mer av röstandelen i målbolaget.<sup>54</sup> Vid ett budpliktsbud ska priset i erbjudandet vara skäligt. Det lägsta pris som en budgivare kan erbjuda fastställs utifrån det högsta pris budgivaren har förvärvat aktier för inom de sex närmast föregående månaderna innan det offentliga uppköpserbjudandets offentliggörande.<sup>55</sup> I det fall en budgivare inte har förvärvat aktier i en förfärd gäller genomsnittspriset för de förvärv som skett de senaste tre månaderna. Till skillnad mot budpliktsbud är utgångspunkten för frivilliga erbjudanden att fri prissättning råder. Detta gäller däremot inte om erbjudandet riktar sig mot samtliga aktier i målbolaget. Då gäller samma regler som med budpliktsbud.<sup>56</sup>

Vad gäller prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden gäller likabehandlingsprincipen. En budgivare får inte särbehandla aktieägare i ett målbolag vid ett offentligt erbjudande. Detta benämns opartiskt bemötande vilket innebär att priset för de olika aktieklasserna ska stå i rimlig och rättvis proportion till varandra.<sup>57</sup> Priset behöver därmed inte vara identiskt för aktier med olika röstvärden. Utgångspunkten är att prisbedömningen görs utifrån aktieklassernas respektive börskurs. Eventuella premier ska således vara procentuellt lika. Börskursen är nödvändigtvis inte det enda kriteriet för bedömningen av en rättvis prisdifferentiering och avsteg kan i vissa fall göras från att premierna ska vara proportionella i förhållande till börskursen. Hänsyn kan även tas till aktiernas likviditet.<sup>58</sup> Vid beräkning av priset för onoterade aktier har aktiernas olika rättigheter betydelse och en värdering av de onoterade aktierna görs utifrån lämpliga prissättningsmodeller. Generellt gäller att om aktiers respektive rättigheterna är lika är det motiverat att erbjuda ett identiskt vederlag.<sup>59</sup>

Utifrån ovanstående kan konstateras att det är tillåtet att särbehandla aktieklasser och det är möjligt med prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden med förbehållet att premierna ska som huvudregel vara proportionella i förhållande till aktiernas börskurser.<sup>60</sup>

---

<sup>54</sup> 19 § Fin Värdepappersmarknadslag.

<sup>55</sup> 23 § ibid.

<sup>56</sup> 24 § ibid.

<sup>57</sup> 7 § ibid.

<sup>58</sup> 7.1, Föreskrifter och anvisningar 9/2013 Offentligt uppköpserbjudande och skyldighet att lämna erbjudande, Fin Finansinspektionen.

<sup>59</sup> 7.1 (4), ibid.

## 4.3.4 Typfall

Typfall 1

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	100	110	120	20

Enligt föraffärsregeln uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 110 kr. Eftersom aktiernas börskurs är identiskt och premierna ska vara proportionella regleras priset på B-aktierna upp till 120 kr.

Typfall 2

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	90	105	108	20

Enligt föraffärsregeln uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 105 kr. Eftersom premierna ska vara procentuellt lika gäller den högsta premien om 20 procent för A-aktierna även för B-aktierna. Priset för B-aktierna regleras därmed upp till 108 kr.

Typfall 3

	<i>Börskurs/Värde</i> <i>Kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>Kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>Kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>Onoterad A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>Onoterad B-aktie</i>	90	105	108	20

Prisregleringen är även tillämplig på onoterade aktier, se typfall 2.

## 4.4 Storbritannien

### 4.4.1 Bolagsrättslig reglering

Den bolagsrättsliga regleringen i Storbritannien utgörs huvudsakligen av *the Companies Act*. Det är tillåtet för publika bolag att ge ut aktier med olika kombinationer av rättigheter.

Vad gäller aktieklasser ska aktier tillhöra samma klass om de rättigheter som aktierna innehar är enhetliga och lika i alla avseenden.<sup>61</sup> Det föreligger en presumtion för att alla aktieinnehavare har samma ekonomiska rättigheter och rösträtt. Huvudregeln är således *en aktie – en röst*. Det är dock möjligt att göra avsteg från huvudregeln då det är tillåtet för bolag att emittera aktier med olika röstvärden.<sup>62</sup>

### 4.4.2. Noterade bolag

Den största börsen i Storbritannien är London Stock Exchange (Londonbörsen).

Även om det är tillåtet för bolag att emittera aktier med olika röstvärden enligt det bolagsrättsliga regelverket är det inte tillåtet för bolag med en sådan aktiestruktur på Londonbörsens främsta lista, *Premium listing*.<sup>63</sup> *Premium listing* uppställer de högsta noteringskraven och är även den mest eftertraktade listan för publika bolag att bli noterad på.<sup>64</sup>

Däremot är aktiestrukturen tillåten på *Standard listing*, vilken är listan under *Premium listing*, både vad gäller noteringskraven samt attraktionskraften hos bolag. Avseende aktiestrukturer på *Standard listing* gäller endast det generella kravet på att bolagsstrukturen är i enlighet med den bolagsrättsliga regleringen i landet där bolaget har sitt säte.

### 4.4.3 Prisdifferentiering

Likt övriga europeiska länder gäller budplikt när en budgivares innehav uppgår till minst 30 procent av rösträtten i målbolaget.<sup>65</sup> Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden sker i Takeover Code.

I Takeover Code återfinns likabehandlingsprincipen som kräver att aktieägare av samma aktieklass ska bli likvärdigt behandlade vid ett offentligt erbjudande. Alla aktieägare i samma aktieklass ska således erbjudas ett identiskt vederlag. Detta gäller innan, under och efter ett offentligt uppköpserbjudande.

---

<sup>61</sup> Sec 629 (1) The Companies Act 2006.

<sup>62</sup> Dignam, A. & Lowry, J. *Company Law*, s 163 ff.

<sup>63</sup> Principles 3 and 4, Premium Listing, U.K. Listing Rule 7.2.1A.

<sup>64</sup> London Stock Exchange, Listing Regime.

<sup>65</sup> Rule 9 Takeover Code.



I det fall en budgivare har förvärvat aktier tre månader innan det offentliga uppköpserbjudandet offentliggörs får priset inte understiga detta pris.<sup>66</sup> Perioden kan även utökas i det fall Takeover Panel anser att det på grund av omständigheterna anses nödvändigt utifrån likabehandlingsprincipen.<sup>67</sup>

Eftersom likabehandlingsprincipen gäller inom varje aktieklass för sig är prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden tillåtet. Enligt *rule 14* i Takeover Code ska vederlagen vid ett uppköpserbjudande som omfattar flera aktieklasser vara *comparable*. Detta gäller oavsett om aktien innehar rösträtt eller ej och oaktat om det enbart är röstvärde eller ekonomiska rättigheter som skiljer sig aktierna åt.<sup>68</sup>

I kommentaren till *rule 14.1* förklaras och utvecklas vad som menas med ett *comparable offer*. Skillnaden mellan vederlagen i erbjudandet ska normalt vara lika med genomsnittspriset för aktiernas börskurs de närmaste sex föregående månaderna. Vederlagen för respektive aktieklass ska således vara proportionellt mot aktiernas börskurser och premierna procentuellt lika stora. I det fall priset i ett offentligt uppköpserbjudande skiljer sig åt mellan aktierna och premierna inte är proportionella mot börskurserna ska erbjudandet rättfärdigas och godkännas av den brittiska takeover-panelen.<sup>69</sup> En sådan avvikande vederlagsskillnad godkänns normalt inte. Den brittiska panelen är restriktiv i sin bedömning.<sup>70</sup> I praktiken blir prisdifferentiering mellan olika aktieklasser enbart godtagbar då priset är proportionellt mot aktiernas börskurser och samma procentuella premie erbjuds. I det fall ena aktieklassen är onoterade aktier och någon börskurs inte finns att tillgå måste den föreslagna vederlagsskillnaden rättfärdigas inför takeover panel.<sup>71</sup>

*Rule 14* i Takeover Code är en kodifiering av ett avgörande från den brittiska takeover-panelen från år 1970. Avgörandet gällde ett offentligt uppköpserbjudande från budgivaren United Drapiers på målbolagets röstberättigade B-aktier och röstlösa C-aktier. Erbjudandet för B-aktierna var 25 procent över aktiekursen dagen före erbjudandet och 80 procent över genomsnittspriset för de senaste sex månaderna. Erbjudandet för C-aktierna var 70 procent över aktiekursen för dagen före erbjudandet och 79 procent över genomsnittspriset de senaste sex månaderna. En institutionell aktieägare och några andra mindre aktieinnehavare, totalt 29 procent av de röstlösa C-aktierna, klagade till panelen. De argumenterade för att erbjudandet inte var rättvist och därmed inte *comparable*.

---

<sup>66</sup> Rule 6.1 (a) Takeover Code.

<sup>67</sup> Note 2 Rule 6 *ibid*.

<sup>68</sup> Kershaw, *Principles of Takeover Regulation*, 2016, s. 188.

<sup>69</sup> Notes Art. 14.1 1 Takeover Code.

<sup>70</sup> Kershaw, *Principles of Takeover Regulation*, s. 188.

<sup>71</sup> *Ibid*.

Det huvudsakliga argumentet var att prisskillnaden på börskurserna för aktieklasserna inte var en korrekt spegling av ett *comparable offer*, istället ansåg de att börskurserna utgjorde:

*an estimate of what the offerors in a bid can offer without laying themselves open to legal claims.*

Skyddet för de röstlösa aktieägarna ansågs därmed inte i nuvarande form tillräckligt och de menade att det låg på panelen att reglera ett rättvist prisförhållande mellan aktierna. Vidare föreslogs att en typisk prisskillnad borde vara ca 15–20 procent.

Den brittiska takeover-panelen inledde med att konstatera att de inte delade synen på att marknadspriset speglar vad en budgivare riskerar att betala för röstlösa aktierna utan att bli utsatt för rättsliga åtgärder. Panelen angav att vid bedömning av ett *comparable offer* krävs en jämförelse av aktiernas rättigheter, i vilken form betalning skett samt vilket marknadsvärde aktierna har haft under en period på börsen. Om de aktier som förvärvas är identiska utifrån ovanstående kriterier ska priset vara identiskt, men då aktierna skiljer sig åt utifrån kriterierna behöver inte ett identiskt pris erbjudas. Det är detta som menas med *comparable offer*. Panelen angav vidare att:

*Like must be compared with like [...] Certainly it would be grossly unfair to holders of voting shares if, having bought at an average pre-bid market premium of X, they were compelled to accept an offer representing a premium of X - Y simply in order that those who had purchased non-voting shares at a discount of X should receive an offer reducing that discount by Y!*

Panelen konstaterade slutligen att det enda möjliga kriteriet att använda sig av vid bedömningen av frågan är marknadserfarenhet och därmed den genomsnittliga börskursen. I det fall aktier av olika slag har samma börskurs så ska även identiskt vederlag erbjudas för båda slagen, men i andra fall får aktiernas börskurser ligga till grund för bedömningen av ett *comparable offer*.<sup>72</sup>

#### 4.4.4 Typfall

##### Typfall 1

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	100	110	120	20

<sup>72</sup> Takeover Panel Statement, 1970/2, *United Draperies Offer for swears & Wells Limited*.

Enligt förfärsregeln uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 110 kr. Eftersom aktiernas börskurs är identiskt och premierna ska som huvudregel vara proportionellt lika regleras priset på B-aktierna upp till 120 kr.

### Typfall 2

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Förfär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	90	105	108	20

Enligt förfärsregeln uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 105 kr. För att utgöra ett *comparable offer* ska priset vara proportionellt mot aktiernas kursnivåer. A-aktiens premie om 20 procent gäller således även för B-aktien, vars pris regleras upp till 108 kr.

### Typfall 3

	<i>Börskurs/Värde</i> <i>kr</i>	<i>Förfär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>Onoterad A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>Noterad B-aktie</i>	90	105	108	20

Regelverket gäller även för noterade aktier. Se typfall 2.

## 4.5 Frankrike

### 4.5.1 Bolagsrättslig reglering

För den franska aktiestrukturen gällande röstvärdesskillnader föreligger en lite speciell struktur. Det är inte tillåtet att emittera aktier med ett röstvärde högre än ett. Däremot kan en aktieinnehavare som ägt aktier i minst två år, erhålla dubbelt röstvärde för sina röstberättigade aktier. En sådan aktie vars rösträtt är beroende av innehavets längd benämns *loyalty shares*.<sup>73</sup>

Frankrike har en lång tradition av *loyalty shares*. Historiskt har principen om en aktie – en röst gällt som huvudregel med möjlighet att i bolagsordningen berika långvariga aktieägare med dubbel rösträtt.

<sup>73</sup> Art. L225-123 code de commerce.

I samband med utgivandet av lagen *Loi Florange* 2014 ändrades huvudregeln från en aktie – en röst, en röst till en s.k. *loyalty shares*-struktur. Aktieägare som innehaft aktier i mer än två år får automatiskt dubbelt röstvärde.<sup>74</sup>

#### 4.5.2 Noterade bolag

I fransk rätt benämns den publika aktiebolagsformen *Societe Anonym*. Det är tillåtet för *Societe Anonym*-bolag att emittera aktier med olika rättigheter.

Den största reglerade marknaden i Frankrike är Euronext Paris (Parisbörsen), vilken sin tur ägs av New York Stock Exchange (New York-börsen). Enligt Parisbörsens noteringsregler är det tillåtet för bolag att emittera flera aktieklasser inom ramen för den bolagsrättsliga regleringen. *Loyalty shares* är således en tillåten aktiestruktur på börsen.<sup>75</sup> Aktier i samma aktieklass ska inneha identiska rättigheter.<sup>76</sup>

I början av 2014, innan *Loi Florange* trätt i kraft, hade 57 procent av de 104 största bolagen i Frankrike en struktur med *loyalty shares*. I april 2016 uppgick andelen till 69,3 procent.<sup>77</sup>

#### 4.5.3 Prisdifferentiering

*Autorité Des Marchés Financiers* (AMF) är det organ som övervakar och reglerar aktiemarknaden i Frankrike. En budgivare som ska lämna ett offentligt erbjudande för aktierna i ett målbolag vars aktier är upptagna till handel på Parisbörsen ska följa AMF:s regelverk, *AMF General Regulation*.<sup>78</sup>

Enligt regelverket ska alla parter vid ett offentligt uppköpserbjudande respektera de allmänna principerna. Likabehandlingsprincipen utgör en av dessa principer och kräver likabehandling gentemot innehavare av värdepapper som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande i målbolaget.<sup>79</sup> Ett offentligt uppköpserbjudande ska rikta sig till och omfatta alla aktieägare i målbolaget förutom vid vissa undantagssituationer, till exempel då bolaget köper tillbaka sina egna aktier.<sup>80</sup>

Vad gäller priset för ett offentligt uppköpserbjudande är utgångspunkten att fri prissättning råder. Detta är dock förenat med vissa begränsningar. Vid ett budpliktsbud ska priset i erbjudandet minst uppgå till det pris som budgivaren har förvärvat aktier för i målbolaget under de senaste 12 månaderna från budpliktens uppkomst.

<sup>74</sup> ISS Governance, *Impact of Florange Act*, s 1.

<sup>75</sup> Art. 6.6. 6601 Euronext Rule Book – Book I: Harmonised Rules.

<sup>76</sup> Art. 6.6 -6602 *ibid*.

<sup>77</sup> Becht, m fl, *Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment*, s 22.

<sup>78</sup> Art 4.4 Euronext growth Market Rule Book.

<sup>79</sup> Art. 231-3 AMF General Regulation.

<sup>80</sup> Art 231-6 *ibid*.

I det fall en budgivare inte har förvärvat aktier under perioden fastställs priset utifrån generellt accepterade objektiva värderingskriterier, målbolagets karaktäristik och aktiernas börskurs.<sup>81</sup>

Prisdifferentiering mellan olika aktieklasser är möjligt eftersom priset bestäms för varje aktieklass för sig utifrån ovanstående prisbestämmelser.<sup>82</sup>

Vad gäller *loyalty shares* går det dubbla röstvärdet förlorat vid överlåtelse eftersom rätten är beroende av aktieinnehavaren.<sup>83</sup> Det är därmed inte möjligt att genom ett uppköpserbjudande förvärva aktier med dubbelt röstvärde och det blir inte heller möjligt att förvärva röststarkare aktier. *Loyalty shares* utgör dessutom inte en egen aktieklass.<sup>84</sup>

Eftersom det inte är möjligt att förvärva röststarka aktier blir det inte aktuellt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden i offentliga uppköpserbjudanden.

#### 4.5.4 Typfall

##### Typfall 1–3

	Börskurs/Värde	Föraffär	Accepterat pris	Premie %
A-aktie	100	N/A	N/A	N/A
B-aktie	100	110	110	N/A

Det är inte möjligt att förvärva röststarka aktier.

#### 4.6 Italien

##### 4.6.1 Bolagsrättslig reglering

Huvudregeln om en aktie – en röst gäller i den italienska bolagsrätten. Det är tillåtet att emittera aktier utan rösträtt, limiterad rösträtt till vissa beslut samt villkorad rösträtt. För privata bolag är det dessutom möjligt att emittera aktier med tre röster per aktie.<sup>85</sup>

Sedan 2014 är det möjligt för bolag att inneha *loyalty shares* med dubbelt röstvärde.<sup>86</sup> Strukturen är densamma som i Frankrike. För att kunna erhålla dubbelt röstvärde krävs det att aktieinnehavare ägt aktierna i minst 24 månader samt att *loyalty shares*-strukturen är intagen i bolagsordningen. I Italien utgör *loyalty shares* inte en egen aktieklass.<sup>87</sup>

<sup>81</sup> Art. 234-6 AMF General Regulation.

<sup>82</sup> Ferna Ipekei, *A Comparative Study of Takeover Regulation in the UK and France*, s 173.

<sup>83</sup> Art L225-124 Code de commerce.

<sup>84</sup> Dotevall, *Aktiebolagsrätt*, s. 161.

<sup>85</sup> Article 2351, paragraph Codice civile. Se även Ventrizzo, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*.

<sup>86</sup> Art. 127 Testo Unico della Finanza.

<sup>87</sup> Ibid.

#### 4.6.2 Noterade bolag

Den största börsen i Italien är Borsa Italiana och har sitt säte i Milano. Börsen ägs sedan 2007 av Londonbörsen. Publika bolag benämns *Societa per Azioni*. För dessa bolag är möjligheterna att emittera aktier med skilda röstvärden mer begränsat än för onoterade bolag.

Det är inte tillåtet att emittera aktier med större röstvärde än en röst per aktie förutom de ovan nämnda *loyalty Shares*. Det är dock möjligt att emittera röstlösa aktier.<sup>88</sup>

I Slutet av 2016 använde 33 av totalt 230 noterade bolag på Borsa Italiana sig av en *loyalty shares*-struktur.<sup>89</sup>

#### 4.6.3 Prisdifferentiering

Vid offentliga uppköpserbudanden gäller likabehandlingsprincipen. Alla innehavare av värdepapper i ett målbolag ska behandlas lika och rättvist.<sup>90</sup> Priset vid ett budpliktsbud för ett offentligt uppköpserbudande bestäms för varje aktieklass för sig. Vidare ska priset inte understiga det högsta av antingen vad en budgivare förvärvat aktierna inom tolv månader från erbjudandets offentliggörande eller den genomsnittliga börskursen för aktierna under de föregående 12 månaderna.<sup>91</sup>

Eftersom rösträtten för *loyalty shares* är beroende av aktieinnehavaren och inte aktien i sig är det inte möjligt att förvärva röststarka aktier med mer en röst vid ett offentligt uppköpserbudande. Prisdifferentiering för aktier med olika röstvärden är därmed inte möjligt och inte heller aktuellt vid ett offentligt uppköpserbudande.<sup>92</sup>

#### 4.6.4 Typfall

##### Typfall 1–3

	Börskurs/Värde <i>kr</i>	Föraffär <i>kr</i>	Accepterat pris <i>kr</i>	Premie %
<i>A-aktie</i>	100	N/A	N/A	N/A
<i>B-aktie</i>	100	110	110	N/A

Det är inte möjligt att förvärva röststarka aktier.

<sup>88</sup> Art 145 Testo Unico della Finanza.

<sup>89</sup> CONSOB, Report on corporate governance of Italian listed companies, 2017.

<sup>90</sup> Art. 92 Testo Unico della Finanza.

<sup>91</sup> Art.106.1 *ibid*.

<sup>92</sup> Sandrelli & Ventoruzzo, *Classes of Shares and Voting Rights in the History of Italian Corporate Law*, s 18.

## 4.7 Schweiz

### 4.7.1 Bolagsrättslig reglering

I Schweiz ska varje aktie inneha en rösträtt. Det är varken tillåtet att emittera aktier som innehar mer än en röst eller emittera röstlösa aktier. Rösträtten och de ekonomiska rättigheterna för aktierna behöver dock inte vara proportionella till kvotvärdet, vilket möjliggör för bolag att emittera aktier med olika röstvärden trots att en aktie maximalt får inneha en röst.<sup>93</sup> Aktier med olika kvotvärde delas då in i olika aktieklasser där ena aktieklassen exempelvis har ett kvotvärde om 0,1 och det andra har kvotvärde om 1,0. Röstvärdesskillnaden blir då 1:10. Röststarka aktier respektive röstsvaga aktier benämns vanligen A- respektive B-aktier.<sup>94</sup>

### 4.7.2 Noterade bolag

Den största börsen i Schweiz är SIX Swiss Exchange (SIX) med säte i Zürich. Enligt noteringskraven gäller det att bolagsstrukturen är förenlig med de nationella regler som gäller i landet där bolaget har sitt säte.<sup>95</sup> Vidare föreligger ingen begränsning för bolag att emittera aktier med röstvärdesskillnader. Det är således möjligt för bolag att notera aktier med olika kvotvärden och därmed emittera aktier med olika röstvärde.

Antal bolag på börsen med en struktur med aktier med olika röstvärde har minskat sedan 90-talet. 1994 hade 56 procent av de 145 bolagen noterade på SIX en sådan aktiestruktur, medan andelen gick ned till 22 procent 2008.<sup>96</sup>

### 4.7.3 Prisdifferentiering

Uppköpserbjudanden regleras främst i *Financial Market Infrastructure Ordinance* samt i *The Takeover Ordinance*.

Likabehandlingsprincipen gäller och anger att en budgivare ska behandla alla innehavare av värdepapper av samma klass lika.<sup>97</sup> Även i Schweiz gäller budplikt, vilken aktualiseras när innehavet uppgår till 30 procent av rösträtten i målbolaget. Det är möjligt för målbolaget att höja denna gräns till 49 procent i bolagsordningen.<sup>98</sup> Ett budpliktigt uppköpserbjudande ska omfatta alla kategorier av noterade värdepapper i målbolaget och om erbjudandet omfattar onoterade värdepapper ska likabehandlingsprincipen även gälla för dessa.<sup>99</sup>

---

<sup>93</sup> Se art. 623 Swiss Civil Code.

<sup>94</sup> Von der Crone, m fl, *The Value of Dual-Class Shares in Switzerland*, s. 10.

<sup>95</sup> Art 10 Listing Rules SIX Exchange Regulation.

<sup>96</sup> Von der Crone, m.fl. *The Value of Dual-Class Shares in Switzerland* s. 17.

<sup>97</sup> Kap. 4 art. 127.2 FMIO-FINMA samt art 9 Takeover Ordinance.

<sup>98</sup> Art. 135 FMIO-FINMA.

<sup>99</sup> Art. 9.6 Takeover ordinance.

Fram till år 2013 var det möjligt för en budgivare att betala ett högre pris, en s.k. kontrollpremie, till en aktieägare med kontrollinnehav i målbolaget, en s.k. kontrollägare, i samband med ett uppköpserbudande. Kontrollpremien har förbjudits och numer gäller likabehandlingsprincipen fullt ut och aktier inom samma klass ska behandlas lika. De centrala argumenten för förbudet av kontrollpremier var att de stred mot principerna om likabehandling och principen mot transparens bland aktieägare. Kontrollpremien stred således mot de skydd för minoritetsägare som uppställs vid offentliga uppköpserbudanden. Vidare menade SIX att det faktum att Schweiz var det enda land i Europa som tillät kontrollpremier medförde att utländska investerare skulle ha svårt att förstå regleringen vilket skulle missgynna börsen ur ett konkurrensperspektiv.<sup>100</sup>

Vad gäller priset i ett offentligt uppköpserbudande gäller *the best price rule*. Priset ska vara åtminstone i nivå med börskursen för varje aktieklass.<sup>101</sup> Vidare får inte priset understiga vad en budgivare inom sex månader efter det att ett uppköpserbudande offentliggjorts förvärvat värdepapper i målbolaget till ett pris som överstiger budet. Om så har skett ska vederlaget i erbjudandet regleras till samma nivå.<sup>102</sup> Då ett bolag har emitterat flera aktieklasser ska det föreligga ett lämpligt förhållande mellan priset i ett uppköpserbudande för de skilda aktieklasserna i förhållande till aktiernas olika rättigheter.<sup>103</sup> Vidare ska en förklaring ges över skillnaden i vederlaget och hur priset bestämts.<sup>104</sup>

Kiwi Holdings offentliga uppköpserbudande för aktierna i Kuoni travel Holding Ltd ger vägledning och tolkning för vad som utgör ett lämpligt prisförhållande mellan två aktieklasser med röstvärdesskillnader. Kiwi Holding lämnade ett uppköpserbudande att köpa alla noterade B-aktier i Kuoni Travel Holding. Kuoni travel holding hade två aktieklasser, onoterade A-aktier och noterade B-aktier. Aktieklasserna hade olika kvotvärde vilket medförde att röstvärdesskillnaden mellan aktierna var 1:5.

För varje A-aktie erbjöds 399,60 CHF och 370 CHF för en B-aktie. Detta resulterade i att uppköpspremien för A-aktierna blev åtta procent större än B-aktiernas. Enligt takeover-panelen var erbjudandet förenligt med *the best price rule* och prisdifferentieringen rättfärdigades av A-aktiernas röstvärdesskillnaden om 5 röster.<sup>105</sup>

Även om ärendet gällde noterade och onoterade aktier kan det ändå vara vägledande för prisskillnader mellan aktier med olika röstvärden överlag.

---

<sup>100</sup> Se b.la. SIX Media Release, *Swiss Exchange supports abolition of control premiums on corporate takeovers*, juni 2012.

<sup>101</sup> Art. 135.2 FMIO-FINMA.

<sup>102</sup> Art. 10, Takeover Ordinance.

<sup>103</sup> Art. 135.2 FINMA samt Art. 9.3, Takeover Ordinance

<sup>104</sup> Art. 22. Takeover Ordinance.

<sup>105</sup> *Kiwi Holding IV Sarl ./. Kuoni ravel Holding Ltd. Se även Maurer, Vogel, Valuation of privileged voting shares in a public offer. 13/6 2016.*



Dessutom är ärendet det enda i sitt slag sedan möjligheten att erbjuda en kontrollpremie togs bort. Slutsatsen blir således att det är tillåtet med prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden samt att röststarka aktier kan erhålla en större premie, som inte är proportionell till kurspriset, om åtminstone åtta procent.

Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde är därmed tillåtet. Bedömningen av prisdifferensen ska vara objektiv utifrån aktiernas specifika rättigheter. Grunden för bedömningen är vanligen aktiernas genomsnittliga marknadspris.

#### 4.7.4 Typfall

##### Typfall 1

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	100	110	112	12

Enligt *the best price rule* uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 110 kr. Eftersom aktiernas börskurs är identiska och premieskillnaden kan uppgå till 8 procent regleras priset på B-aktierna upp till 112 kr.

##### Typfall 2

	<i>Börskurs</i> <i>Kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>Kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>Kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	90	105	105	16.7

Enligt föraffärsregeln uppgår lägsta pris för respektive aktie till 120 kr respektive 105 kr. Premieskillnaden är inom 8 procent. Lägsta pris för A- respektive B-aktien blir då 120 kr och 105 kr.

Typfall 3

	Börskurs/Värde Kr	Föraffär Kr	Accepterat pris Kr	Premie %
Onoterd A- Noterad aktie	100	120	120	20
B-aktie	90	105	105	16.7

Regelverket gäller även för noterade aktier. Se typfall 2.

## 4.8 USA

### 4.8.1 Bolagsrättslig reglering

Den bolagsrättsliga regleringen i USA sker främst på delstatsnivå och inkluderar reglering av aktiestrukturer samt aktiers rättigheter.<sup>106</sup> Vad gäller offentliga uppköpserbjudanden är området föremål för både federal och delstatlig reglering. På federal nivå utgörs regleringen av främst *Williams Act* och *Securities Exchange Act*. Tillsynen av värdepappershandel står den federala myndigheten *United States Securities and Exchange Commission (SEC)* för.

Aktieägares rösträttigheter regleras främst på delstatlig nivå. *Securities Exchange Act* ger inte mandat åt SEC att reglera bolagsrättsliga frågor. Däremot har SEC exklusiv behörighet att reglera handeln och prissättningen av bolag och dess aktier på värdepappersmarknaden.<sup>107</sup>

### 4.8.2 Noterade bolag

Aktier med olika röstvärden har historiskt varit omdebatterat. Problematiken med att regleringen sker både på federal och delstatlig nivå visade sig 1988 då SEC implementerade *rule-19C-4*. *Rule-19C-4* förbjöd amerikanska börser att notera och handla med bolag som emitterat aktier med röstvärdesskillnader. *The United States Court of Appeal for District of Columbia* ansåg att SEC inte hade behörighet att utfärda en sådan bestämmelse då området var föremål för bolagsrättslig reglering och skulle ske på delstatlig nivå. Bestämmelsen avskaffades därefter.<sup>108</sup>

Det är upp till delstaterna och börserna själva att tillåta bolag att emittera aktier med röstvärdesskillnader. De stora börserna, New York-börsen och Nasdaq, tillåter idag aktier med röstvärdesskillnader så länge aktiestrukturen är etablerad vid börsnoteringen på respektive börs.<sup>109</sup>

Under 2002 använde sig ca sex procent av alla noterade bolag i USA av minst två aktieklasser med olika röstvärde.

<sup>106</sup> Douglas, *Revisiting Dual Class Stock*, s. 890.

<sup>107</sup> Bentel, Katie m fl, *Dual Class shares*, s 17.

<sup>108</sup> *Ibid*, s. 19-20.

<sup>109</sup> *Ibid*, s 22.

För 85 procent av dessa bolag var minst en aktieklass onoterad och det var nästan uteslutande de röststarka aktierna.<sup>110</sup> År 2004 noterades Google och emitterade aktier med olika röstvärden. Efter detta har användandet av aktier med olika röstvärden ökat stadigt. Detta gäller främst bland Tech-bolag, däribland Facebook och Snapchat. En intressant aspekt är att Snapchat enbart noterat sina röstlösa aktier.<sup>111</sup>

Under 2017 använde sig nio procent av bolagen på index S&P 100 aktieklasser med olika röstvärden. På aktieindexet Russel 3000 uppgick det 2017 till åtta procent av bolagen.<sup>112</sup>

#### 4.8.3 Prisdifferentiering

På federal nivå uppställs inte någon budpliktsreglering i USA. Det är därmed möjligt att förvärva aktier fritt, utan skyldighet att lämna ett offentligt uppköpserbjudande på alla resterande aktier.<sup>113</sup>

I *Regulation 14d-1. C.2 Securities Exchange Act* återfinns likabehandlingsprincipen med följande lydelse:

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

Principen utvecklas och konkretiseras i *Regulation 14d-1-10*:

*No bidder shall make a tender offer unless:*

- (1) The tender offer is open to all security holders of the class of securities subject to the tender offer; and*
- (2) The consideration paid to any security holder for securities tendered in the tender offer is the highest consideration paid to any other security holder for securities tendered in the tender offer.*

Av ordalydelserna framgår det att ett uppköpserbjudande omfattar alla aktieinnehavare av samma aktieklass i målbolaget.<sup>114</sup> Det föreligger därmed ingen skyldighet för en budgivare att utvidga uppköpserbjudandet och inkludera fler aktieklasser eller alla aktier i målbolaget. Istället kan det offentliga erbjudandet enbart erbjudas omfatta en aktieklass.<sup>115</sup>

Vad gäller priset i ett uppköpserbjudande ska det högsta priset som erbjudits en aktieägare inom en aktieklass även erbjudas till övriga aktieägare inom samma klass. Värt att notera är att prisbestämmelsen enbart gäller för aktier som omfattas av uppköpserbjudandet.

<sup>110</sup> Extreme Governance: *An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*.

<sup>111</sup> Carson, Nordic Business insider 2/2 2017.

<sup>112</sup> C M Elson, C K. Ferrere, *Unequal voting and the business judgment rule*, s. 7.

<sup>113</sup> Se Ferrarini, G. & Miller, G. P. *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, s 16-17.

<sup>114</sup> §240.14d-10, Securities exchange act of 1934.

<sup>115</sup> Bestämmelsen benämns *All Holders rule*.

En budgivare är således inte bunden av ett tidigare aktieförvärv och det finns en möjlighet att förvärva aktier i samma klass för ett högre pris än i själva uppköpserbjudandet.

Av regelverket framgår att likabehandlingsprincipen är tillämplig enbart på de aktieklasser som omfattas av erbjudandet, att uppköpserbjudandet ska erbjudas aktieinnehavare av samma aktieklass samt att ett lägsta pris bestäms utifrån uppköpserbjudandet isolerat. Det är därmed möjligt med prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde.<sup>116</sup>

#### 4.8.4 Typfall

##### Typfall 1

	<i>Börskurs</i> <i>Kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>Kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>Kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	100-	N/A
<i>B-aktie</i>	100	110	90-	N/A

En budgivare är inte begränsad till något lägsta pris utan är fri att bestämma priset för det offentliga uppköpserbjudandet. Så länge budgivare förvärvar aktier i skilda offentliga erbjudanden för de olika aktieklasserna finns det heller ingen begräsning för prisdifferensen mellan aktierna.

##### Typfall 2

	<i>Börskurs</i> <i>Kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>Kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>Kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	100-	N/A
<i>B-aktie</i>	90	105	90-	N/A

Se typfall 1.

<sup>116</sup> Se Kershaw, Principles of takeover regulation, s 186.

Typfall 3

	<i>Börskurs/Värde</i>	<i>Föraffär</i>	<i>Accepterat pris</i>	<i>Premie</i>
	<i>Kr</i>	<i>Kr</i>	<i>Kr</i>	<i>%</i>
<i>Onoterad A-aktie</i>	100	120	100	N/A
<i>Noterad B-aktie</i>	90	105	90	N/A

Fri prissättning råder mellan aktieklasserna. Se typfall 2.

## 4.9 Kanada

### 4.9.1 Bolagsrättslig reglering

Likt det amerikanska rättssystemet sker den bolagsrättsliga regleringen både på federal och provinsnivå i Kanada. Den övergripande nationella regleringen utgörs av *Canada Business Corporation Act (CBCA)* och varje provins har mer detaljerad reglering.<sup>117</sup>

Enligt kapitel 24 (3) CBCA gäller att när ett bolag enbart har emitterat en aktieklass ska alla aktieinnehavare inneha samma rättigheter. Därmed gäller lika rösträtt, lika rätt till utdelning samt lika rätt till bolagets tillgångar vid likvidation. Utgångspunkten är därmed *en aktie – en röst*. Enligt kapitel 24 (4) CBCA är det dock tillåtet att emittera flera aktieklasser. Artikelns lydelse:

*The articles may provide for more than one class of shares and, if they so provide,*  
*(a) the rights, privileges, restrictions and conditions attaching to the shares of each class shall be set out therein; and*  
*(b) the rights set out in subsection (3) shall be attached to at least one class of shares but all such rights are not required to be attached to one class.*

Aktiernas rättigheter kan således variera för mellan aktieklasser och det är tillåtet med aktier med olika röstvärde.

### 4.9.2 Noterade bolag

Aktiestrukturen med röstvärdesskillnader är en relativt vanlig aktiestruktur bland publika bolag och historiskt har strukturen använts i över 60 år på den kanadensiska aktiemarknaden.<sup>118</sup> Toronto Stock Exchange (Torontobörsen) är den största börsen i Kanada. Under 2005 hade 6,57 procent, dvs. 96 stycken, av bolagen på Torontobörsen fler än en aktieklass.

<sup>117</sup> *Canada Business Corporations Act, RSC 1985, c 27.*

<sup>118</sup> Ben-Ishai & Poonam, *Dual class shares in Canada -an historical analysis.*

För 71 av dessa bolag var inte de röststarka aktierna noterade och enbart för 25 bolag var de röststarka aktierna noterade. Användningen av aktier med olika röstvärde har dock minskat sedan 1988 då 177 bolag på Torontobörsen använde aktiestrukturen.<sup>119</sup>

Torontobörsens egna regelverk begränsar möjligheterna till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde. Torontobörsen uppställer krav på en *coattail*-klausul för de bolag som innehar aktier med olika röstvärde. *Coattail*-klausulen innebär att det vid offentligt uppköpserbjudande, som omfattar minst 50 procent av aktierna och priset skiljer sig åt mellan aktieklasserna, ska det ges en rätt för ägarna av röstbegränsande aktier att konvertera till de röststarka aktierna. Det konvertibla kravet gäller således inte i det fall ett identiskt erbjudande lämnas till båda aktieklasserna.<sup>120</sup> Syftet med bestämmelsen är att försäkra att trots att aktier med olika röstvärde inte tillhör samma aktieklass så ska det inte hindra aktieägarna av de röstbegränsade aktierna att omfattas av uppköpserbjudanden på samma villkor.<sup>121</sup>

*Den nuvarande utformningen av coattail-klausulen har sin bakgrund i the Canadian Tire case.* Bolaget Canadian Tire hade röstberättigade aktier och aktier som saknade rösträtt. Tre ägare, med ett totalt innehav av 61 procent av rösträtten i bolaget, sålde 49 procent av de röstberättigade aktierna till en budgivare som redan innehade 17 procent av rösträtten. Priset var 160 dollar, medan aktierna innan erbjudandet handlades till ca 40 dollar på börsen. Trots att bolaget hade en *coattail*-bestämmelse aktualiserades inte denna då det krävdes att mer än 50 procent av aktiernas förvärvades. Ägarna av de röstlösa aktierna och resterande röstberättigade aktierna omfattades således inte alls av uppköpet och inte någon del av premien.

En intressant aspekt var att när affären offentliggjordes ökade börskursen för de röstberättigade aktierna medan de röstlösa aktierna låg kvar på samma nivå som innan. Den ökade prisskillnaden mellan aktiernas börskurser berodde således på marknadens förväntan om att enbart röstberättigade aktier får del av premien istället för att representera värdet av aktiens rösträtt. Ontario Securities Commission ansåg att det erbjudandet var *grossly abusive* för ägarna till de röstlösa aktierna och syftet med *coattail*-klausulen och förhindrade därför uppköpet.<sup>122</sup>

#### 4.9.3 Prisdifferentiering

Utgångspunkten är att aktiemarknadsregleringen sker i varje provins för sig. Vad gäller offentliga uppköpserbjudanden har däremot regleringen varit föremål för en viss harmonisering genom antagandet av den gemensamma regleringen *MI 62-104 Takeover bid and user bids*. Tillsammans med den nationella policyn, *62-203 Takeover bid and issuer bids* bildar de *The bid regime*.

<sup>119</sup> IGOPP, *Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations*, s. 3.

<sup>120</sup> Art 624.1 company manual, Toronto Stock Exchange.

<sup>121</sup> Art 624.2 *ibid*.

<sup>122</sup> Iacobucci, *Why does onatario require equal treatment in sales of corporate control?* s 128-129.

Budplikt uppstår när en budgivare förvärvar aktier till den grad att innehavet uppgår till 20 procent av röstvärdet i en aktieklass. Erbjudandet behöver enbart omfatta resterande aktieägare i den aktuella aktieklassen. Ett offentligt erbjudande ska riktas till innehavare av samma klass med identiskt pris:

*If a take-over bid or an issuer bid is made, all holders of the same class of securities must be offered identical consideration.*<sup>123</sup>

Likabehandlingsprincip avseende priset för en aktie vid ett uppköpserbjudande omfattas således enbart värdepapper av samma slag.

Regelverket om offentliga uppköpserbjudanden, innefattandes budplikt och prisbestämmelser för en budgivare att förhålla sig till, är förenade med en rad undantag. Ett undantag är om erbjudandet är ett s.k. privat erbjudande. Det ska enbart rikta sig till maximalt 5 aktieägare och priset i erbjudandet får då inte överstiga 115 procent av det marknadsrättsliga börskursvärdet för aktierna eller, om aktierna är onoterade, det beräknandet värdet av aktierna.<sup>124</sup>

Ett annat undantag är tillämpligt om ett erbjudande inte omfattar mer än fem procent som en budgivarens sammanlagda förvärv under 12 månader av en noterad aktieklass. Priset får inte heller överstiga aktiernas marknadsmässiga börskurs.<sup>125</sup>

De omfattande undantagen medför att en budgivare har goda möjligheter att förvärva aktieklasser till olika pris och även för aktier i samma klass i de fall undantagen är tillämpliga.

Även om likabehandlingsprincipen enbart är tillämplig för enskilda aktieklasser och att aktieklasser kan behandlas olika, medför den obligatoriska *coattail*-klausulen att prisdifferentiering inte blir möjligt för aktier med olika röstvärden för bolag noterade på Torontobörsen.

För bolag som inte har en *coattail*-klausul är det förenligt med den kanadensiska uppköpsregleringen att erbjuda olika pris för aktier med olika röstvärden.

#### 4.9.4 Typfall

##### Typfall 1–3

	Börskurs/Värde	Föraffär	Accepterat pris	Premie
	Kr	Kr	Kr	%
A-aktie	100	120	N/A	N/A
B-aktie	100	110	120	N/A

<sup>123</sup> Division 4 art 2.23, Take-over bids and issuer bids MI 62 104.

<sup>124</sup> Division 2 art 5.3 Take-over bids and issuer bids MI 62 104.

<sup>125</sup> Division 2 art. 5.2 *ibid.*

Då målbolaget är noterat på Torontobörsen ska samma pris ska gälla för både A och B-aktierna. Det är inte möjligt att förvärva röststarka A-aktier då dessa ska konverteras till B-aktier vid överlåtelser.

## 4.10 Japan

### 4.10.1 Bolagsrättslig reglering

Den japanska bolagsrätten tillåter inte bolag att emitter aktier med mer än en röst. Detta hindrar dock inte bolag från att skapa en aktiestruktur med röstvärdesskillnader. Det är nämligen möjligt att emittera aktier i enheter där antal aktier kan variera för varje enhet. Varje enhet av aktier tilldelas sedan en röst istället för att varje enskild aktie har en röst.<sup>126</sup>

### 4.10.2 Noterade bolag

Den största börsen i Japan är Tokyo Stock Exchange (Tokyobörsen). Sedan 2008 är det tillåtet för bolag att notera aktier med röstvärdesskillnader enligt den ovan nämnda bolagsrättsliga regleringen genom ett enhetssystem för olika aktieklasser.

Ett exempel på ett bolag med aktier med olika röstvärden är Cyberdyne. Vid börsnoteringen 2014 emitterade Cyberdyne två typer av aktier, vanliga stamaktier och B-aktier. Båda aktierna innehar samma ekonomiska rättigheter. Däremot består varje enhet av stamaktier av 100 aktier medan varje enhet av B-aktier enbart består av tio. Detta resulterar i att en aktieägare av B-aktier innehar tio gånger så högt röstvärde per enhet jämfört med en innehavare av lika många enheter stamaktier. B-aktierna utgör enbart 41.7 procent av aktiekapitalet samtidigt som de svarar för 87.7 procent av rösterna i Cyberdyn.<sup>127</sup>

Det finns ett antal begränsningar för bolag som använder sig av aktiestrukturen med olika röstvärden. En sådan regel är den så kallade *breakthrough-rule*. Regeln medför att röststarka aktier måste konverteras till enheter av vanliga aktier med en röst vid bl.a. överlåtelse till en tredje part samt då en innehavare till de röststarka aktierna avlider.<sup>128</sup> I förevarande fall med Cyberdyne medför detta att bolagets B-aktier konverteras till stamaktier och därmed förbrukas de röststarka B-aktierna vid ett offentligt uppköpserbjudande.

---

<sup>126</sup> Art. 41 Japanese companies Act.

<sup>127</sup> Toshima, IFLR, *Cberdyne's dual-class IPO*, s 43.

<sup>128</sup> Ibid, s 44-45.



#### 4.10.3 Prisdifferentiering

Offentliga uppköpserbjudanden regleras främst i the *Financial Instruments and Exchange Law*.

Den japanska budpliktsregleringen är annorlunda jämfört med den EU-rättsliga budplikten. Enda kravet är att en budgivare ska lämna ett offentligt uppköpserbjudande innan innehavet uppgår till gränsen om 30 procent av målbolagets rösträtt.<sup>129</sup> Budplikten är således *ex-ante* (innan innehavet passerar budpliktsgränsen) istället för att vara *post-ante* och aktualiseras efter det att innehavet har passerat budpliktsgränsen. Syftet med den japanska budpliktsregeln är att skapa transparens i förvärv av kontrollposter i målbolag och inte att skydda minoritetsaktieägare. Den japanska budpliktsregeln kräver således inte att uppköpserbjudandet utökas till att omfatta resterande aktieägare i målbolaget. De resterande aktieägarna får således inte ta del av en budgivares eventuella uppköpspremie. Det blir därmed möjligt med partiellt bud. En annan skillnad är att budpliktsregeln inte är gällande då uppköpet sker på börsen av noterade aktier, utan enbart av onoterade aktier.<sup>130</sup>

Det föreligger dock en *post-ante*-budplikt, som liknar den EU-rättsliga, men först då en aktieägars innehav uppgår till 75 procent av målbolagets aktier. Ett uppköpserbjudande ska då lämnas till resterande aktier i målbolaget.<sup>131</sup>

Vad gäller vederlaget vid ett offentligt uppköpserbjudande ska priset vara identiskt till alla aktieägare som omfattas av erbjudandet.<sup>132</sup> Trots detta är det med beaktande av budpliktsreglerna möjligt med prisdifferentiering av aktier. Eftersom partiella bud är tillåtna kan en budgivare genom att lämna flera uppköpserbjudanden förvärva aktier i skilda erbjudanden och till olika pris.

Tokyobörsens regelverk medför att röststarka aktier konverteras till röstsvagare aktier och således förlorar det starkare röstvärdet vid överlåtelse. Detta innebär att det inte är möjligt för en budgivare att förvärva röststakare aktier.

Detta resulterar i att även om det är möjligt genom kringgående av budpliktsreglerna att förvärva aktier till skilda pris, vilket även gäller aktier i samma aktieklass, medför Tokyobörsens *breakthrough*-bestämmelse att det inte är möjligt att förvärva röststarkare aktier. Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde är därmed inte möjligt även om prisdifferentiering av aktier är tillåtet.

---

<sup>129</sup> Art. 27-13-4 Financial Instruments and Exchange Law (FIE).

<sup>130</sup> Lee, J, *The Current Barriers to Corporate Takeovers in Japan: Do the UK Takeover Code and the EU Takeover Directive Offer a Solution?* s 770.

<sup>131</sup> Art. 27-13 para 4. Financial Instruments and Exchange Law, (FIE).

<sup>132</sup> Art 27-23 ibid.

#### 4.10.4 Typfall

##### Typfall 1–3

	<i>Börskurs/Värde</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	N/A		N/A
<i>B-aktie</i>	100	120	120	N/A

Även om prisdifferentiering av aktier är möjligt enligt det bolagsrättsliga regelverket är det inte möjligt att förvärva röststarka aktier med beaktande av Tokyobörsens krav på att röststarkare aktieklasser ska konverteras enligt *kravet på breakthrough*-bestämmelse i bolagsordningen.

## 4.11 Sydafrika

### 4.11.1 Bolagsrättslig reglering

Det bolagsrättsliga regelverket utgörs av *The South African Companies Act 71 of 2008*. Varje aktie innehar som huvudregel en röst och identiska rättigheter i övrigt. Avvikelser kan ske genom ändringar i bolagsordningen.<sup>133</sup> För varje aktieklass kan aktier i bolagsordningen ges speciella, villkorade eller limiterade rösträtter. Det föreligger således otaliga möjligheter att emittera aktier med en rad variationer och kombinationer av rättigheter.<sup>134</sup>

### 4.11.2 Noterade bolag

Den största börsen i Sydafrika är Johannesburg Stock Exchange. Börsen tillåter bolag som innehar en aktiestruktur med röstvärdesskillnader. Det är relativt vanligt bland bolagen på börsen att ha fler än en aktieklass. Nasper Limited är ett sådant exempel. Bolagets *management* innehar onoterade A-aktier med 1000 rösträtter medan de noterade N-aktierna enbart har en rösträtt var. Brimstone är ett annat bolag som har noterade N-aktier som saknar rösträtt och onoterade aktier med en rösträtt.<sup>135</sup> Även om strukturen är relativt vanlig bland de noterade bolagen var det i slutet av 2016 endast sju bolag på börsen som hade två eller fler aktieklasser noterade av totalt 379 noterade bolag.<sup>136</sup> I de flesta bolagen med aktier med olika röstvärden är de röststarka aktierna onoterade.

<sup>133</sup> Kap 3, part D art. 37, Companies act 71 of 2008.

<sup>134</sup> Kap 3. Part D art 37.5 a. *ibid*.

<sup>135</sup> Lambridis, *Dual shares enabling exclusive control over companies, prudential investment manager*, juni 2017.

<sup>136</sup> Lynne Thomas, *Ownership of JSE-listed companies*, Research Report for National Treasury September 2017.

#### 4.11.3 Prisdifferentiering

Offentliga uppköpserbudanden regleras i kapitel fem i *Companies Act No 71* och tillsammans med the *Companies Regulation* bildas the *Takeover Regulations*. Den sydafrikanska *Takeover Regulation Panel* är ett viktigt organ som verkar för regelefterföljning.<sup>137</sup>

Ett budpliktsbud uppkommer när en budgivares innehav genom förvärv uppgår till 35 procent eller mer av rösträtten i målbolaget.<sup>138</sup> Undantag från budplikt kan medges om aktieägare av mer än 50 procent av rösträtten i målbolaget genom omröstning godtar det.<sup>139</sup>

Vad gäller priset ska det vara identiskt för aktier i samma aktieklass. I det fall en budgivare förvärvat aktier sex månader innan det offentliga uppköpserbudandet lämnats ska priset för aktier i samma klass vara identiskt med detta. I det fall budgivare förvärvar aktier över förfärspriset under uppköpserbudandet ska vederlaget ökas till samma nivå.<sup>140</sup> Det är möjligt att behandla aktieklasser olika och erbjuda skilda pris. Vid ett erbjudande som omfattar olika aktier, oavsett om de har eller saknar rösträtt, ska det föreligga ett *comparable offer* aktierna emellan:

*Comparable offers are required for all classes of issued security that have voting rights or could have voting rights in the future, including options.*<sup>141</sup>

Vidare anges att:

*The offer consideration(s) in a comparable offer is to be determined by the offeror taking account of the class of security to which the comparable offer is to be made.*<sup>142</sup>

Den sydafrikanska takeover-panelen har i ett avgörande gällande ett offentligt uppköpserbudande behandlat tillämpningen av ett *comparable offer*. I avgörandet hade målbolaget två aktieklasser där den bestod av röstberättigade *ordinary shares* och den andra av preferensaktier utan röstvärde.<sup>143</sup> För innehavarna av preferensaktierna var det möjligt att efter tre år från det att aktierna emitterades konvertera dem till *ordinary shares*. I det fall konvertering inte sker skulle preferensaktierna automatiskt återtas av bolaget.

Uppköpserbudandet för *ordinary shares* var 0,08 rand medan det för preferensaktierna var 1.28 rand. Målbolaget gjorde gällande att erbjudandet inte var jämförbart.

Vad ett *comparable offer* innebar var inte fastställt. Takeover panelen hänvisade därför till Storbritannien, Hongkongs samt Singapores regler om offentliga uppköpserbudande för tolkning.

<sup>137</sup> Takeover Regulation Panel: <http://trpanel.co.za/>

<sup>138</sup> Art 123 Companies Act samt art. 86 Companies regulation.

<sup>139</sup> 86.4 Companies regulation.

<sup>140</sup> Art. 111 Companies Regulation.

<sup>141</sup> Art 87.2 *ibid*.

<sup>142</sup> Art. 87.4 *ibid*.

<sup>143</sup> Beige Holdings Limited and Lion Match Company (Proprietary) Limited– Reasons and Ruling of the Executive Director on Comparable Offers, Takeover panel Statement, 1/2012.

Regelverket i dessa stater innehåller en *see through*-bestämmelse vid bedömning av erbjudanden som omfattar icke röstberättigande, konverterbara värdepapper till aktier med rösträtt. Man utgår då från erbjudandepriiset för de röstberättigade aktierna multiplicerat med den konvertibla ration. Om erbjudandepriiset är 5 för röstberättigande aktier och varje konvertibelt värdepapper ger 5 aktier, så är priset 20 (4 x 5).

Den sydafrikanska takeover-panelen menade att ett *comparable offer* skulle tolkas på samma sätt och konstaterade även att ett jämförbart erbjudande inte behöver vara identiskt mellan två aktieklasser eller värdepapper men utifrån *see through*-bestämmelsen var prisskillnaden, 1,28 rand respektive 0,08 rand, inte att anse som jämförbart och uppköpserbjudandet ansågs inte förenligt med takeover-regelverket.

Även om uttalandet behandlar konvertibla värdepapper som saknar rösträtt ger det, i avsaknad av andra uttalanden, en fingervisning för tillämpningen av ett *comparable offer* mellan aktier med olika röstvärde. Vid bedömningen är en relevant faktor aktiernas inbördes rättigheter och därmed aktiernas olika röstvärde. Eftersom uttalandet inte ger någon direkt vägledning om prisförhållandet för olika aktier då enbart röstvärdet skiljer aktierna från varandra är frågan dock inte helt klarlagd. Uttalandet visar att den sydafrikanska takeover-panelen hänvisar till andra jurisdiktioner för tolkning av reglerna. Det är inte orimligt att anta att även detta sker vid bedömningen av *comparable offer* för aktier med olika röstvärde. Dessutom används samma rekvisit, *comparable offer*, som i det brittiska regelverket. Det får anses möjligt att det vid tolkning av vad som utgör ett *comparable offer* vidgas blickar till Storbritannien och att prisskillnader är tillåtna i samma utsträckning. Premierna ska nämligen vara proportionella till aktiernas börskurs och därmed relativt lika stora. I nuläget får det ändå anses vara en oklar rättsfråga men prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde får ändå anses vara tillåten inom ramen för ett *comparable offer*.

#### 4.11.4 Typfall

##### Typfall 1

	Börskurs kr	Föraffär kr	Accepterat pris kr	Premie %
A-aktie	100	120	120	20
B-aktie	100	110	120	20

Eftersom det inte framgår vad ett *comparable offer* innebär mer konkret är det oklart om en prisskillnad är tillåten som inte är proportionell till aktiernas kursvärde. Då ett *comparable offer* medför att ett icke identiskt pris kan erbjudas kan det antas att det åtminstone är möjligt med prisdifferentiering och att premierna ska vara proportionella.

Typfall 2

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>B-aktie</i>	90	105	108	20

Resultatet utgår från antagandet att premierna åtminstone ska vara lika stora. Priset för B-aktien regleras därmed upp till 108 kr.

Typfall 3

	<i>Börskurs/Värde</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>Onoterad A-aktie</i>	100	120	120	20
<i>Noterad B-aktie</i>	90	105	108	20

Prisbestämmelserna omfattar onoterade aktier, se typfall 2.

## 4.12 Singapore

### 4.12.1 Bolagsrättslig reglering

Det är tillåtet för publika bolag i Singapore att emittera aktier som innehar speciell, limiterad eller villkorlig rösträtt samt aktier som saknar rösträtt.<sup>144</sup> Aktier med olika röstvärden ska delas in i olika aktieklasser. Det finns inga begränsningar för hur många aktieklasser ett bolag kan emittera och det är fritt för bolag att utforma aktiers olika rättigheter. Historiskt har det inte varit tillåtet för vare sig privata eller publika bolag med aktiestrukturen med röstvärdesskillnader. År 2003 ändrades the *Companies Act* och röstvärdesskilda aktier blev tillåtet för privata bolag. Det dröjde dock till 2014 innan röstvärdesskillnader även blev tillåtet för publika bolag.<sup>145</sup>

### 4.12.2 Noterade bolag

Även om den bolagsrättsliga regleringen tillåter publika bolag att emittera aktier med olika röstvärden har det fram till nyligen inte varit tillåtet på Singapore Stock Exchange (Singaporebörsen) att notera bolag som emitterat aktier med olika röstvärden.

<sup>144</sup> Section 64(1) of the Companies Act (Cap. 50).

<sup>145</sup> Singapore Stock Exchange, *Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures*, Consultation Paper, 16/2 2016.

Den 26 juni 2018 ändrades regelverket och numer är det tillåtet för publika bolag på Singaporbörsen att notera aktier med olika röstvärden.<sup>146</sup>

Det uppställs en rad villkor för bolag som vill noteras med aktiestrukturen. Först och främst ska bolaget visa sig vara lämpligt för att noteras.<sup>147</sup> Lämplighetsbedömningen beror på en rad faktorer så som bolagets affärsplan, historiska resultat, vilken positiv inverkan aktiestrukturen kommer medföra för bolagets framgång och tillväxt samt övriga bolagsrättsliga faktorer som kan motivera aktiestrukturen. Aktiestrukturen ska vara fastställd vid noteringen. Efter att bolaget noterats på Singaporbörsen får nyemittering av röststarka aktier som huvudregel inte ske. Röststarka aktier får enbart innehas av vissa aktieägare, s.k. *permitted holder group*, vilka ska anges och godtas av Singaporbörsen innan notering. Främst avses ledande befattningshavare och direktörer i bolaget, men även andra aktieägare kan vara berättigade.<sup>148</sup>

Vidare är det maximala röstvärdet för röststarka aktier 10 röster per aktie.<sup>149</sup> Dessutom ställs krav på att de röststarka aktierna automatiskt ska konverteras till aktier med enbart en rösträtt vid i huvudsak två händelser. Den första är när de röststarka aktierna överlåts, oavsett till vem. Den andra händelsen är när innehavaren inte längre kan anses tillhöra *permitted holding group*. I det fall aktieägarna genom omröstning där de röststarka aktierna enbart tilldelas en röst är det dock möjligt att de röststarka aktierna behåller sin rösträtt efter en överlåtelse.<sup>150</sup>

Syftet med att röststarka aktier ska konverteras och således förlora sin privilegierade rösträtt vid överlåtelse m.m. grundar sig på anledningen till varför aktier med olika röstvärden ska tillåtas, nämligen förtroendet som investerare har i ägarna. I det fall ägarna överlåter sina aktier anses det bakomliggande syftet med aktiestrukturen gå förlorat, varför de röststarka aktierna ska konverteras.<sup>151</sup>

#### 4.12.3 Prisdifferentiering

Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden återfinns i the *Singapore Code on Takeovers and Mergers*.

Budplikt föreligger för en budgivare i det fall budgivarens innehav uppgår till 30 procent eller mer av bolagets rösträtt. Budgivaren måste i sådana fall utvidga det offentliga uppköpserbjudandet och rikta det till alla innehavare av rösträttsberättigande aktier i bolaget.<sup>152</sup>

<sup>146</sup> Kap 2 Art. 210, Mainboard Rules listing Rules, Singapore Stock Exchange (SGX).

<sup>147</sup> Kap 2 art 210-10b, *ibid*.

<sup>148</sup> Se SGX, *Responses to Feedback on DCS Consultation Papers*, 26/6 2018, s. 9-11.

<sup>149</sup> 210 (10) d, Mainboard Listing Rules, SGX.

<sup>150</sup> Art. 210 (10) f, *ibid*.

<sup>151</sup> Singapore Exchange, *Possible Listing Framework for Dual Class Share Structures*, s 16.

<sup>152</sup> Art. 14.1 The Singapore code on take-overs and mergers.

En av huvudprinciperna är likabehandlingsprincipen vilken kommer till uttryck enligt följande:

*An offeror must treat all shareholders of the same class in an offeree company Equally.*<sup>153</sup>

Samma pris ska således erbjudas för aktier i samma aktieklass.

I det fall målbolaget har flera aktieklasser ska ett *comparable offer* erbjudas för varje aktieklass. Prisskillnaden måste rättfärdigas innan erbjudandet lämnas. I det fall aktierna är noterade gäller generellt att en acceptabel prisdifferens är lika med skillnaden mellan den genomsnittliga börskursen för respektive aktieklass över sex eller tre månader beroende på om det är ett budpliktsbud eller frivilligt erbjudande. I annat fall, när någon av aktierna inte är noterade och aktien inte har en börskurs, sker bedömningen utifrån andra relevanta faktorer vilka bland annat inkluderar aktieklassernas respektive rättigheter.<sup>154</sup> Prisdifferentiering av olika aktieklasser är därmed tillåten om premierna är proportionella mot börskursen och därmed relativt lika stora.

Vidare ska priset i ett budpliktsbud inte vara lägre än vad budgivaren sex månader innan erbjudandets lämnats har förvärvat aktier för. I det fall en budgivare inte har förvärvat aktier inom en föraffär ska lägsta priset uppgå till det högsta till genomsnittspriset för aktien. För frivilliga offentliga bud gäller samma bestämmelse om lägsta pris förutom att föraffärsperioden är begränsad till 3 månader istället för sex.

Även om det är möjligt med prisdifferentiering mellan aktieklasser är det som utgångspunkt inte möjligt att förvärva röststarka aktier på grund av Singaporebörsens krav på konvertering av röststarka aktier vid överlåtelse. Aktieägarna kan genom omröstning i bolagsordningen, där varje aktie har en röst, frångå huvudregeln och överlåta röststarka aktier. Det kan antas att det kommer ske relativt sällan, speciellt för bolagen med spritt ägande. Med beaktande av att regleringen är helt ny, överlåtelse av röststarka aktier är enbart tillåtet i undantagsfall och den mer restriktiva synen på aktiestrukturen med röstvärdesskillnader, är det oklart hur prissättningen skulle ske vid prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde. Det får således anses vara en oklar rättsfråga i Singapore.

---

<sup>153</sup> General principles The Singapore code on Take-overs and mergers.

<sup>154</sup> Art. 18.1 The Singapore code on Take-overs and mergers.

#### 4.12.4 Typfall

##### Typfall 1

	<i>Börskurs</i> <i>kr</i>	<i>Föraffär</i> <i>kr</i>	<i>Accepterat pris</i> <i>kr</i>	<i>Premie</i> <i>%</i>
<i>A-aktie</i>	100	120	N/A	N/A
<i>B-aktie</i>	100	110	N/A	N/A

Möjligheten till prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde är oklar i Singapore.

#### 4.13 Hongkong

##### 4.13.1 Bolagsrättslig reglering

Den bolagsrättsliga regleringen återfinns i kapitel 622 av *the Companies Ordinance*.

Det är möjligt för bolag att emittera olika aktier och dela in i aktieklasser.<sup>155</sup> Det är även tillåtet med en aktiestruktur där aktier har olika röstvärden, även om huvudregeln är *en aktie – en röst*.<sup>156</sup>

##### 4.13.2 Noterade bolag

Den enda börsen i landet är Hong Kong Stock Exchange (Hongkongbörsen). Det har historiskt inte varit tillåtet för bolag att ha en aktiestruktur med olika röstvärden noterade på Hongkongbörsen. Efter e-handelsföretaget Alibaba valde att noteras på New York-börsen 2014 har en alltmer intensiv debatt förts om aktiestrukturer med röstvärdesskillnader ska tillåtas vilket nu har resulterat i regeländringar.<sup>157</sup>

Hongkongbörsen tillåter sedan 30 april 2018 notering av bolag som har aktier med olika röstvärden.<sup>158</sup> Med införandet av aktier med olika röstvärden har en rad säkerhetsåtgärder implementerats för att minska de risker som anses vara förenade med aktiestrukturen. Bolagen ska uppfylla en rad förutsättningar för att accepteras på börsen, vilket har med bolagens karaktäristisk och tillväxt att göra. Aktiestrukturen med röstvärdesskillnader ska även vara lämplig för bolagen.<sup>159</sup> Dessutom är de röststarka aktierna förenade med en rad begränsningar. Aktieklassen med de röststarkare aktierna får inte noteras.<sup>160</sup>

<sup>155</sup> Division 7, Art. 178-180, Companies Ordinance (cap 622).

<sup>156</sup> Art. 588(4) samt 50(4) Companies Ordinance.

<sup>157</sup> Wadhvani, J, *Hon Kong's dual-class dilemma*, International Financial law review, 2014.

<sup>158</sup> Se Hong Kong's listing regime enter new era, featuring emerging and innovative firms, HKEX, News Release, 24/4 2018.

<sup>159</sup> Se kap 8a Introduction samt 8A.04-0.6 Main Listing Rules, HKEX.

<sup>160</sup> Kap 8A.08 ibid.



De enda som får äga aktierna måste ha ledande position i bolaget, såsom direktör eller styrelsemedlem, vilka benämns *beneficiaries*.<sup>161</sup> Vidare kan inte innehavarna av de röststarka aktierna använda sin privilegierade rösträtt i alla beslut som tas av bolaget. Ett exempel är vid beslut om ändring av aktiernas respektive rättigheter.<sup>162</sup> Vidare är den maximala röstvärdesskillnaden 1:10.<sup>163</sup>

Eftersom enbart *beneficiary* får äga de röststarka aktierna går rösträtten förlorad vid överlåtelse och aktien konverteras till en vanlig aktie med en konverterings-ratio om 1:1.<sup>164</sup>

#### 4.13.3 Prisdifferentiering

Offentliga uppköpserbudanden av bolag noterade på Hongkongbörsen regleras av *Securities and Future Commission* i Hongkong genom *The codes on takeover and mergers and share buy-backs*.

Ett budpliktsbud uppkommer när en budgivare förvärvat aktie så att innehavet uppgår till minst 30 procent av rösträtten i bolaget. Erbjudandet ska då omfatta alla aktieägare i målbolaget.<sup>165</sup>

Likabehandlingsprincipen gäller och kommer till uttryck enligt följande lydelse:

*All shareholders are to be treated even-handedly and all shareholders of the same class are to be treated similarly.*<sup>166</sup>

Vid ett uppköpserbudande på ett målbolag som har mer än en aktieklass ska ett jämförbart (*comparable*) erbjudande lämnas för varje aktieklass oavsett om aktierna innehar rösträtt eller saknar rösträtt.<sup>167</sup> Bedömningen utvecklas i kommentaren enligt följande:

*[...] A comparable offer need not be an identical offer but the difference must be capable of being justified to the Executive, who will have regard to all relevant circumstances including the rights attaching to each class of shares and may also consider the historical record of their market prices.*<sup>168</sup>

Hongkongs takeover-panel har i ett avgörande behandlat ett *comparable offer* och berört relevanta faktorer för bedömningen. Avgörandet gällde ett erbjudande på ett målbolag med två aktieklasser, *Domestic shares* och *H shares*. H-aktierna var noterade på Hongkongbörsen och således fritt överlåtelsebara, medan *Domestic shares*, som representerade 67 procent av bolagets aktiekapital och rösträtt, var onoterade och inte fritt överlåtelsebara.

<sup>161</sup> Kap. 8A.11, Main Listing Rules, HKEX.

<sup>162</sup> Se kap 8a.24 *ibid*.

<sup>163</sup> Kap. 8a.10. *ibid*.

<sup>164</sup> Kap 8a.18 (1) *ibid*.

<sup>165</sup> Rule 26 Code on Takeovers and Mergers.

<sup>166</sup> General Principle, *ibid*.

<sup>167</sup> Rule 14 *ibid*.

<sup>168</sup> Notes to Rule 14, *ibid*.

I övrigt innehade aktierna samma rättigheter. Budgivaren hade sedan tidigare förvärvat målbolagets *Domestic Shares* och frågan var således vilket priset för H-aktierna som var att anse som *comparable*.

I bedömningen betonades att aktieklasserna hade identisk rösträtt och lika rätt till utdelning. Dessutom poängterades att det inte hade varit möjligt att nå en kontrollposition genom att enbart förvärva H-aktier då aktieklassen representerade mindre än 30 procent av bolagets rösträtt. Med beaktande av ovanstående faktorer kom takeover-panelen fram till att ett rättfärdigande av olika pris för de två aktieklasserna inte förelåg. Därmed skulle H-aktieägarna erbjudas ett identiskt erbjudande som aktieägarna av *Domestic shares*.<sup>169</sup>

Även om erbjudandet omfattade aktier med identiska rättigheter avseende rösträtten kan det vara användbart för tolkning av ett *comparable offer* för aktier med röstvärdesskillnader eftersom panelen betonar vissa faktorer som ska beaktas vid bedömningen. Två faktorer som lyfts fram av panelen är att aktierna har samma röstvärde och att ett kontrollinnehav inte kunnat uppnås genom enbart förvärv av H-aktierna. Utifrån avgörandet är det således inte orimligt att anta att rösträtten är en faktor som kan rättfärdiga ett icke-identiskt uppköpserbjudande.

Vad gäller lägsta pris får det inte understiga det pris som budgivaren förvärvat aktier i samma klass de tre föregående månaderna innan det offentliga uppköpserbjudandet offentliggjorts.<sup>170</sup> För budpliktsbud, gäller en utökad period om sex månader innan lämnandet av det offentliga uppköpserbjudandet.<sup>171</sup>

Även om det skulle kunna vara möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde enligt reglerna om offentliga uppköpserbjudanden, så medför Hongkongbörsens krav på konvertering av röststarka aktier till aktier med enbart en rösträtt vid överlåtelse att det inte är möjligt att förvärva röststarka aktier.

#### 4.13.4 Typfall

##### Typfall 1–3

	Börskurs/Värde <i>kr</i>	Föraffär <i>kr</i>	Accepterat pris <i>kr</i>	Premie %
<i>A-aktie</i>	100	N/A	N/A	N/A
<i>B-aktie</i>	100	110	110	N/A

Det är inte möjligt att förvärva aktier med större röstvärde än ett enligt Hongkongbörsens regelverk.

<sup>169</sup> Sanmenxia Tianyuan Aluminum Company Limited, Panel decision 2007.08.03, South Africa Takeovers and Mergers Panel.

<sup>170</sup> Rule 24.1 Code on Takeovers and Mergers.

<sup>171</sup> Rule 26.3 (a) *ibid*.

## 5 Sammanställning och jämförelse

### 5.1 Resultatet av studien i siffror

<i>Land</i>	<i>Möjlig prisdifferentiering</i>	<i>Krav på proportionell uppköpspremie</i>
1 <i>Danmark</i>	Ja	Ja
2 <i>Finland</i>	Ja	Ja
3 <i>Storbritannien</i>	Ja	Ja
4 <i>Frankrike</i>	Nej	N/A
5 <i>Italien</i>	Nej	N/A
6 <i>Schweiz</i>	Ja	Nej
7 <i>USA</i>	Ja	Nej
8 <i>Kanada</i>	Ja*	N/A
9 <i>Japan</i>	Nej	N/A
10 <i>Sydafrika</i>	Ja	oklart
11 <i>Hongkong</i>	Nej	N/A
12 <i>Singapore</i>	Oklart	Oklart

\*I vissa undantagsfall

Av tolv (12) länder i studien är det möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde i sju (7). I tre (3) länder av dessa sju (7) ska prisdifferensen vara proportionell utifrån aktiernas börskurser och uppköpspremier procentuellt lika stora. I Schweiz och USA behöver däremot inte prisskillnaden vara procentuellt lika utifrån börskursen, istället är det möjligt med en större prisskillnad. I Schweiz har en uppköpspremie skillnad om 8 procent tillåtit, medan det för amerikansk del är möjligt med fri prissättning mellan aktieklasser.

I Kanada är frågan om prisdifferentiering mer komplicerad att besvara och beror bland annat på vilken börs målbolaget är noterat på. I Singapore får möjligheten till prisdifferentiering anses vara oklar.

## 5.2 Aktiestrukturer med röstvärdesskillnader

Det framgår av studien att länderna tillåter olika aktiestrukturer som möjliggör för bolag att emittera aktier med röstvärdesskillnader. Den aktiestruktur med röstvärdesskillnader som är mest vanligt förekommande är att bolag emitterar röststarka aktier med mer än en röst och röstsvagare aktier med en röst.

I Japan och Schweiz är det inte tillåtet för bolag att notera aktier med mer än en röst. I Schweiz konstrueras röstvärdesskillnader genom att aktier ges olika kvotvärden som inte är proportionella till bolagets aktiekapital.<sup>172</sup> Genom att inneha två aktieklasser där ena aktieklassen har ett kvotvärde om 0,1 och det andra ett kvotvärde om 1,0 resulterar det i att röstvärdesskillnaden blir 1:10.<sup>173</sup> I Japan ska alla aktier inneha en rösträtt. Det är dock möjligt att emittera aktier i enheter med ett varierat antal aktier där varje enhet ges en röst, istället för att varje enskild aktie har en rösträtt. Därmed blir det möjligt med en aktiestruktur med röstvärdesskillnad.<sup>174</sup>

En annan aktiestruktur som förekommer i studien är *loyalty shares*-strukturen, som används i Frankrike och Italien. I båda länderna är det för publika bolag inte tillåtet att notera eller emittera aktier med mer än en röst. I en *loyalty shares*-struktur är det inte aktierna i sig som innehar det dubbla röstvärdet och aktierna utgör inte en egen aktieklass. Istället är det aktieägarens innehavstid som den dubbla rösträtten är beroende av.<sup>175</sup> *Loyalty share*-strukturen syftar till att belöna och verka för långvarigt aktieäggande.<sup>176</sup> Strukturen utgör således ett alternativ mellan att fullt ut tillåta aktier med olika röstvärden och tillämpa principen om en aktie – en röst.

## 5.3 Användningen av aktier med olika röstvärden

Användningen av aktier med olika röstvärde är mest vanligt förekommande i Danmark och Finland.<sup>177</sup> Även i Frankrike, Italien och Schweiz är aktier med olika röstvärde utbrett. Noterbart är att Frankrike har frångått huvudprincipen om en aktie – en röst till förmån för *loyalty share*-strukturen som numer är huvudregeln.<sup>178</sup>

I Storbritannien är röstvärdesskillnader inte tillåtet på Londonbörsens *premium listing*, vilket är den högst rankade och även mest attraktiva listan för bolag.<sup>179</sup>

<sup>172</sup> Art. 623 Swiss Civil Code.

<sup>173</sup> Se avsnitt 4.7.2.

<sup>174</sup> Art. 41 Japanese Companies Act.

<sup>175</sup> Art. L225-123 code de commerce samt Art 127 Testo Unico della Finanza

<sup>176</sup> Se b.la. Bolton, & Samama, *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, Journal of Applied Corporate Finance, 25(3), 2013, s. 86-97.

<sup>177</sup> Med 28 respektive 31 procent. Se avsnitt 4.1.2, 4.2.2.

<sup>178</sup> ISS Governance, *Impact of Florange Act*, s 1.

<sup>179</sup> Principles 3 and 4, U.K. Listing Rule 7.2.1A, Premium Listing.

Även om det är tillåtet att notera aktier med olika röstvärden på *Standard listing* är det *Premium listing* som är den lista de flesta bolag strävar efter att noteras på.<sup>180</sup>

Vad gäller Nordamerika förekommer aktier med röstvärdesskillnader både i USA och Kanada.<sup>181</sup> I USA har nyttjandet av aktier med olika röstvärde ökat under 2000-talet. Det gäller framför allt It-bolag och Tech-bolag efter det att Google börsintroducerades med en aktiestruktur med röstvärdesskillnader.<sup>182</sup> Andra exempel är det kinesiska jätteföretaget Alibaba samt fotbollslaget Manchester United som valt att noteras på New York-börsen respektive Nasdaq med röstvärdesskilda aktier.<sup>183</sup> Till skillnad från USA har användningen av aktier med röstvärdesskillnader i Kanada på Torontobörsen stadigt minskat sedan slutet av 1980-talet.<sup>184</sup> En anledning till är Torontobörsens krav på *coattail*-klausul i bolagsordningen.<sup>185</sup>

I Asien är aktiestrukturen med röstvärdesskillnader inte lika vanlig. Av de tre asiatiska länderna i studien är det enbart Japan och Tokyobörsen som idag har ett noterat bolag med röstvärdesskilda aktier sedan bolaget Cyberdyne börsintroducerades 2014.<sup>186</sup> På senare år, mycket på grund av att e-handelsföretaget Alibaba valde att börsintroduceras på New York-börsen, har frågan blivit mer omdebatterad i Asien vilket resulterat i ett förändrat regelverk på Singapore- och Hongkongbörsen.

Singapore och Hongkong som först i år, 2018, tillåter aktier med röstvärdesskillnader. Det finns ännu inget bolag med röstvärdesskillnader noterat på någon av börserna.<sup>187</sup> Det är särskilt intressant att följa utvecklingen och regelutformningen i de två länderna eftersom det kan komma att påverka övriga asiatiska länders syn på aktier med röstvärdesskillnader. Utvecklingen i Asien verkar gå mot en mer tillåtande syn på aktier med röstvärdesskillnader. Användandet av aktiestrukturen med röstvärdesskillnader kommer därmed troligtvis att öka bland bolag verksamma i Asien i och med regelförändringarna på Singapore- och Hongkongbörsen.

## 5.4 Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde

Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden är väldigt likartad vilket har sin förklaring i att samtliga länders regler är i olika utsträckning inspirerade av Storbritannien och Takeover Code. Likabehandlingsprincipen utgör grunden för regleringen av offentliga uppköpserbjudanden och den gäller i samtliga länder. Principens omfattning sträcker sig inom varje aktieklass var för sig.

<sup>180</sup> Se avsnitt 4.3.2.

<sup>181</sup> Se avsnitt 5.8.2 samt avsnitt 5.9.2.

<sup>182</sup> Se avsnitt 5.8.2.

<sup>183</sup> Wadhvani, J, Hon Kong's dual-class dilemma, International Financial law review 2014 samt Manchester United 'ditches Asia for US IPO', The telegraph.

<sup>184</sup> Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations, s 3.

<sup>185</sup> Se avsnitt 5.8.2

<sup>186</sup> Se avsnitt 5.11.2.

<sup>187</sup> Se avsnitt 5.12.2 samt 5.13.2.

Utifrån det resultat som framkommit i studien jämförs och behandlas i punkten 5.4.1 nedan de länder där prisdifferentiering är tillåten. I punkten 5.4.2 behandlas premieskillnader av aktier med olika röstvärden och i punkten 5.4.3 behandlas länderna där det inte är möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden.

#### 5.4.1 Tillåten prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden

I sju länder är det möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. I Danmark och Finland omfattar likabehandlingsprincipen enbart varje aktieklass var för sig vilket resulterar i att det är möjligt att erbjuda olika pris för aktier med olika röstvärden i de båda länderna.<sup>188</sup>

Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde är även möjligt i Storbritannien, vilket följer av att likabehandlingsprincipen gäller inom varje aktieklass och aktieägare av samma aktieklass ska behandlas lika av en budgivare.<sup>189</sup> Även om aktiestrukturen med röstvärdesskillnader inte är tillåten på *Premium listing* är regleringen ändå av intresse med tanke på att den svenska regleringen bygger på the Takeover Code och det starka inflytandet som den brittiska regleringen har internationellt. Även i Schweiz och Sydafrika är prisdifferentiering tillåten då likabehandling gäller inom varje aktieklass för sig.<sup>190</sup> Detsamma gäller för USA då likabehandlingsprincipen gäller inom respektive aktieklass och medför att en budgivare ska behandla alla aktieägare av samma aktieklass lika.<sup>191</sup>

Kanadas budpliktsregler och Torontobörsens krav på *coattail*-klausul medför att frågan om prisdifferentiering blir mer komplicerad att besvara. Det faktum att budplikt enbart omfattar den aktuella aktieklassen innebär att erbjudandet inte behöver omfatta samtliga aktier i målbolaget. Prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden är därmed möjligt i vissa situationer. Däremot inskränks möjligheten i de fall målbolaget är noterat på Torontobörsen på grund av *coattail*-klausulen. Under förutsättning att målbolaget inte är noterat på Torontobörsen, utan på annan kanadensisk börs, är det därmed möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. Är målbolaget noterat på Torontobörsen är en sådan prisdifferentiering dock även möjlig om det offentliga uppköpserbjudandet inte omfattar mer än 50 procent av de röststarka aktierna. I andra fall är det inte möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde på grund av kravet på *coattail*-klausulen.<sup>192</sup>

Utöver de ovan nämnda länderna kan det finnas en möjlighet till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde i Singapore. Huvudregeln är dock att röststarka aktier förlorar den privilegierade rösträtten vid en överlåtelse.

---

<sup>188</sup> 14 § Bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt 11 kap. 7 § Fin. värdepappermarknadslag.

<sup>189</sup> Rule 6.1 (a) Takeover Code.

<sup>190</sup> Se avsnitt 4.7.3 samt 4.8.3.

<sup>191</sup> *Regulation 14d-1. C.2 Securities Exchange Act.*

<sup>192</sup> Se avsnitt 4.9.2.

För undantagsmöjligheten att aktierna behåller det högre röstvärdet även efter en överlåtelse krävs bolagsstämmans godkännande.<sup>193</sup> Enligt Singapores regler om offentliga uppköpserbjudande är det möjligt med prisdifferentiering mellan aktieklasser inom ramen för ett *comparable offer*.<sup>194</sup> Trots detta får det anses, med beaktande av att möjligheten för en aktiestruktur med röstvärdesskillnader nyligen är införd på Singaporebörsen, vara oklart om prisdifferentiering kommer vara tillåtet även mellan aktier med olika röstvärde.

Den gemensamma nämnaren för de länder där prisdifferentiering är tillåtet är omfattningen av likabehandlingsprincipen. Likabehandlingsprincipen gäller enbart inom varje aktieklass var för sig och aktier med identiska villkor ska behandlas identiskt. Aktier med icke identiska villkor kan behandlas olika och rösträttsskillnaden motiverar då möjligheten till prisdifferentiering.

#### 5.4.2 Premieskillnader för aktier med olika röstvärde

För fem länder där prisdifferentiering är tillåtet är prissättning förenad med begränsningar som förhindrar en fri prissättning mellan aktieklasser. Prisdifferentieringen mellan aktier med olika röstvärde behöver vara rättfärdigade och motiverade för att vara förenliga med reglerna om offentliga uppköpserbjudanden. Rekvisiten för vad som utgör en motiverad prisdifferens skiljer sig åt mellan länderna. I Storbritannien, Sydafrika, Singapore och Hongkong ska priset mellan aktieklasser vara *comparable*. I övriga länder där prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden är tillåten ska prisskillnaden vara rättvis. Även om rekvisiten skiljer sig åt är en prisdifferentiering generellt accepterad i Danmark, Finland och Storbritannien i det fall vederlagen är proportionella mot aktiernas respektive börskurs. Uppköpspremierna ska således vara procentuellt lika.

I Sydafrika är det inte klarlagt vad som gäller avseende prisskillnader. Ett erbjudande för olika aktieklasser ska vara *comparable*.<sup>195</sup> Det finns inget avgörande från den sydafrikanska takeover-panelen som behandlar ett *comparable offer* mellan aktier med olika röstvärde. Då panelen synes vända sig till andra länder för tolkning och vägledning är det inte orimligt att bedömningen av ett *comparable offer* kommer att ske på samma sätt som i Storbritannien.<sup>196</sup> Prisskillnaden kommer i sådana fall vara proportionella gentemot aktiernas börskurser även i Sydafrika.

USA är det land i studien med mest liberalt regelverk avseende prissättningen vid ett offentligt uppköpserbjudande. Prissättningen för skilda aktieklasser är i princip fri.

---

<sup>193</sup> Se avsnitt 4.12.2.

<sup>194</sup> Se avsnitt 4.12.3.

<sup>195</sup> Kap 5 art 87.2 Companies Regulation

<sup>196</sup> Se avsnitt 4.10.3.

Detta beror på att likabehandlingsskyldigheten för en budgivare enbart gäller inom samma aktieklass och det uppställs inget krav på att prisskillnaden ska vara rättfärdigad. Detta medför stora möjligheter för en budgivare till prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde.<sup>197</sup>

Ett annat land där premier inte alltid behöver vara procentuellt lika i förhållande till aktiernas börskurser är Schweiz. Från att det tidigare har varit möjligt med kontrollpremier för aktieägare med ett kontrollinnehav gäller sedan 2013 likabehandlingsskyldighet inom varje aktieklass.<sup>198</sup> Det är dock fortsatt möjligt med prisdifferentiering mellan olika aktieklasser. Utifrån den schweiziska takeover-panelens godkännande av Kiwis uppköpserbjudande för aktierna i Kuoni<sup>199</sup> öppnades möjligheten till en prisdifferentiering som inte behöver vara proportionell mot börskurserna. Den schweiziska takeover-panelen godtog en uppköpspremie för de röststarka aktierna som var åtta procent högre än för de röstsvagas premie på grund av aktiernas olika röstvärde.<sup>200</sup> I det aktuella fallet var en av aktieklasserna onoterad. Det är således inte klarlagt vad som gäller vid ett erbjudande då båda aktierna är noterade på en börs. Med tanke på att den schweiziska takeover-panelen lade avgörande vikt på aktiernas röstvärdesskillnader är det möjligt att aktiers skilda rösträtt kan motivera och rättfärdiga uppköpspremier som går utöver aktiernas börskurser.

Även om rekvisiten skiljer sig åt vid bedömningen av en godtagbar prisdifferens sker bedömningen i praktiken utifrån samma kriterier och syftet är att uppnå en rättvis prisskillnad. Flera faktorer kan ha betydelse vid bedömningen och påverka prissättningen. Den grundläggande faktorn som har störst betydelse vid bedömningen är aktieklassernas respektive börskurser. I de fall priset är proportionella mot aktiernas börskurs är prisdifferentieringen som utgångspunkt godtagen. Eftersom bedömningen i de flesta länderna som tillåter prisdifferentiering görs utifrån detta kriteriet kan huvudregeln anses vara att prisdifferensen mellan aktier med olika röstvärden är rättfärdigad om uppköpspremierna är procentuellt lika stora.

I de fall en aktie inte är noterad har aktien ingen börskurs och det är således inte möjligt att utgå från aktiens marknadspris. Ländernas värdering av onoterade aktier skiljer sig åt. Även fast värderingsfrågan inte är föremål för studien, kan det konstateras att en faktor som generellt anses få ökad betydelse vid värdering av aktier är röstvärdet.

---

<sup>197</sup> Se avsnitt 4.8.3.

<sup>198</sup> SIX Media Release, *Swiss Exchange supports abolition of control premiums on corporate takeovers*, juni 2012.

<sup>199</sup> Swiss Takeover Board statement, 0623 / 03 - Kuoni Reisen Holding AG, Verfügung 623/03 vom 2, maj 2016.

<sup>200</sup> Se avsnitt 4.7.3.



### 5.4.3 Då prisdifferentiering inte är möjligt

I Frankrike, Italien, Hongkong och Japan är det inte möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde. Att ordalydelsen *möjligt* används istället för *tillåts* beror på att det i dessa länder inte finns en uttrycklig bestämmelse som syftar till att förhindra prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde. Även i dessa länder gäller likabehandlingsprincipen inom varje enskild aktieklass. Det är dock inte möjligt att förvärva aktier med olika röstvärde i ovan nämnda länder. Prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde blir således inte möjligt.

På Tokyobörsen, Hongkongbörsen och även Singaporebörsen är det kravet på konverteringsklausuler som förhindrar förvärv av röststarka aktier. Motiven bakom införandet av klausulen på Singapore- och Hongkongbörsen är att bolagets grundare och andra ledande befattningshavare har ett berättigande intresse av att äga mer kontroll av bolaget i förhållande till insatt kapital.<sup>201</sup> Intresset väger då tyngre än principen om en aktie – en röst. I det fall en icke berättigad aktieägare förvärvar röststarka aktierna gäller det omvända och principen om en aktie – en röst väger istället tyngre. Konverteringsklausul används i båda länderna som en uttalad säkerhetsåtgärd för att motverka riskerna med aktiestrukturen med röstvärdesskillnader.

I Frankrike och Italien innebär aktiestrukturen med *loyalty shares* att det inte är möjligt att förvärva aktier med dubbelt röstvärde eftersom röstvärdet är beroende av aktieinnehavets längd. Aktierna utgör inte heller en egen aktieklass. *Loyalty share*-strukturen kan ses som ett alternativ för att främja en av de eftersträvarvärda fördelarna med aktier med olika röstvärden, nämligen ett aktivt aktieägarengagemang.<sup>202</sup>

En gemensam nämnare för samtliga ovan nämnda länder där prisdifferentiering inte är möjlig är att den privilegierade rösträtten är beroende av aktieägaren.

I Kanada är det möjligt med prisdifferentiering i vissa situationer. Även om den kanadensiska regleringen på en övergripande nationell nivå tillåter prisdifferentiering påverkas möjligheten till prisdifferentiering av Torontobörsens krav på *coattail*-klausul. Bestämmelsen medför att röstsvaga aktier vid ett offentligt uppköpserbudande har rätt att omfattas av erbjudandet på identiska villkor som de röststarka aktierna.<sup>203</sup> Det är således möjligt att förvärva aktier med olika röstvärden genom offentliga uppköpserbudanden. I det fall målbolaget är noterat på Torontobörsen och ett offentligt uppköpserbudande omfattar mer än 50 procent av röstberättigade aktier, så är prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden inte tillåten.

Kanada är således det enda land i studien där det är möjligt att förvärva röststarka respektive röstsvaga aktier via ett offentligt uppköpserbudande som samtidigt inte tillåter prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde.

---

<sup>201</sup> Se avsnitt 4.12.2 samt 4.13.2.

<sup>202</sup> Se b.l.a. Bolton, & Samama, *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 2013, s. 86-97.

<sup>203</sup> Se avsnitt. 4.9.2.

## 6. Diskussion om den svenska regleringen i ljuset av studien

Utifrån studien ska resultatet diskuteras utifrån den svenska regleringen. Diskussionen sker med utgångspunkt i fyra faktorer som enligt min mening påverkar frågan om prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. Nedan jämförs faktorerna utifrån de svenska reglerna avseende prisdifferentiering. De fyra faktorerna är: (I) likabehandlingsprincipens omfattning, (II) värdet av aktiers rösträtt, (III) synen på aktiestrukturen med olika röstvärden och (IV) värdet av aktiers rösträtt i samband med ett offentligt uppköpserbjudande och marknaden som rättvisande prissättare.

### 6.1 Likabehandlingsprincipens omfattning

Regleringen av offentliga uppköpserbjudanden är för samtliga länder i studien likartad, vilket även gäller i förhållande till de svenska reglerna. Det finns dock en väsentlig skillnad. För samtliga länder i studien, oavsett om prisdifferentiering är tillåten eller inte, omfattar likabehandlingsprincipen varje aktieklass var för sig. Aktier av samma slag ska behandlas lika, medan aktier av olika slag kan behandlas olika. Den svenska takeover-regleringen i artikel II.11 anger att samma pris ska gälla för aktier med olika röstvärde. Artikeln utsträcker således likabehandlingsprincipen till att inte enbart omfatta aktieklasser var för sig. Istället ska även olika aktier behandlas lika då enbart röstvärdet skiljer aktierna åt.

I de länder där prisdifferentiering är möjlig ska priset som huvudregel vara proportionellt i relation till börskurserna och uppköpspremierna för aktier med olika röstvärde blir därmed procentuellt lika. Regelverket överensstämmer på så sätt med den svenska takeover-regleringen innan införandet av artikel II.11 i takeover-reglerna år 2009. På ett teoretiskt plan kan likabehandlingsprincipen i Sverige begränsas då det finns en möjlighet att beviljas dispens från att vederlagen ska vara identiska för aktier med olika röstvärden. I det fall förutsättningarna är uppfyllda tillåts en prisdifferentiering utifrån börskursen på samma premisser som de berörda länderna i studien. I praktiken är det mycket svårt att uppfylla förutsättningarna och dispensmöjligheten till prisdifferentiering är därför i praktiken inte tillämpbar.<sup>204</sup>

Omfattningen av likabehandlingsprincipen i Sverige är mer omfattande än länderna i studien och kravet på likabehandling av aktier med icke identiska villkor är exklusivt för det svenska takeover-regelverket.

---

<sup>204</sup> Se avsnitt 3.6.1.

## 6.2 Värdet av aktiers rösträtt i samband med ett offentligt uppköpserbudande

En effekt av det svenska förbudet mot prisdifferentiering av aktier med olika röstvärde är att rösträtten och den därmed ökade kontrollen över ett bolag inte medför något extra värde för en ägare av röststarka aktier vid försäljning i ett offentligt uppköpserbudande.

Ett centralt argument för förbudet mot prisdifferentiering som fördes fram vid diskussionerna inför att artikeln II.11 togs in i de svenska takeover-reglerna är att aktiers röstvärdesskillnader saknar betydelse vid offentliga uppköpserbudanden eftersom målet för en budgivare är att förvärva samtliga aktier. Förbudet mot prisdifferentiering blir utifrån detta synsätt en fråga om likabehandling.<sup>205</sup>

Den brittiska takeover-panelen behandlade bedömningen av ett *comparable offer* i uttalandet avseende United Drapiers offentliga uppköpserbudande år 1970.<sup>206</sup> Uttalandet är intressant utifrån det svenska argumentet om att röstvärde saknar betydelse vid offentliga uppköp. Den brittiska panelen ansåg att aktiers olika rättigheter, vilket inkluderar rösträtten, och aktiers börskursskillnader motiverar prisdifferentiering inom ramen för ett *comparable offer*. Panelen konstaterade att lika fall ska jämföras med lika fall och den lämpligaste och enda rimliga faktorn för bedömningen av ett rättvist pris mellan aktieklasser ansågs vara börskursen. Panelen ansåg att det skulle vara orättvist om en aktieägare av röststarka aktier som förvärvat aktierna till en högre kurs utifrån marknadspriset senare skulle behöva acceptera en reducerad premie enbart på grund av aktieägare av röstsvaga aktier, som förvärvat aktierna till en lägre kurs, ska få erhålla samma uppköpspremie i ett offentligt uppköpserbudande.<sup>207</sup> Denna situation kan uppstå i Sverige eftersom samma pris ska erbjudas för röststarka A- och röstsvaga B-aktier oavsett vilket pris aktierna tidigare har förvärvats för och oaktat aktiernas börskurser.

Den svenska argumentationen om att röstvärdesskillnader saknar betydelse vid offentliga uppköpserbudande delas således inte av den brittiska takeover-panelen. Den brittiska panelen var istället av åsikten att en aktieägare av röststarka aktier, som handlas till ett högre pris än röstsvaga aktier, ska ha rätt till en större del av en premie som i vart fall är proportionell mot aktiernas börskurser. Röstvärdesdifferensen motiverar då ett högre pris.

Även den schweiziska takeover-panelen tog hänsyn till rösträtten vid uppköpserbudandet avseende aktierna i bolaget Kuoni Holding.<sup>208</sup> Enbart aktiernas röstvärdesskillnader rättfärdigade en premieskillnad om åtta procent.<sup>209</sup>

---

<sup>205</sup> Lidman, *Aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbudanden*, s. 262. Se även avsnitt 3.6.1.

<sup>206</sup> Takeover Panel statement 1970/2, United Drapiers offer for swears & Wells Limited..

<sup>207</sup> Se avsnitt 4.4.3

<sup>208</sup> Swiss Takeover Board statement, 0623 / 03 - Kuoni Reisen Holding AG, Verfügung 623/03 vom 2, maj 2016. Se även avsnitt 4.7.2.

<sup>209</sup> Se avsnitt 4.7.3.

Takeover-panelen i Hong Kong uppvisar även de ett annat synsätt på värdet av aktiers rösträtt i praxis.<sup>210</sup> Aktier med lika rättigheter och identiskt röstvärde utgjorde en faktor som inte motiverade prisdifferentiering mellan aktierna vid ett offentligt uppköpserbjudande.

Gemensamt för de ovanstående ländernas regelverk och dess tillämpning, oaktat om prisdifferentiering är möjligt eller ej, är att det föreligger en annan syn på betydelsen av aktiers röstvärde vid bedömning av priset vid uppköpserbjudande och därmed en annan syn på värdet av kontroll jämfört med den svenska.

### 6.3 Inställningen till aktiestrukturer med röstvärdesskillnader

För de länderna där det inte är möjligt med prisdifferentiering finns ingen bestämmelse som liknar den svenska artikel II.11 i takeover-reglerna. Prisdifferentiering är istället inte möjligt på grund av att de röststarka aktierna förlorar den privilegierade rösträtten vid överlåtelse. Med vissa undantagsfall i Kanada och Singapore, är det inte möjligt att förvärva röststarka aktier i de länder där prisdifferentiering inte är möjligt.

Krav på konverteringsklausuler finns på Tokyobörsen, Hongkongbörsen och gäller även som huvudregel på Singaporebörsen. I både Hongkong och Singapore anses klausulen fungera som en säkerhetsåtgärd för att motverka de negativa effekterna av en aktiestruktur med röstvärdesskillnader. De bakomliggande motiven och syftet med konverteringsklausulerna grundas således på en restriktiv syn på aktiestrukturer med röstvärdesskillnader. *Loyalty shares*-strukturen utgör ett mellanting mellan att tillåta aktiestrukturer med röstvärdesskillnader och att tillämpa principen om en aktie – en röst. Syftet med *loyalty share*-strukturen är att gynna långsiktigt ägande i bolagen. Eftersom Italien och Frankrike har valt att använda en *loyalty-share*-struktur har även dessa länder en mer restriktiv syn på de aktiestrukturer med röstvärdesskillnader som exempelvis tillämpas i Sverige.

I Sverige är aktiestrukturen med röstvärdesskillnader vanlig och allmänt accepterat. Den svenska synen på aktiestrukturen med röstvärdesskillnader är således positiv.

Utifrån ovanstående resonemang föreligger olika syn på aktiestrukturer med röstvärdesskillnader mellan Sverige och de ovan nämnda länder där prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden inte är möjligt. Till skillnad från Sverige är det aktiestrukturen med röstvärdesskillnader som länderna vill begränsa användningen av och detta är anledningen till att prisdifferentiering inte är möjlig.

---

<sup>210</sup> Sanmenxia Tiayuan Aluminium Company Limited, Panel Decision 2007.08.03. Se även avsnitt 4.13.3.

## 6.4 Aktiers marknadspris som utgångspunkt för en rättvis prisdifferentiering

För de länder där prisdifferentiering är tillåten utgör aktiernas marknadspris utgångspunkten för bedömningen av en rättvis prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden. Av studien framkommer olika syn på hur mycket tilltro som ska anförtros marknaden vid frågan om en rättvis prisdifferentiering. Den kanadensiska takeover-panelen ansåg inte i fallet med *Canadian Tire* att aktiernas respektive börskurser inte speglade prisförhållandet mellan aktierna med olika röstvärden på ett rättvist sätt. Detta kan ställas i kontrast till den brittiska takeover-panelens synsätt i uttalandet gällande United Drapiers offentliga uppköpserbudande<sup>211</sup> där panelen konstaterade att marknadspriset ansågs vara den enda rimliga faktorn att utgå från vid bedömningen av ett rättvist pris.

En skillnad som har betydelse för takeover-panelernas olika inställning är att den kanadensiska budplikten enbart omfattar aktier i samma klass, medan ett budpliktigt bud i Storbritannien omfattar alla aktieägare oavsett röstvärde. I Kanada är det således möjligt att helt utesluta aktieklasser vid ett offentligt uppköpserbudande, vilket påverkade de röstlösa aktiernas börskurser i *Canadian Tire*-fallet.<sup>212</sup> De röstlösa aktier som inte omfattades av uppköpserbudandet hade samma börskurs efter offentliggörandet av uppköpserbudandet som innan. De röstberättigade aktiernas börskurs steg å andra sidan kraftigt efter att erbjudandet offentliggjorts. Prisskillnaden som uppstod speglade således inte skillnaden av aktiernas respektive rättigheter, utan istället representerade prisskillnaden marknads förväntan av att få ta del av en upköpspremie.<sup>213</sup>

Att använda börskurser, som inte speglar aktiernas respektive rättigheter, vid bedömningen av vad som utgör en rättvis prisskillnad är problematiskt. I Storbritannien och andra länder där budplikt omfattar alla aktieägare är börskurserna troligtvis mer rättvisande eftersom alla aktieägare omfattas av ett uppköpserbudande. Samtliga aktieägare har då möjlighet att ta del av en upköpspremie, om än på en procentuell basis. Problematiken med en sådan skev börskurs som i *Canadian Tire*-fallet bör således inte uppstå i samma utsträckning i det fall alla aktieägare ska omfattas av ett offentligt uppköpserbudande.

Den svenska budplikten omfattar på samma sätt som i Storbritannien samtliga aktieägare i målbolaget. Därmed skulle problematiken inte heller uppstå i samma utsträckning i Sverige för det fall prisdifferentiering hade varit tillåten. I vilket fall belyser det kanadensiska avgörandet att det inte är oproblemiskt med att använda aktiers marknadspris som utgångspunkt för bedömningen av en rättvis prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde.

---

<sup>211</sup> Takeover Panel statement 1970/2, United Drapiers offer for swears & Wells Limited.

<sup>212</sup> CTC Dealer Holdings v. Canadian Tire Corp. Ltd., 10 O.S.C.B. 857, 1987.

<sup>213</sup> Se avsnitt 4.9.2.

En alltför stark tilltro till marknaden kan resultera i en skev prissättning mellan aktier med olika röstvärden som anses orättvis och således strida mot likabehandling av aktieägare.

Det ska även tilläggas att det är mer vanligt förekommande att ena aktieklassen, de röststarkare, är onoterat för bolag som använder aktiestrukturen med röstvärdesskillnader. I de flesta fall får andra faktorer större betydelse för bedömningen av ett rättvist pris än marknadspriset och således blir bedömningarna mer varierande och nyanserade.

## 7. Slutsats

Av kartläggningen framgår att i sju av tolv länder är det möjligt med prisdifferentiering av aktier med olika röstvärden. I tre av sju länder krävs det att prisskillnaden måste vara rättfärdigad. Utgångspunkten är då att prisskillnaden ska vara proportionell i förhållande till aktiernas börskurs och uppköpspremierna för aktierna blir procentuellt lika stora. För de två länderna, USA och Schweiz behöver prisskillnader och uppköpspremier inte vara helt proportionella mot aktiernas börskurs. På den schweiziska börsen tillåts en uppköpspremie vara åtta procents högre än för den röstsvaga aktiens premie. I USA möjliggör regelverket för en fri prissättning mellan aktieklasser och därmed fri prisdifferentiering mellan aktier med olika röstvärden.

I tre länderna är det inte möjligt med prisdifferentiering. Gemensamt för dessa länder är att röststarka aktierna förlorar sin privilegierade rösträtt vid överlåtelse.

Ur ett svenskt perspektiv kan det av studien konstateras att den svenska likabehandlingsprincipen är mer omfattande än länderna i studien. Den svenska likabehandlingsprincipen omfattar även likabehandling av aktier med icke identiska villkor i det fall enbart röstvärdet skiljer aktierna åt. Likabehandlingsprincipen gäller inom varje aktieklass var för sig i samtliga länder och någon utvidgning av principen att omfatta olika aktieklasser föreligger inte. För de länder där prisdifferentiering är tillåten föreligger en för svensk del annorlunda syn på värdet av aktiers rösträtt. Aktiers röstvärde används i flera länder som en faktor som motiverar prisdifferentiering mellan olika aktier.

För de länder i studien som inte tillåter prisdifferentiering finns ingen bestämmelse som liknar den svenska artikel II.11 i takeover-reglerna. Att prisdifferentieringen inte är möjlig i dessa länder beror på att det inte är möjligt att förvärva röststarka aktier. Länderna får anses ha en mer restriktiv syn på användningen av aktiestrukturer med röstvärdesskillnader.

Det enda land i studien som, precis som Sverige, tillåter förvärv av aktier med röstvärdesskillnader och förbjuder prisdifferentiering av sådana aktier är Kanada, i det fall målbolaget är noterat på Torontobörsen. Motiven bakom den svenska och kanadensiska regleringen skiljer sig dock åt. Syftet med Torontobörsens regelverk är att alla aktieägare ska få omfattas av ett offentligt uppköpserbjudande och ta del av en uppköpspremie.

Mot bakgrund av den kartläggande studien kan det konstateras att den svenska artikeln II.11 i takeover-reglerna avseende röstdifferentiering mellan aktier med olika röstvärde är unikt sitt slag.

## Källförteckning

### **Offentligt Tryck**

Aktiebolagslag (2005:551)

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

SOU 1986:23 Aktiers röstvärde.

### **EU-dokument**

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

### **Utländska Författningar och övriga regelverk**

#### Danmark

LBK nr 1089 af 14/09/2015 Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

LOV nr 650 af 08/06/2017 Lov om kapitalmarkeder. (Danmark)

Bekendtgørelse nr 1171 af 31. oktober 2017 om overtagelsestilbud (Danmark)

Rules for issuers of shares, Nasdaq Copenhagen, 03 januari 2018.

#### Finland

624/2006 Finländska Aktiebolagslag, 01.09.2006

746/2012 Finländska Värdepappersmarknadslag, 01.01.2013.

Finska Finansinspektionens Föreskrifter och anvisningar 9/2013 om offentliga uppköpserbjudande och skyldighet att lämna erbjudande.

Rules of the exchange, Nasdaq Helsinki Ltd Rules, 3 januari 2018.

#### Frankrike

Code de commerce, Version consolidée au 1 juillet 2018



General Regulation of the Autorité Des Marché Financiers (AMF General Regulation), order of 14 December 2016, Official journal of 17 December 2016.

Euronext Rule Book – Book 1: harmonised Rules, 2018.

Euronext growth Market Rule Book, 29 May 2018

### Hongkong

The Hong Koing Companies ordinance cap 622.

The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs, Securities and futures commission, July 2018.

Main Listing Rules, Hong Kong Exchanges

### Italien

Codice civile (Italian Civil Code Royal Decree No. 262 of March 16, 1942, and amended up to Decree No. 291 of December 7, 2016

Testo Unico della Finanza Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

(Legislative Decree no. 58 of 24 February 1998 - Consolidated Law on Financial Intermediation, pursuant to Articles 8 and 21 of Law 52 of 6 February 1996) Consob, 21 maj 2018.

### Japan

Japaneses Companies Act, No. 86 of July 26, 2005

Financial Instruments and Exchange Law, Act No. 65 of 2006)

### Kanada

Canada Business Corporation Act, RSC 1985 c 27

Takeover bids and issuers bid MI 62 104

Company Manual, Toronto Stock Exchange

Schweiz

Schweizerisches Zivilgesetzbuch (ZGB) (Swiss Civil Code of 10 December 1907 Status as of 1 January 2018)

FINMA Financial Market Infrastructure Ordinance, FMIO-FINMA) 3 December 2015 (958.111, Ordinance of the Swiss Financial Market Supervisory Authority on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading)

Ordinance of the Takeover Board on Public Takeover Offers (Takeover Ordinance, TOO) of 21 August 2008 (Status as of 1 January 2016)

Listing Rules, SIX Exchange, 4 April 2018.

Singapore

Companies Act (Chapter 50) Original Enactment: Act 42 of 1967 (REVISED EDITION 31st October 2006)

The Singapore code on Takeovers and Mergers, The Monetary Authority of Singapore (MAS), 25 Mars 2016

Mainboard Rules, Stock Exchange of Singapore, SGX.

Storbritannien

The companies Act 2006 (c.46)

Takeover Code, 12u, The Panel on Takeovers and Mergers, 12 September 2016.

LR 7.1 Application and purpose, Financial Conduct Authority Handbook.

Sydafrika

Companies Act of 2008 Act No. 71 of 2008

Companies Regulation 2011.

USA

Securities Exchange Act of 1934

Williams Act 1968

**Litteratur**

Ashton, Douglas C. *Revisiting Dual-Class Stock*, St. John's Law Review: Vol. 68: Iss. 4, Article 2, 2012.

Becht, M. mfl. *Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment*, Law Working Paper N° 398/2018 April 2018, ECGI.

Bechmann, K.L. & Raaballe, J. *A Regulation of Bids for Dual Class Shares. Implication: Two Shares—One Price*, European Journal of Law and Economics (2003) 15: 17

Bentel, Katie and Walter, Gabriel, *Dual Class Shares*, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation. Paper 2, 2016

Bolton, P., & Samama, F. *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, Journal of Applied Corporate Finance, 25(3), 86-97. 2013.

Dignam, A & Lowry, J, *Company Law*, Oxford University press, 9u, 2016

Dotevall, Rolf, *Aktiebolagsrätt*, Norstedts juridik, 2015.

Ekelund, Karin & Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, 2u, Iustus Uppsala, 2016.

Elson, C M. Ferrere, C K. *Unequal voting and the business judgment rule*, Harvard law school forum on coporat governance and financial regulation, 2018.

Ferrarini, G. and Miller, G. P. *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, ECGI Working Paper Series in Law, N°.139/2010, 2010.

Gompers, P. & Metrick J. I. A. *An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, The Review of Financial Studies, Volume 23, Issue 3, 1, Pages 1051–1088, Extreme Governance, March 2010

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

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

Lidman, Erik, *Aktier med olika röstvärden vid offentliga uppköpserbjudanden*, Juridisk tidskrift, pp.251–263, 2015.

Nyström, G. Ohlsson, R. Sjöman, E. Skog, Rolf, *Takeover-reglerna : en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsernas takeover-regler*, Norstedts Juridik, 4u. 2015.

Stattin, Daniel, *Takeover - offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, 2009

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: Ämne, material, metod och argumentation*, 3u, Norstedts Juridik, Stockholm, 2015.

Ventoruzzo, M. *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N°. 288/2015, March 2015

Werlauff, E *Selskabsret*, Thomson Reuters Professional A/S Köpenhamn, 8u, 2010

### **Självregleringsinstrument**

Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2015

### **Akitemarkandsnämndens uttalande**

AMN 2007:24

### **Utländska avgöranden**

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

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

Panel Decision Sanmenxia Tiayuan Aluminium Company Limited, Panel Decision 2007.08.03. Takeovers and Mergers Panel.

Beige Holdings Limited and Lion Match Company (Proprietary) Limited– Reasons and Ruling of the Executive Director on Comparable Offers, Takeover panel Statement, 1/2012.

Swiss Takeover Board statement, 0623 / 03 - Kuoni Reisen Holding AG, Verfügung 623/03 vom 2. Mai 2016.

### **Elektroniska källor**

Canadian Coalition for Good Governance, *Publication Dual class share policy*, September 2013, (1/7 2018)

[https://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/Dual\\_Class\\_Share\\_Policy.pdf](https://admin.yourwebdepartment.com/site/ccgg/assets/pdf/Dual_Class_Share_Policy.pdf)

Carson, B, *Here's who is going to get rich from the Snap IPO*, Nordic Business insider, 2/2 2017(1/7 2018)

<http://nordic.businessinsider.com/biggest-snapchat-shareholders-2017-1?r=US&IR=T>

CONSOB, Report on corporate governance of Italian listed companies, 2017 (1/7 2018)

<http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/rcg2017>

Hong Kong Exchanges (HKEX), *A listing regime for companies from emerging and innovative sectors*, Consultation paper, februari 2018, (22/5 2018).

<https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Consultation-Paper/cp201802.pdf?la=en>

Institute for Governance of Private and Public Organizations (IGOPP), *Dual-class share structures in Canada: Review and recommendations*, Policy paper # 1 October 2006 (1/7 2018)

[http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16\\_Allaire-Policy\\_Paper\\_1.pdf](http://igopp.org/wp-content/uploads/2014/04/2006-11-16_Allaire-Policy_Paper_1.pdf)

Institutional Shareholder Services Inc (ISS) governance, *Impact of Florange Act (France)*, (1/7 2018) <https://www.issgovernance.com/file/publications/impact-of-florange-act-france.pdf>

Institutional Shareholder Services Inc (ISS) governance, *Analysis: Differentiated Voting Rights in Europe*. (10/6 2018) <https://www.issgovernance.com/analysis-differentiated-voting-rights-in-europe/>

---

*Manchester United 'ditches Asia for US IPO'*, The telegraph, 13/6 2012 (10/6 2018),  
<https://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/retailandconsumer/9329250/Manchester-United-ditches-Asia-for-US-IPO.html>

Maurer, S. & Vogel, A. *Valuation of privileged voting shares in a public offer*, Meyerlustenberger Lachenal, 13/6 2016, (1/7 2018) [http://dev.mll-legal.com/uploads/tx\\_x4epublication/Switzerland.MA.July16.pdf](http://dev.mll-legal.com/uploads/tx_x4epublication/Switzerland.MA.July16.pdf)

Lambridis, Dual shares enabling exclusive control over companies, prudential investment manager, juni 2017. (1/7 2018) <https://www.prudential.co.za/insights/articlesreleases/dual-shares-enabling-exclusive-control-over-companies/>

SIX Media Release, *Swiss Exchange supports abolition of control premiums on corporate takeovers*, juni 2012. (10/5 2018),  
[https://www.six-group.com/dam/download/media-releases/2012/media\\_release\\_201206121500\\_en.pdf](https://www.six-group.com/dam/download/media-releases/2012/media_release_201206121500_en.pdf)

Toshima, IFLR, *Cberdyne's dual-class IPO*, s 43. (1/7 2018)  
<http://www.mhmjapan.com/content/files/00017537/Cyberdyne%E2%80%99s%20dual-class%20IPO.pdf>

Tan, A. & Robertsson, B. *Dual-Class Shares Are Coming Under Fire—Again*, Bloomberg, 28/9 2017 (10/6 2018),  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-27/can-democracy-stage-a-comeback-at-stock-exchanges>

Ventoruzzo, M, & Sandrelli, G, *Classes of Shares and Voting Rights in the History of Italian Corporate Law*, 25/11 2016. (15/5 2018), <https://ssrn.com/abstract=2875724>

Von der Crone, H & Plaksen, E, *The Value of Dual-Class Shares in Switzerland*, Mars 2010. (15/5 2018), <https://ssrn.com/abstract=1542780>

Jag, Simon Thungren, registrerades på kursen första gången VT 2018. Jag har inte blivit omregistrerad och inte deltagit i något tidigare examinationstillfälle.