

# Aktiemarknadsnämndens verksamhet i ett rådgivarperspektiv

*Av Carl-Johan Deuschl & Magnus Lindstedt*

Det brukar sägas att en väl fungerande aktiemarknad kräver att marknaden har allmänhetens förtroende. Detta förtroende torde också vara en förutsättning för att behålla det stora inslag av självreglering som traditionellt funnits i Sverige på börsrättens område. För aktiemarknadens aktörer är det således viktigt att iaktta god sed på aktiemarknaden, och den främsta uttolkaren av vad som utgör god sed är Aktiemarknadsnämnden. Som rådgivare med inriktning på aktiemarknadsrätt krävs således inte enbart kännedom om vad som föreskrivs i de aktiemarknadsrättsliga regelverken, utan även insikt i vad den mer subtila goda seden på aktiemarknaden innebär. Det är i denna kontext – frågor om vad som är god sed och om tolkning av de aktiemarknadsrättsliga regelverken – som rådgivaren får anledning att komma i kontakt med Aktiemarknadsnämnden och dess uttalanden. Genom att – på ett i jämförelse med andra rättsområden unikt sätt – kunna ge dispenser, göra formella uttalanden om hur en viss regel skall tolkas eller på andra sätt ge vägledning om god sed på aktiemarknaden fyller Aktiemarknadsnämnden en central roll för rättsbildningen inom det aktiemarknadsrättsliga området och därmed även för alla rådgivare som är verksamma inom området.

I denna artikel skall vi kort diskutera förhållandet mellan Aktiemarknadsnämnden och rådgivare och därefter försöka belysa hur Aktiemarknadsnämnden kan påverka rådgivarens arbete genom att peka på några av de typsituationer i vilka rådgivaren kommer i kontakt med Aktiemarknadsnämnden.

## Aktiemarknadsnämndens uppgifter

Innan vi går in på förhållandet mellan rådgivaren och Aktiemarknadsnämnden, och de olika typsituationer i vilka rådgivare kan komma i kontakt med Aktiemarknadsnämnden, så vill vi kort beröra Aktie-

marknadsnämndens uppgifter. En utgångspunkt är då de stadgar som reglerar nämndens verksamhet, vilka slår fast att nämnden har till uppgift att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. I stadgarna förklaras det vidare att nämnden kan komma att bedöma varje åtgärd som kan ha en aktiemarknadsrättslig betydelse och som vidtas av ett svenskt aktiebolag vars aktie är upptagen till handel på en reglerad marknad, liksom åtgärder vidtagna av aktieägare i sådana bolag. Nämndens verksamhet omfattar också frågor som rör utländska bolag vilkas aktier är upptagna till handel på en svensk reglerad marknad, dock endast om åtgärden ifråga ska bedömas enligt svenska regler. Av stadgarna följer vidare att även åtgärder som berör bolag som är på väg att notera sin aktie kan bli föremål för nämndens uttalanden, liksom bolag vars aktier handlas på en handelsplattform i Sverige.

Utöver de uppgifter som anges i stadgarna, har Finansinspektionen efter införandet av lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden delegerat vissa specifika uppgifter till Aktiemarknadsnämnden, däribland att besluta om dispens från lagens regler om budplikt samt reglerna om otillåtna försvarsåtgärder. Därtill kommer att de två reglerade marknaderna i Sverige, NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market (NGM), till Aktiemarknadsnämnden har delegerat rätten att besluta om undantag från bestämmelserna i dessa marknadsplatsers regler om offentliga uppköpserbjudanden samt tolkningen därav.

## Förhållandet mellan aktiemarknadsnämnden och rådgivare

En aktiemarknadsrättslig transaktion, såsom ett offentligt uppköpserbjudande eller en fusion där ett börsnoterat företag deltar, sker i en publik miljö. Parter och rådgivare kan alltså räkna med att de åtgärder som vidtas inom ramen för en sådan transaktion kommer till allmän beskådan. Den offentliga granskningen och oviljan att bli kritiserad kan inte bara fungera som en effektiv sanktion för inblandade parterna (jmf det brittiska begreppet "cold shoulder"), utan kan även vara nog så viktig för rådgivaren att beakta. Många gånger torde en del i rådgivarens uppdrag vara att säkerställa att något snedsteg inte tas som medför att klienten utsätts för kritik i media eller badwill från andra

aktörer. För rådgivarens ställning på marknaden är det viktigt att han eller hon betraktas som en garant för att god sed efterlevs. Inte minst torde rådgivarens varumärke vara viktigt för utländska aktörer, som kanske själva är okända på den svenska aktiemarknaden och som inte heller själva är bevandrade i svensk "good stock market practice".

Mot denna bakgrund är det ofta av stor betydelse för inte bara klienten utan även rådgivaren själv att Aktiemarknadsnämndens bedömning kan inhämtas för att säkerställa att man har "landat rätt" i den balansgång som det kan innebära att å ena sidan tillvarata klientens affärsmässiga intressen på bästa sätt och samtidigt se till att god sed på aktiemarknaden inte träds förnär.

Rådgivaren har emellertid inte bara ett egenintresse av att klienten agerar på ett sätt som står i samklang med god sed på aktiemarknaden utan också mer formaliserade skyldigheter i detta avseende. Det senare framgår i inledningen till NASDAQ OMX Stockholm AB:s Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2009-10-01) ("Takeover-reglerna"). Vidare har Aktiemarknadsnämnden i flera uttalanden poängterat vikten av att samtliga aktörer i exempelvis en budprocess ansvarar för att inga åtgärder vidtas som kan äventyra förtroendet för aktiemarknaden. I vissa uttalanden kan viss kritik mot rådgivare anas, som i AMN 2005:47 som avsåg ett målbolags (Skandia) agerande vid ett offentligt erbjudande. Andra gånger är sådan kritik direkt uttalad, som i AMN 2003:29 som avsåg god sed på aktiemarknaden vid budgivarens (OPC) återkallande av ett offentligt erbjudande, vilket uttalande avslutas *"Ett sådant förfarande är enligt nämndens mening ägnat att urholka förtroendet för marknaden. Det är därför oacceptabelt och kan inte föranleda annat än allvarlig kritik. För detta har givetvis även rådgivarna ett ansvar."* Av AMN 2004:9 om Hoist International framgår att också andra rådgivare än de legala, som exempelvis de finansiella rådgivarna, kan kritiseras av Aktiemarknadsnämnden.

Den aktiemarknadsrättsliga rådgivaren har således stor nytta i sin verksamhet och rådgivning till klient av att Aktiemarknadsnämnden finns att tillgå. Som ovan framgått kan nämndens verksamhet därtill utgöra en påminnelse till rådgivaren om att denne själv kan granskas och har ett ansvar för att god sed på den svenska aktiemarknaden upprätthålls.

## Typsituationer då rådgivaren kommer i kontakt med Aktiemarknadsnämnden

Vi har ovan anført att Aktiemarknadsnämnden fyller en central roll för rättsbildningen inom det aktiemarknadsrättsliga området och därmed även för de rådgivare som är verksamma inom området. Vi skulle vilja påstå att det knappast är en överdrift att säga att nästintill samtliga större aktiemarknadsrättsliga ärenden på en advokatbyrå i någon mån involverar Aktiemarknadsnämnden. I vissa fall genom att tillräcklig och nödvändig vägledning kan hämtas från Aktiemarknadsnämndens tidigare uttalanden. I andra fall finner man efter ett tag att tidigare uttalanden ger viss vägledning, men att omständigheterna i det aktuella fallet ändå ger ett behov av ytterligare kontakt med nämnden. Ofta räcker det då med en informell kontakt med nämndens kansli där en egen slutsats diskuteras och prövas, bl.a. för att säkerställa att det inte föreligger något icke-offentliggjort avgörande från nämnden som skulle kunna ändra bedömningen. I vissa fall ger en sådan kontakt i sig upphov till ett behov av att begära ett formellt avgörande från nämnden.

Vi har valt att dela in de olika typsituationer i vilka rådgivare vanligen kommer i kontakt med Aktiemarknadsnämnden enligt följande:

- 1) Genomgång av nämndens tidigare offentliggjorda uttalanden
- 2) Preliminära kontakter, avstämningar och konsultationer med nämnden
- 3) Eget initierat ärende:
  - a) Dialog med nämndens kansli kring utformning av ansökan av ett formellt uttalande
  - b) Ingivande av begäran om en formell bedömning av en frågeställning
  - c) Skriftväxling vid eventuell motpart
- 4) Ärende initierat av annan part:
  - a) Dialog med nämndens kansli kring ingiven ansökan
  - b) Skriftväxling och bemötande
- 5) Hantering av färdigt avgörande
- 6) Eventuell omprövning eller överklagande

Vi skall nedan beskriva hur kontakterna med Aktiemarknadsnämnden i de ovan angivna typsituationerna kan se ut från ett rådgivarperspektiv och nämna en del exempel hämtade främst från våra egna erfarenheter av kontakter med Aktiemarknadsnämnden.

## **Aktiemarknadsnämndens tidigare uttalanden**

Det finns idag cirka 550 publicerade uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. Även om en hel del av dessa uttalanden är kopplade till de specifika omständigheter som rådde i det enskilda fallet, finns det gott om uttalanden som etablerar eller hänför sig till principer som är mer allmängiltigt relevanta. Uttalandena är normalt sett pedagogiska såtillvida att de redovisar hur nämnden resonerat kring en fråga och också låter läsaren förstå vilken eller vilka omständigheter som fått nämnden att nå fram till en viss slutsats. För rådgivaren är dessa tidigare uttalanden därför en viktig källa till insikt om vad god sed på aktiemarknaden kräver.

Finner rådgivaren tidigare uttalanden från nämnden som berör en situation som liknar den situation som rådgivaren har i uppdrag att bedöma, så har rådgivaren att ta ställning till om de tidigare uttalandena ger sådan ledning att ett eget uttalande kan undvaras. Eftersom Aktiemarknadsnämndens uttalanden vanligen avser enskilda fall, kan det naturligtvis hända att ett visst uttalande inte omedelbart kan appliceras på en annan, men liknande, situation – tvärtom är det nog en vanlig uppfattning hos rådgivare att försiktighet ofta kan vara påkallad då ett visst tidigare uttalande skall appliceras på ett senare fall. Därmed finns det inte sällan goda skäl att kontakta Aktiemarknadsnämndens kansli för att diskutera frågan och för att bättre kunna bedöma om ett eget uttalande bör inhämtas (se vidare avsnitt 3.2 nedan).

I samband med att rådgivaren söker vägledning i nämndens tidigare uttalanden vid exempelvis utformningen av en aktiemarknadsrättslig transaktion eller åtgärd, så är det ofta av särskilt intresse om situationen behandlats i något av nämndens s.k. initiativärenden (uttalanden som inte föranletts av en fråga från någon särskild aktör på marknaden, utan rör frågeställningar som nämnden självmant valt att ta upp). I dessa initiativärenden gör nämnden, i vissa fall genom att summera tidigare nämndpraxis, allmängiltiga uttalanden kring någon särskild företeelse på aktiemarknaden. Inte minst det faktum att Aktiemarknadsnämnden själv funnit ett särskilt behov att förtydliga god sed på aktiemarknaden i det avseende som initiativärendet rör, gör att dessa uttalanden blir särskilt intressanta. I dagsläget finns sammanlagt 11 initiativuttalanden, vilka bl.a. behandlar incitamentsprogram (AMN 2002:01 och 2010:40), riktade nyemissioner (AMN 2002:02), budgivarens skyldighet att förvärva värdelösa teckningsoptioner och konvertibler (AMN 2003:09) samt tre uttalanden rörande fusioner med aktiemarknadsbolag (2004:2, 2004:23 och 2007:05). Ibland kan bak-

grunden till ett initiativärende vara att nämnden uppmärksammat en företeelse på aktiemarknaden i media eller i pressmeddelanden (se t.ex. AMN 2008:6 om Sandvik och AMN 2008:39 om Peab). Nämndens initiativuttalanden, särskilt de som avser incitamentsprogram och riktade emissioner, har haft stort genomslag i den rådgivande verksamheten och har säkerligen lett till att en mängd detaljfrågor till nämnden i enskilda fall har kunnat undvikas eftersom de fått sina svar i initiativuttalandet.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden inkluderar bl.a. såväl meddelade dispenser som uttalanden om hur en viss regel skall tolkas. Det förekommer att nämndens dispenspraxis gör det förhållandevis klart under vilka förhållanden dispens kommer att meddelas sökanden. Under senare år har det exempelvis varit vanligt förekommande att en budgivare, i samband med ett offentligt uppköpserbjudande, önskar dispens från kravet i Takeover-reglerna att inkludera av målbolaget utställda teckningsoptioner i erbjudandet, för att istället finna en lösning beträffande hantering av teckningsoptionerna efter offentliggörande av erbjudandet. Aktiemarknadsnämnden har genom ett antal dispensavgöranden beviljat sådana dispenser under vissa förutsättningar som garanterar innehavarna av teckningsoptionerna ett skäligt vederlag och likabehandling (se t.ex. AMN 2011:10, 2009:10, 2008:46 och 2008:37). Ett annat exempel på en vanligt förekommande situation är de fall där en budgivare önskar exkludera från ett offentligt uppköpserbjudande målbolagets aktieägare med hemvist i ett visst land utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet, som exempelvis Förenta staterna, trots att dessa kan antas representera mer än en obetydlig andel av det totala antalet aktier i bolaget (högst tre procent). Även här finns en av nämnden skapad praxis där dispenser under vissa förutsättningar beviljas (se t.ex. AMN 2010:17, 2010:22 och 2010:42). I denna typ av fall, där nämndens praxis har formen av dispenser från uttalade krav i regelverket, får rådgivaren således vanligen tillse att en dispens inhämtas även i det egna efterkommande fallet, trots att det kanske står förhållandevis klart att dispensen kommer att beviljas. Annorlunda är det exempelvis med ett sådant uttalande som AMN 2003:9, som ger generell ledning kring vissa situationer där teckningsoptioner kan lämnas utanför offentliga uppköpserbjudanden utan att dispenser först inhämtas.

Avslutningsvis vad gäller rådgivarens arbete med nämndens tidigare uttalanden, så bör det nämnas att på nämndens hemsida finns en värdefull guide till nämndens samtliga uttalanden som på ett enkelt och systematiskt sätt snabbt ger en överblick samt möjlighet att söka bland

tidigare uttalanden. Därutöver finns det skäl för rådgivare att även studera de årliga verksamhetsberättelser som publiceras på nämndens hemsida då dessa i flera fall innehåller anonymiserade beskrivningar av utvalda icke offentliggjorda uttalanden under året vilka är av stor nytta för att följa utvecklingen på området.

### **Preliminära kontakter, avstämning och konsultationer**

Det förekommer ganska ofta att rådgivare, trots den vägledning som finns i form av tidigare uttalanden, har behov att diskutera en fråga med Aktiemarknadsnämndens kansli. Ibland kan det röra sig om att rådgivaren bara vill försäkra sig om att det inte finns några opublicerade uttalanden som ändrar den analys som kan göras utifrån tidigare publicerade uttalanden. I andra fall, kanske vanligare, rör det sig om att rådgivare önskar diskutera med nämndens kansli vissa skillnader i jämförelse med situationer nämnden tidigare har bedömt, eller diskutera en frågeställning som nämnden inte alls berört tidigare.

Denna typ av preliminära kontakter och konsultationer med nämndens kansli är inte bindande för Aktiemarknadsnämnden, men kan ändå ofta spela en betydelsefull roll för rådgivare och parter i en aktiemarknadsrättslig transaktion – inte minst för att utvärdera olika alternativ och strukturer. Ibland resulterar den inledande kontakten i att parterna gör en framställan till nämnden för att inhämta ett bindande uttalande från nämnden, men inte sällan känner rådgivaren och klienten efter diskussionerna med nämndens kansli en sådan trygghet i den egna analysen, om den får stöd av nämndens kansli, att rådgivaren och/eller klienten i slutändan inte anser det vara nödvändigt att inhämta ett bindande uttalande från nämnden.

För rådgivare är den aktuella typen av avstämmningar ett viktigt verktyg för att kunna tillhandahålla adekvat och snabb rådgivning till klienten – ofta kan den rådgivare som presenterar sin frågeställning för nämndens kansli på ett strukturerat sätt, eventuellt med hänvisning till relevanta regelverk och tidigare uttalanden, få återkoppling från nämnden redan samma dag. Ibland vill kansliet stämma av med nämndens ordförande och då kan det av naturliga skäl ta åtminstone något längre tid, men fortfarande kan det ofta gå mycket snabbt. Därigenom kan rådgivare och parter som förbereder en aktiemarknadsrättslig transaktion ofta redan inom någon eller några dagar få en god känsla för om Aktiemarknadsnämnden skulle ha någon synpunkt på en tilltänkt transaktionsstruktur.

## **Eget initierat ärende**

I de fall då varken analys av relevant regelverk, tidigare uttalanden från nämnden eller de initiala kontakterna med nämndens kansli ger tillräckligt stöd för att en tänkt åtgärd är förenlig med regelverk och god sed på aktiemarknaden, blir det vanligen aktuellt att inge en formell ansökan om ett bindande uttalande till nämnden. I andra fall kan det vara så att analysen i och för sig är relativt klar och att rådgivarna funnit att åtgärden inte strider mot regelverk eller god sed, men att den tillränkta åtgärden ändå är så känslig eller av sådan avgörande betydelse, att det helt enkelt inte räcker med rådgivarnas analys. I sådana fall inhämtas Aktiemarknadsnämndens utlåtande för säkerhets skull, och rådgivarna får med spänning se fram emot besked om nämnden delar deras bedömning eller inte.

Oavsett vad skälen till ansökan om ett formellt nämnduttalande är, så är det i de flesta fall relativt ont om tid innan ett avgörande måste finnas på plats. Det är därför värdefullt att nämnden i princip alltid uppfyller sin egen uttalade ambition att ha korta handläggningstider. Om ett ärende är särskilt brådskande, om motsvarande fråga redan har behandlats av nämnden eller om ärendet är av mindre vikt, kan ordföranden eller direktören på nämndens vägnar avgöra ärendet själva. Enligt nämndens egna uppgifter meddelar nämnden sitt beslut dagen efter det att den slutliga framställningen lämnades in i mer än hälften av de ärenden som kunde beslutas av ordföranden och eller direktören och i vissa fall redan samma dag. Även då det inte är möjligt med beslut av ordföranden och/eller direktören, så är nämndens handläggningstider ofta korta och beslut kan inte sällan meddelas inom en vecka (annat än då någon annan part skall ges tillfälle att yttra sig).

Det finns flera exempel där ett avgörande från Aktiemarknadsnämnden har haft en avgörande betydelse för om, eller i vart fall hur, en viss transaktion har genomförts. Bland de ärenden där vi själva i egenskap av rådgivare har haft sådana erfarenheter kan vi exempelvis nämna de uppmärksammade uttalandena rörande Volkswagens eventuella budplikt i förhållande till Scania, AMN 2007:8 och 2007:36. Genom dessa två uttalanden kom Volkswagen att ges möjlighet att fritt öka sitt ägande i Scania utan att utlösa budplikt och det är sannolikt att detta har haft en betydande inverkan på den fortsatta utvecklingen och köpet av Investors röststarka aktiepost strax därefter. Två andra exempel är den omstrukturering av sitt ägande i Investment AB Kinnevik som familjen Stenbeck genomförde 2004 och 2009 med ovanliga och aldrig tidigare prövade transaktionsstrukturer – hade det inte varit



möjligt att i förväg inhämta Aktiemarknadsnämndens klartecken till det sätt på vilket de omstruktureringarna skulle genomföras (genom AMN 2004:5 respektive AMN 2008:50), så hade parterna sannolikt valt att genomföra transaktionerna på ett annat vis.

Ett annat exempel på när en aktör genom ett uttalande från nämnden i förväg kunde få klarhet i att ett visst önskat tillvägagångssätt var förenligt med det aktiemarknadsrättsliga regelverket, är AMN 2003:15. I det fallet var det fråga om en budgivare som önskade använda sig av extern finansiering för sitt erbjudande, men som av olika skäl inte ville att själva budet skulle vara villkorat av finansieringen, bl.a. då detta skulle medfört krav på utformningen av villkoren för finansieringen som ansågs olämpliga för att erhålla bästa villkor för finansiering. Även om de aktuella bestämmelsernas ordalydelse närmast gav intrycket att det i en sådan situation var obligatoriskt att villkora budet av finansiering, fann nämnden att detta rimligen inte kunde vara avsikten. Istället konstaterades att det inte kunde anses strida mot reglerna eller god sed på aktiemarknaden i övrigt att lämna ett i detta avseende ovillkorat erbjudande, trots att erbjudandet förutsatte extern kreditfinansiering. Däremot uppställdes ett krav på att budgivaren redan i pressmeddelandet, och sedermera i prospektet, måste upplysa om att denne för erbjudandets genomförande var beroende av kreditens utbetalning samt återge uppställda villkor för denna utbetalning.

Frågor om budplikt är inte sällan sådana att rådgivaren kan behöva fråga Aktiemarknadsnämnden för att kunna ge sin klient ett så vederhäftigt råd som möjligt. Detta gäller kanske särskilt i de företagsfärer där en kontrollägarkrets inte är bunden av reglerna om budplikt eftersom kretsen ifråga redan var etablerad med ett innehav överstigande budpliktsgränsen när reglerna infördes, men där en omstrukturering eller andra åtgärder riskerar att leda till tveksamhet – eller åtminstone diskussion i media – rörande huruvida budplikt utlöses eller inte. Det kan i dessa fall ibland vara sannolikt att åtgärden ifråga åtminstone enligt syftet med budpliktsreglerna inte borde medföra att någon budplikt utlöses, eftersom aktiemarknaden inte skulle uppfatta åtgärden som någon förändring av vem som är kontrollägare i företaget ifråga. Ändå kan åtgärden vara sådan att det inte alls framstår som självklart att budplikt kan undvikas om man betraktar reglernas ordalydelse. Det finns ett flertal sådana ärenden (se t.ex. AMN 2010:19).

Ytterligare en typsituation där det kan vara av avgörande betydelse för rådgivare och parter att kunna inhämta Aktiemarknadsnämndens

klartecken till en viss åtgärd är när noterade företag hamnar i finansiell kris. Ofta finns då skäl att tillåta åtgärder, exempelvis riktade emissioner, som skulle ha stridit mot god sed på aktiemarknaden om de inte hade kunnat motiveras med att de kan vara det enda sättet att ta bolaget ifråga ur en sådan finansiell kris. AMN 2006:18 är ett exempel på ett sådant uttalande där ett bolag fick nämndens besked om att det, trots den restriktivitet som omgärdar riktade emissioner (jmf initiativuttalandet AMN 2002:2), kunde ge sin styrelse ett bemyndigande att under ett års tid göra flera kvittningsemissioner riktade till en för bolaget viktig leverantör, så att denne kunde få betalt för sina tjänster med aktier. Se även exempelvis AMN 2003:33 och 2006:48 om liknande frågeställningar. Rådgivaren bör dock i dessa (och andra) fall hålla i minnet att Aktiemarknadsnämnden inte uttalar sig om vad som är gångbart enligt aktiebolagslagen eller annan lagstiftning, vilket nämnden ofta klargör i sina uttalanden (se bl.a. AMN 2001:8 och AMN 2002:1).

Ett ytterligare område där rådgivaren i diskussion med sin klient ofta kommer fram till att nämnden bör tillfrågas, avser förfaranden som ligger nära att utlösa tillämpning av de s.k. Leo-reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen. Särskilt viktigt blir det för rådgivaren att ”ha på fötterna” i sin rådgivning i dessa fall, eftersom nämnden i ett initiativuttalande i plenum (AMN 2002:1) uttalat att ”*uppenbara kringgåenden av Leo-bestämmelsernas beslutsregler generellt sett innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden*”. Även om det i vissa fall kan synas mer tydligt att fråga är om ett uppenbart kringgående (jmf AMN 2008:6 om Sandvik), så har det i många andra fall visat sig vara svårt att avgöra vad som strider mot god sed och inte (jmf uttalandena AMN 2007:7 och AMN 2010:21 som bägge tillkommit efter att en advokatbyrå till följd av dessa svårigheter ställt ett flertal frågor till nämnden om vad som kan tänkas utgöra kringgåenden av Leo-reglerna). Ett uttalande som möjligen förvånade en del rådgivare var AMN 2008:15, där nämnden slog fast att det inte är ett kringgående av Leo-reglerna att ersätta en aktieöverlåtelse som hade träffats av Leo-reglerna med en rörelseöverlåtelse som inte gör det. I AMN 2010:35 uttalade nämnden att klädföretaget Björn Borg kunde inleda ett joint venture samarbete med bland annat en av sina styrelsemedlemmar på visst sätt, utan att detta kunde sägas vara ett kringgående av Leo-reglerna.

I andra fall kan det vara så att rådgivare känner osäkerhet kring nya regler och anser att dessa behöver förtydligas. Ett exempel är de uttalanden som kom från nämnden i samband med införandet av de första

rekommendationerna kring budplikt år 1999 (se bl.a. AMN 1999:6, 1999:7, 1999:9 och 1999:11). Ett annat fall rör införandet av lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden där det fanns en diskussion mellan Finansinspektionen och företrädare för aktiemarknadsaktörer vilken effekt tidigare meddelade avgöranden från Aktiemarknadsnämnden rörande tillåtna försvarsåtgärder skulle ha efter det att Finansinspektionen fått sin nya roll. Detta ledde till att Aktiemarknadsnämnden i uttalandet AMN 2006:55 fick upprepa sin inställning till en lång rad åtgärder som nämnden redan i tidigare uttalanden ansett vara tillåtna. Utan kunskap om bakgrunden till detta uttalande, kan det nog ha tett sig märkligt att denna ”tvättlista” på åtgärder gavs in till nämnden, som i princip upprepade sina tidigare godkännanden av åtgärderna ifråga.

En speciell situation där utlåtanden från nämnden ofta kan ha avgörande betydelse är budstridssituationer, antingen mellan konkurrerande budgivare eller mellan målbolag och budgivare vid ett fientligt uppköpserbudande. De kanske mest kända situationerna av detta slag är sannolikt Old Mutuals bud på Skandia år 2005, det fientliga uppköpsförsöket från tyska MAN avseende Scania åren 2006–07 samt striden mellan Nasdaq och Borse Dubai om OMX år 2007. I dessa ärenden levererades ett flertal uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. Rörande de offentliga buden avseende Skandia respektive Scania är antalet offentliggjorda uttalanden 8 respektive 7, och vad gällde Nasdaqs och Borse Dubais konkurrerande bud på OMX gjordes inte mindre än nio offentliggjorda uttalanden. De sistnämnda uttalandena följde efter att såväl den ena budgivaren Nasdaq (AMN 2007:30) som målbolaget OMX (AMN 2007:31) först ifrågasatt vissa ageranden av den konkurrerande budgivaren Borse Dubai, varefter de två konkurrerande budgivarna Nasdaq och Borse Dubai beslöt att samverka och gjorde en gemensam framställan till nämnden rörande vissa frågor (AMN 2007:32).

Den rådgivare som vill vara väl förberedd och presentera en vederhäftig argumentation inför nämnden bör – särskilt avseende offentliga uppköpserbudanden – komma ihåg att Aktiemarknadsnämnden i stor utsträckning har sin förebild i den brittiska Takeover-panelen samt att Takeover-reglerna även i många avseenden har sitt ursprung i brittiska Takeover-koden och på senare tid Takeover-direktivet. Det är inte heller någon hemlighet att nämnden inom ramen för handläggningen av sina ärenden ibland kan konsultera sin brittiska motsvarighet. Det kan därför i vissa fall finnas anledning för den svenska rådgivaren att kon-

takta brittiska kollegor för att kunna använda deras praxis till stöd för sin argumentation inför nämnden (se bl.a. AMN 1999:16 rörande räntekompensation i Linde-AGA).

### **Ärende initierat av motpart**

Av de ärenden som behandlas av nämnden görs de allra flesta uttalanden efter framställning från ett aktiemarknadsbolag eller en aktieägare som överväger viss åtgärd. I ett fåtal fall per år är dock ärendena initierade av någon annan, som t.ex. Stockholmsbörsen, Aktiespararna, målbolaget vid ett fientligt uppköp eller en konkurrerande budgivare vid ett konkurrerande bud. Av nämndens stadgar framgår att om en framställan avser en åtgärd som företagits av annan än sökanden ska framställningen sändas för kännedom eller yttrande till den som företagit eller kommer att företa åtgärden.

Skillnaden mellan ett eget initierat ärende och ett ärende initierat av någon annan part är av naturliga skäl stor. Den främsta skillnaden är att ett ärende som rådgivaren och dennes klient inte själva initierat ofta kommer som en överraskning och att det därför ofta finns begränsat med tid för att sätta sig in i frågeställningarna och bygga upp en lämplig argumentation. Då klienten inte sällan kan ha ett mycket stort intresse – finansiellt eller såvitt avser renommé – av att nämnden inte kritiserar klienten eller förbjuder åtgärden etc., så får rådgivaren många gånger i uppdrag att vända på varje sten vid bemötande av den framställan som givits in till nämnden från t.ex. en konkurrerande budgivare. Många gånger är det i dessa ärenden nödvändigt att på endast några få dagar sätta sig in i frågeställningen ur samtliga aspekter samt därefter författa och ge in svarsskrivelsen tillsammans med eventuella yttranden eller annan dokumentation som stödjer klientens uppfattning. Någon har jämfört den här typen av ärenden som en domstolsprocess i Formel 1-fart. Läger man därtill till att dessa ärenden oftast initieras inom ramen för vad som redan från början är ett offentligt erbjudande med skrivelser i media och ett allmänt uppskruvat tempo, så är det lätt att inse att stressnivån ibland kan bli hög hos rådgivare och andra.

De ovan nämnda exemplen från striderna kring Scania, OMX och Skandia innehåller alla tre avgöranden som initierats av motpart. I denna typ av ärenden med många aktörer, ofta med motstående intressen, bör rådgivaren dock beakta att nämndens uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden och inte att användas för några andra eller mer vidsträckta syften i en mellan parterna kanske

infekterad situation (jmf AMN 2005:47 rörande Skandia, där nämnden uttalade att parterna i skriftväxlingen ”*snarast synes ha velat använda nämnden som förmedlingsorgan för vidarebefordran av frågor och svar dem emellan*”). Så länge som möjligheten att initiera ett ärende inför nämnden mot en motpart i en liknande situation används i rätt syfte, är det värdefullt att målbolag eller konkurrerande budgivare på relativt kort tid kan få väsentliga aktiemarknadsrättsliga frågeställningar prövade.

### **Hantering av färdigt uttalande**

Huvudregeln är att nämndens uttalanden skall offentliggöras. Ett uttalande som gäller en planerad åtgärd får dock inte offentliggöras av nämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Det faktum att inte alla de planerade åtgärder som blir föremål för nämndens granskning genomförs eller blir allmänt kända har lett till att nästan en fjärdedel av nämndens uttalanden är hemliga, av vilka ett antal är mer än tio år gamla. Om nämnden bedömer att uttalandet är av särskild vikt för främjandet av god sed på aktiemarknaden och att ett offentliggörande kan ske utan att företagshemlighet eller annan känslig information avslöjas eller någon på annat sätt skadas, har dock nämnden möjlighet att offentliggöra ett sådant uttalande i anonymiserad och sammandragen form. En viss typ av uttalanden ska alltid offentliggöras, nämligen uttalanden som innehåller tolkningsbesked om huruvida budplikt gäller eller som innehåller beslut om huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder och där beslutet innebär att ansökan helt eller delvis bifalls. Offentliggörandet skall ske omedelbart eller, om det finns särskilda skäl, vid en senare tidpunkt som nämnden bestämmer.

Möjligheten att begära ett uttalande från nämnden utan att det offentliggörs är av stor betydelse, inte minst i det förberedande arbetet inför en aktiemarknadsrättslig transaktion. Inte sällan kommer i dessa strukturdiskussioner förslag från utländska finansiella och legala rådgivare på anpassningar av det normala svenska förfarandet vid den aktuella transaktionstypen till vad dessa rådgivare är vana vid från andra marknader. Att i dessa situationer kunna få ett konfidentiellt uttalande från Aktiemarknadsnämnden kring möjligheten att anpassa transaktionen på visst sätt kan få stor betydelse för transaktionens struktur eller för bedömningen om transaktionen ens kan genomföras.

## **Eventuell omprövning eller överklagande**

Huvudregeln är att ett uttalande från nämnden är slutligt och inte kan överprövas eller överklagas. Emellertid finns två undantag, dels kan uttalanden som fattats av nämndens ordförande eller direktör omprövas av nämnden, dels kan beslut med stöd av delegation från Finansinspektionen överklagas hos Finansinspektionen av den som beslutet angår, om beslutet går denne emot.

Ett uppmärksammat exempel där förvisso överklagande hade varit möjligt men där något överklagande inte inkom är de två uttalandena rörande Volkswagens dispens från budplikt i samband med ett ökat ägande i Scania (AMN 2007:8 och 2007:36). Trots att ett flertal aktörer på marknaden senare kom att i media debattera det rimliga i att budplikt inte utlöstes i samband med att Volkswagen ökade sitt ägande, så utnyttjades inte möjligheten att överklaga dispensen.

I samband med ett fientligt uppköpserbjudande eller en budstrid kan det i vissa fall finnas skäl för rådgivaren att överväga möjligheten till omprövning eller överklagande – exempelvis kan en budgivare ha ett intresse av att överklaga ett beslut rörande vidtagna försvarsåtgärder från målbolagets sida.

Även om det alltså finns vissa möjligheter att begära omprövning eller överklaga uttalanden från Aktiemarknadsnämnden, så är det en möjlighet som i praktiken utnyttjas mycket sparsamt. Flera förklaringar till detta kan tänkas. För det första ligger det i linje med självregleringen på börsetikens område att aktörerna är benägna att rätta sig efter vad Aktiemarknadsnämnden uttalar (oavsett formell möjlighet att överklaga alternativt att begära omprövning). Därtill kommer att Aktiemarknadsnämnden åtnjuter ett stort förtroende bland parter och rådgivare som uttolkare av de aktiemarknadsrättsliga regelverken och god sed på aktiemarknaden. Vidare kan den tidsutdräkt som en överprövning hos Finansinspektionen är förenad med te sig oacceptabel, varför parter och rådgivare helt enkelt väljer ett annat och snabbare sätt att tackla ett ofördelaktigt avgörande än att överklaga detta.

## **Avslutande synpunkter**

Aktiemarknadsrätten innehåller ett stort inslag av självreglering, och vad som utgör god sed på aktiemarknaden har avgörande betydelse som rättesnöre för aktiemarknadens aktörer. Transaktioner och andra åtgärder på aktiemarknaden sker i offentlighetens ljus och parter och rådgivare har vanligen ett särskilt intresse av att agera snabbt, tydligt

och på ett sätt som inte tilldrar sig negativ uppmärksamhet. Därtill kommer att den svenska aktiemarknaden är i ständig och snabb utveckling, med nya influenser från andra finansiella marknader som är föremål för andra rättssystem, regler och sedvanor. I denna miljö har Aktiemarknadsnämndens verksamhet en avgörande betydelse för inom aktiemarknadsrätten verksamma rådgivare och vi har ovan försökt belysa förhållandet mellan sådana rådgivare och Aktiemarknadsnämnden och peka på vissa typsituationer i våra kontakter med nämnden. Förhoppningsvis har vi därmed givit en inblick i hur Aktiemarknadsnämnden under sina första 25 år ofta varit en förutsättning för att rådgivare skall kunna leverera snabb, konsekvent och ändamålsenlig rådgivning till de som agerar på den svenska aktiemarknaden. Vår förhoppning är att Aktiemarknadsnämnden kommer att fortsätta att spela en avgörande roll för aktiemarknadsjuridikens utveckling även under de kommande 25 åren.





---

## Seminariekommentar:

Aktiemarknadsnämnden i *ett* rådgivarperspektiv

Fredrik Lindqvist<sup>1</sup>

---

Såsom Carl-Johan Deuschl och Magnus Lindstedt redogör för i sin artikel angående förhållandet mellan Aktiemarknadsnämnden och rådgivare har Aktiemarknadsnämnden under sina 25 år, på ett föredömligt sätt bidragit till utvecklingen av aktiemarknadsrätten och väglett marknadens aktörer. Det är svårt att se att aktiemarknadsrätten och det väl fungerande systemet vi har i Sverige för aktiemarknadstransaktioner hade varit vad det är idag utan Aktiemarknadsnämndens insatser.

För att kunna spela samma betydelsefulla roll för utvecklingen av och trovärdigheten i den svenska aktiemarknaden måste Aktiemarknadsnämnden och relevanta organ ständigt reflektera över vad som kan förbättras och vilka krav omvärlden kommer att ställa på Finansplats Stockholm och aktiemarknadsrätten för att uppfatta Sverige som en attraktiv och trovärdig marknad.

Exempel på områden som man därvid bör begrunda är bland annat (i) huruvida Aktiemarknadsnämnden bör institutionaliseras på ett eller annat sätt, (ii) behovet av ett mer detaljerat regelverk för offentliga uppköpserbjudanden samt (iii) förhållandet mellan Aktiemarknadsnämnden och Finansinspektionen.

### 1. Institutionalisering

Såsom Carl-Johan och Magnus lyfter fram hålls löpande dialog med Aktiemarknadsnämndens kansli i lejonparten av varje större aktiemarknadsrättsligt ärende. Som envar kan förstå är det av yttersta vikt att denna dialog kan hållas konfidentiell, snabb, och på hög nivå. Jag tror att många tillsammans med mig är beredda att ge Aktiemarknadsnämndens kansli det allra högsta betyget, inte minst för den kunnighet kansliet besitter och den flexibilitet det visat under sena kvällar och helger. Utma-

<sup>1</sup> Fredrik Lindqvist är advokat och delägare i Linklaters LLP.

ningen för Aktiemarknadsnämnden ligger emellertid i att kansliet är för personberoende. Kansliet är i princip Rolf Skog. Vad händer den dag Rolf Skog bestämmer sig för att göra annat i livet? Jag har svårt att se att lösningen är att så småningom finna en ny individ som passar in på dagens struktur, eller att det ens är möjligt. Jag har inte lösningen på hur kansliet behöver förändras i framtiden utan det måste lösas efter ingående diskussioner med och mellan relevanta personer och organisationer.

Jag förespråkar inte att göra Aktiemarknadsnämnden till något myndighetslikt organ men jag ser ett behov i det längre perspektivet av ytterligare resurser och förändring i formen för Aktiemarknadsnämndens kansli.

För att få en bredare plattform skulle man kunna överväga om det vore lämpligt att Aktiemarknadsnämndens kansli samordnades med andra närliggande kanslier, såsom det inom Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Med hänsyn till storleken på den svenska marknaden är det inte realistiskt att kopiera den modell man har i Storbritannien, må vara att den kan ge uppslag till lösningar och därför bör beaktas. I Storbritannien hanteras den dagliga övervakningen och uppföljningen av ett publikt bud av något som benämns *the Executive*, vilket kan liknas vid Aktiemarknadsnämndens kansli. Varje gång ett publikt bud är aktuellt tillsätts en senior och en junior handläggare för att följa ärendet med behörighet att ge uttalanden angående bland annat tillämpningen av de brittiska takeover-reglerna. *The Executive* omfattar såväl egen fast personal som personal utlånad av revisionsfirmor, investmentbanker, advokatbyråer och andra intresseorganisationer.

Ett system med inlånad personal medför naturligtvis en jävsproblematik men den har de naturligtvis varit tvungna att hantera även i Storbritannien, må vara att denna fråga blir mer tydlig på en mindre marknad.

## 2. Detaljerade regler

Carl-Johan och Magnus redogör på flera ställen i sin artikel för hur Aktiemarknadsnämnden skapat praxis genom att bland annat tolka reglerna för offentliga uppköpserbjudanden genom såväl initiativärenden som frågor väckta av part.

Vid en första tanke kan mer detaljerade regler möjligen låta avskräckande för många. Fördelen med mer detaljerade regler

är naturligtvis att vi får en ökad förutsägbarhet och banar väg för mer enhetlig praxis samt en minskad arbetsbörda för Aktiemarknadsnämnden som bland annat skulle behöva ge färre vägledande uttalanden.

Vidare råder det inget tvivel om att vi successivt redan har gått mot mer detaljerade regler under Aktiemarknadsnämndens 25 år, inte minst reglerna för offentliga uppköpserbjudanden har blivit mer utförliga. Ibland förfaller det som att utvecklingen av dessa regler har legat ett halvt steg bakom behovet, även om det kan tyckas naturligt för en relativt liten marknad att inte ta ställning förrän en fråga aktualiseras i praktiken. Emellertid är aktörerna på den svenska marknaden i mångt och mycket desamma som de som agerar i t ex London, varför behoven i mångt och mycket borde vara desamma.

Mot den bakgrunden kan det finnas anledning att i större utsträckning förekomma beteenden och frågeställningar genom att redan på förhand ta ställning till typiska situationer som från tid till annan förekommer i London eller regleras i de brittiska takeover-reglerna, må vara att behovet för skälighetsbedömningar och flexibilitet alltid kommer att finnas.

### **3. Aktiemarknadsnämnden och finansinspektionen**

Såsom Carl-Johan och Magnus påpekar utnyttjas i princip aldrig möjligheten att överklaga Aktiemarknadsnämndens överklagbara beslut till Finansinspektionen. Till stor del ligger förklaringen i tilliten till självregleringen och Aktiemarknadsnämndens kompetens. Samtidigt är det en indikation på distansen mellan Aktiemarknadsnämnden och Finansinspektionen, vilken riskerar att öka med tiden eftersom Finansinspektionen inte får möjligheten att upparbeta sin kompetens. Lägg därtill att överklagandefristen är tre veckor och med risk för utdragen handläggning hos Finansinspektionen. För att bättre kunna fungera som ett vederhäftigt överklagandeinstitut måste närheten och interaktionen mellan de två instanserna öka. Som en jämförelse kan vi snegla på hur överklagandeförfarandet fungerar i Storbritannien.

Tiden för överklagande i Storbritannien är mycket kort, normalt några arbetsdagar. Därefter följer en mycket snabb handläggning inom *the Hearing Committee* om det överklagande beslutet fattats av *the Executive* samt *the Takeover Appeal Board* om beslutet fattats av *the Hearing Committee*, med ett

beslut ofta inom några dagar efter det att ärendet tagits upp. Det är med sådan snabbhet och säkerhet som möjligheten att överklaga måste fungera i Sverige. Må vara att det finns alternativa vägar för att nå dithän.

#### **4. Konklusion**

Det råder ingen tvekan om att Aktiemarknadsnämnden har presterat mycket väl under sina första 25 år. Flera utmaningar ligger framför oss. Denna kommentar adresserar tre. Det finns ytterligare frågor att hantera och ännu fler kommer ligga längs vägen. Utmaningarna lär i allmänhet inte vara tuffare än de som Aktiemarknadsnämnden tacklat genom sina år. Så länge det råder öppenhet och vilja att ständigt utvecklas inom Aktiemarknadsnämnden och berörda organisationer är jag övertygad om att vi, liksom Carl-Johan och Magnus nu gjort, kan reflektera över ytterligare 25 betydelsefulla och framgångsrika år när vi väl når 2036 och firar 50-årsjubileum.