

Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden

Av Göran Nyström & Erik Sjöman

Översikt över takeover-reglernas utveckling

Näringslivets Börskommitté (NBK) gav 1971 ut en *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag*. I år firar således inte bara Aktiemarknadsnämnden 25 år. Den svenska takeover-regleringen fyller dessutom 40 år!

1971 års NBK-rekommendation hämtade sina grunddrag från den brittiska takeover-koden, som alltsedan dess fortsatt att utgöra en förebild och inspirationskälla för NBK i dess regelskapande verksamhet. 1971 års rekommendation var förhållandevis kortfattad, med tre sidor regeltext och nio sidor motivering. Det framhölls i motiveringen att rekommendationens främsta syfte var att förbättra målbolagsaktieägarnas beslutsunderlag. Regler om uppköpserbjudandets materiella innehåll saknades nästan helt. Till exempel fanns inga regler om så kallade fullföljandevillkor. Rekommendationen innehöll, förutom en försvarsåtgärdsbestämmelse, inga regler om målbolagsstyrelsens roll.

1971 års takeover-rekommendation ersattes av en reviderad version 1988. Den reviderade versionen var resultatet av en genomgripande omarbetning och modernisering. Genom 1988 års revision fick takeover-rekommendationen den struktur som takeover-reglerna alltjämt i huvudsak har. Rekommendationen togs nu också in som en bilaga till börsens noteringsavtal. Rekommendationen innehöll fortfarande inga regler om fullföljandevillkor. Det fanns inte heller några regler om målbolagsstyrelsens roll, förutom den ovannämnda försvarsåtgärdsbestämmelsen och ett påpekande om att det kunde vara ”lämpligt” att målbolagsstyrelsen uttalar sig om budet.

1988 års rekommendation förenades med ett tillägg 1991 (om management buyouts, motsvarande nuvarande avsnitt III i reglerna) och ett tillägg 1996 (en komplettering till befintliga skrivningar om tillåtna skillnader i erbjudet vederlag för A- och B-aktier).

En ny takeover-rekommendation, som nu innehöll regler om budplikt, trädde i kraft 1999. En bestämmelse om målbolagsstyrelsens uttalande om budet infördes också.

Efter ett nytt omfattande revideringsarbete trädde omarbetade regler i kraft i mars och september 2003. Bestämmelser om fullföljandevillkor infördes och ändringar gjordes avseende bundenhetskonstruktionen och i budpliktsreglerna. Bestämmelser infördes också om målbolags medverkan i due diligence-undersökningar. Takeover-rekommendationen övergick nu till att benämnas *regler* (takeover-reglerna).

Med ikraftträdande den 1 januari 2006 anpassades reglerna dels till den nya aktiebolagslagen, dels till det nya prospektregelverk som då började gälla som en följd av EU:s prospektdirektiv.

Den 1 juli 2006 trädde lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) i kraft, jämte andra lagregler som sammantaget avsåg att genomföra EU:s takeover-direktiv i svensk rätt. I samband därmed adopterade NASDAQ OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB en av NBK framtagen, anpassad version av takeover-reglerna.¹

Nästa omfattande revidering, även den ombesörjd av NBK, utmynnade i nya takeover-regler som antogs av börserna och trädde i kraft den 1 oktober 2009. Dessa är alltjämt gällande i oförändrad lydelse. Parallellt utfärdade NBK också takeover-regler för handelsplattformarna NASDAQ OMX First North, AktieTorget och Nordic MTF.²

I maj 2010 införlivades NBK:s arbetsuppgifter i Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Aktiemarknadsnämnden bildades som bekant 1986 i kölvattnet av den så kallade Leo-affären. I 1999 års takeover-rekommendation, i anslutning till budpliktens införande, gavs nämnden genom en föreskrift direkt i rekommendationen i uppgift att tolka rekommendationen och meddela dispenser från den. Nämnden uttalade sig dock redan dessförinnan i frågor med anknytning till uppköpserbjudanden.³ Aktiemarknadsnämnden har genom åren gjort ett mycket stort antal uttalanden om uppköpserbjudanden. Ansökningar om dispens från budplikt är den dominerande ärendekategorin, men antalet uttalanden

¹ Vissa ytterligare, men för framställningen ovidkommande, smärre ändringar i reglerna har också gjorts, bl.a. 2001 och vid två tillfällen 2007.

² På dessa handelsplattformar gäller NBK:s *Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar* (2009-10-05). Reglerna faller utanför ramen för framställningen.

³ Se t.ex. Munck, Aktiemarknadsnämnden tio år, SvJT 1996 s. 899.

rörande andra uppköpsrelaterade frågor är också betydande. *Nämnden* har i många avseenden lett utvecklingen genom uttalanden i frågor som inte varit besvarade i takeover-reglerna, varefter NBK i samband med revidering av regelverket i flera fall har kodifierat nämndens ståndpunkt genom att återspegla den i ny regel- eller kommentartext. Så var fallet även i 2009 års revision av reglerna, låt vara att reglerna numera formellt är börsernas.⁴ I andra fall har *regelmakaren* gått i bräsch för utvecklingen genom egna initiativ, någon gång föregånget av nämndprövning i enskilda fall där det stått klart att det krävs regeländring för att åstadkomma en ändrad färdriktning.

I denna uppsats ska vi ge några exempel på hur den svenska takeover-regleringen utvecklats genom regelmakarens och Aktiemarknadsnämndens försorg.⁵

- Bundenhet och fullföljandevillkor
- Budplikt
- Målbolagsstyrelsens roll
- Skillnad i erbjudet vederlag för A- och B-aktier i målbolaget

Bundenhet och fullföljandevillkor

Bundenhet vid regelverket

NBK:s takeover-rekommendation var från början rättsligt oförbindande för marknadsaktörerna. 1988 blev takeover-rekommendationen en del av börsens avtal med börsbolagen,⁶ vilket således innebar kontraktuell bundenhet vid rekommendationen för de aktörer som var bundna av avtalet. För övriga aktörer förblev regelverket rättsligt oförbindande.

I september 2003 infördes i takeover-reglerna en skyldighet för en budgivare att i samband med offentliggörandet av ett bud tillkännage

⁴ Det kan nämnas att vid i vart fall de senaste revisionerna av takeover-reglerna den arbetsgrupp som svarat för att ta fram förslag till reviderade regler har inkluderat Aktiemarknadsnämndens direktör och en ledamot av nämnden. En i arbetet involverad referensgrupp har inkluderat ytterligare nämndledamöter.

⁵ Vi lämnar i denna uppsats jämförelser med den brittiska takeover-koden i huvudsak därhän. Den brittiska koden berörs likväl på ett par ställen i framställningen, inklusive avslutningsvis i samband med några framåtblickar.

⁶ Numera NASDAQ OMX Stockholms *Regelverk för emittenter* (2011-07-01) och Nordic Growth Market NGM:s *Börsregler 2010 – Regler för bolag vars aktier är upptagna till handel på NGM Equity*.

att reglerna, och Aktiemarknadsnämndens besked om tolkning och tillämpning därav, skulle gälla för erbjudandet. Därigenom blev take-over-reglerna en del av anbudet och den kontraktuella relationen mellan budgivaren och målbolagsaktieägarna. Den budgivare som inte alls följde reglerna, och därmed inte heller på nu beskrivet sätt gjorde take-over-reglerna till en del av anbudet, drabbades emellertid fortfarande inte av någon rättslig sanktion.

Genomförandet av EU:s takeover-direktiv i juli 2006 föranledde en principiellt viktig förändring av takeover-regleringens grundval. Börserna är sedan dess enligt lag skyldiga att ha takeover-regler.⁷ Den som vill lägga ett bud på ett börsbolag måste i sin tur, enligt lag, åta sig gentemot börsen att följa dess takeover-regler.⁸ Av takeover-reglerna följer vidare alltså en skyldighet för budgivaren att ange att takeover-reglerna gäller för budet.⁹ Slutligen är målbolaget självt, på grund av börsernas regelverk, gentemot börsen förpliktat att följa vad som gäller för målbolag enligt takeover-reglerna.

Den huvudsakliga *materiella* takeover-regleringen återfinns även efter juli 2006 i takeover-reglerna. Bundenheten vid dessa skapas, för att i annan språkdräkt sammanfatta vad som beskrivits ovan, genom *tre tvingande kontraktuella bindningar*: (i) Budgivarens åtagande gentemot börsen att följa reglerna, (ii) budgivarens inkorporering av reglerna i sitt avtalsrättsligt bindande anbud till målbolagsaktieägarna och (iii) målbolagets åtagande gentemot börsen att följa börsens regelverk, däribland de delar av takeover-reglerna som rör målbolaget. Härtill kommer LUA:s övriga regler (inte minst budpliktsreglerna i 3 kap. och försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap.), reglerna om erbjudandehandling i 2 a kap. lagen om handel med finansiella instrument samt tillämpliga associationsrättsliga regler.

Att takeover-direktivet genomfördes på det ovan beskrivna sättet har sin förklaring i att den dittills gällande, på självreglering vilande ordningen fungerade utomordentligt väl och var väl förankrad på den svenska marknaden. Intresset var mot den bakgrunden betydande av att så långt som möjligt tillvarata den gällande ordningens fördelar. Resultatet blev en varsam direktivimplementering, varigenom åstadkoms att regelverket i stor utsträckning behöll sin flexibla och näringslivsförankrade karaktär samt att en flexibel ordning för inhämtande av

⁷ 13 kap. 8 § lagen om värdepappersmarknaden. Reglerna ska uppfylla takeover-direktivets krav.

⁸ 2 kap. 1 § LUA.

⁹ Punkten II.3 i takeover-reglerna.

förhandsbesked och undantag från Aktiemarknadsnämnden också bibehölls.¹⁰

Vad Aktiemarknadsnämnden bestämmer beträffande takeover-reglernas tolkning och undantag från reglerna binder aktörerna genom vad som anges i punkten I.2 i takeover-reglerna.¹¹ När nämnden lämnar tolkningsbesked enligt punkten I.2 är det inte fråga om myndighetsutövning utan närmast ett särskilt slags författningstolkningssliknande kontraktutfyllnad, där nämnden har tilldelats uppgiften att klargöra vad som ska gälla när det regelverk som gäller mellan de berörda parterna är ofullständigt eller oklart. Ett sådant tolkningsbesked kan inte överklagas, men kan indirekt bli föremål för domstolsprövning inom ramen för en talan på kontraktuell grund rörande eventuell överträdelse av reglerna.¹²

Utöver vad som följer av punkten I.2 i takeover-reglerna svarar Aktiemarknadsnämnden på offentlighetsrättslig delegation från Finansinspektionen för vissa tolknings- och dispensprövningsuppgifter enligt LUA. Det rör sig främst om att meddela tolkningsbesked och pröva dispensansökningar rörande budplikt (se härom vidare nedan). Därutöver kan nämnden inom ramen för sin allmänna kompetens uttala sig om huruvida ett planerat eller genomfört uppköpserbudande, eller någon aspekt därav och någon aktörs agerande i anslutning därtill, enligt nämnden står i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden.

Bundenhet vid erbjudandet

Den aktör som, innan takeover-regelverket fick sin nuvarande författningsbaserade form, offentliggjorde ett uppköpserbudande var, trots vad som sagts ovan, inte fri att agera hursomhelst.¹³ I många år saknades visserligen i stort sett bestämmelser om erbjudandets materiella innehåll och möjligheterna att träda tillbaka från ett erbjudande, och

¹⁰ Förhållandena var likartade i Storbritannien. Direktivet innehåller skrivningar som bekräftar att den form för genomförande som bland andra Sverige och Storbritannien valt är godtagbar i ett EU-rättsligt perspektiv. Se t.ex. artikel 1 som talar om ”...uppförandekoder och andra arrangemang, inklusive arrangemang som fastställs av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna...”

¹¹ En bestämmelse av detta innehåll infördes, som nämnts redan inledningsvis, första gången 1999 i samband med att budplikt infördes i takeover-rekommendationen.

¹² Jfr NJA 1985 s. 343 (Företagsfinans).

¹³ Här bortses från den ”upplevda bundenhet” som är själva tanken bakom självreglering.

takeover-regelverket var som sagt i sig rättsligt oförbindande. I grundläggande avtalsrättsligt hänseende ansågs budgivaren likväl redan på den tiden vara bunden av sitt anbud, såtillvida att vederbörande inte ansågs kunna backa från sitt lämnade bud annat än i enlighet med villkoren därför.

Det har diskuterats om ett uppköpserbjudande riktar sig till en erforderligt avgränsad krets av adressater för att i avtalsrättslig mening fungera som ett anbud.¹⁴ Aktiemarknadsnämnden uttalade för sin del tidigt att ett offentligt uppköpserbjudande från civilrättslig synpunkt är ett anbud.¹⁵ Det är en annan sak att adressatkretsen, dvs. aktieägarna i målbolaget, ofta är stor och dessutom föränderlig över tiden. Den nuvarande punkten II.5 i takeover-reglerna om erbjudandets oåterkallelighet, vilken går tillbaka på artikel 13 e i takeover-direktivet, följer således – med Aktiemarknadsnämndens, och NBK:s egen,¹⁶ utgångspunkt – redan av allmänna avtalsrättsliga regler.¹⁷

Ett spørsmål av fundamental betydelse är i vilken mån budgivaren får förena sitt som utgångspunkt bindande anbud med bundenhetsinskränkningar – och därmed återkallelsemöjligheter – i form av villkor för budets fullföljd.¹⁸ Bestämmelser om fullföljandevillkor infördes i takeover-reglerna först 2003. När Aktiemarknadsnämnden i anslut-

¹⁴ Se t.ex. Nerep, Aktiebolagsrättslig analys, 2003, s. 190 ff.

¹⁵ Se AMN 2003:29 (Optovent). Se även exempelvis AMN 2005:16, 2000:20 (Industri Kapital–Perstorp), 2000:13 (Partek–Kalmar Industries), 1998:07 (IVO) och 1994:04 (Volvo–BCP). Se vidare t.ex. Muncks recension av Nereps i föregående not citerade bok, JT 2003–04 s. 952 (s. 954 f.), och Lindskog, I gränslandet mellan aktiebolagsrätt och börsrätt, af Sandeberg & Sevenius (red.), Börsrätt, 2 uppl. 2008, s. 65.

¹⁶ Se redan kommentaren till punkten II.4 i 1988 års takeover-rekommendation: ”Svensk avtalsrätt bygger på principen att anbudsgivaren är bunden av sitt anbud under den s.k. acceptfristen. --- Ett offentligt erbjudande riktat till aktieägare i ett visst bolag är ett anbud.”

¹⁷ Den genom åren understundom debatterade frågan om vid vilken *tidpunkt* bundenhet vid ett uppköpserbjudande inträder enligt allmänna avtalsrättsliga regler (redan genom budpressmeddelandet eller först genom erbjudandehandlingen) är med regelverkets nuvarande konstruktion av underordnad betydelse. Takeover-reglerna utgår från att bundenheten uppkommer redan genom budpressmeddelandet, se AMN 2003:29 (Optovent) och Munck recension av Nereps i not 14 citerade bok, JT 2003–04 s. 952 (s. 955). Jfr t.ex. AMN 1994:04 (Volvo–BCP) och Nerep, a.a.

¹⁸ Det har diskuterats om *villkorade* erbjudanden föranleder särskilda överväganden från avtalsrättslig synpunkt. Även vederbörligen villkorade uppköpserbjudanden torde dock avtalsrättsligt sett vara bindande, med endast de bundenhetsinskränkningar som följer av villkoren. Jfr AMN 1994:04 (Volvo–BCP) och Stattin, Takeover, 2 uppl. 2009, s. 277 f.

ning till Industri Kapitals återtagna uppköpserbjudande avseende Perstorp år 2000 hade att ta ställning till flera frågor om villkor och bundenheten vid uppköpserbjudanden erfordrades således brytande av ny mark för svenskt vidkommande.

Nämnden konstaterade i sitt uttalande (AMN 2000:20) att någon utvecklad nämndpraxis inte fanns på området och gjorde i stället flera referenser till den brittiska takeover-koden. Nämnden anförde att det utifrån intresset av god sed på aktiemarknaden normalt fick krävas att ett bud presenteras endast om budgivaren har finansiering ordnad för budet (se numera punkten II.1 i takeover-reglerna). Det kunde enligt nämnden inte anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att finansieringen är förenad med så långtgående möjligheter för en kreditgivare att ta tillbaka sitt kreditlöfte innan affären genomförs, att det finns en betydande risk för att budet inte kunde fullföljas.

Nästa spörsmål för nämnden blev då om en budgivare, som erhållit ett finansieringslöfte på villkor som från synpunkten av god sed kunde anses godtagbara, kunde villkora budet vid att detta finansieringslöfte kvarstod under budperioden. Här pekade nämnden på den brittiska regleringen, som tillåter villkorade bud (låt vara i princip inte avseende budfinansieringen) under förutsättning att frågan om villkoren är uppfyllda eller ej inte uteslutande är beroende av budgivarens subjektiva bedömning och att budgivaren inte heller råder över villkorens uppfyllande (Rule 13).

Reglerna i den lydelse de hade när nämnden prövade Perstorp-ärendet upptog som sagt inga bestämmelser om vilka slags fullföljandevillkor som kunde uppställas vid frivilliga bud eller hur sådana villkor fick vara utformade. I linje med den brittiska regleringen ansåg nämnden emellertid att god sed på den svenska aktiemarknaden krävde att villkor utformades så att det var möjligt att objektivt fastställa om de uppfyllts eller ej. Det kunde exempelvis, konstaterade nämnden, inte anses godtagbart att villkora ett bud av att målbolaget rent allmänt inte utvecklas i en ogynnsam riktning. Ett fullföljandevillkor av innebörd att budet fullföljs under förutsättning att avtalad finansiering kvarstår vid tidpunkten för affärens genomförande var däremot enligt nämnden typiskt sett ett i nu nämnd mening objektivt villkor. Se numera punkten II.4 i takeover-reglerna.

Skulle ett visst villkor visa sig ej vara uppfyllt hade budgivaren enligt nämnden rätt att avbryta budet. Detsamma gällde om det redan på ett tidigare stadium stod klart att ett villkor inte skulle kunna uppfyllas.¹⁹ God sed på aktiemarknaden fick emellertid enligt nämnden anses innebära att så inte skedde utan närmare prövning. Enligt den brittiska takeover-koden får en budgivare avbryta budet med hänvisning till att ett visst villkor inte uppfyllts endast om detta förhållande är av ”material significance to the offeror in the context of the offer”. På motsvarande sätt fick god sed på den svenska aktiemarknaden anses kräva att budgivaren noga övervägde betydelsen av att ett uppställt villkor inte uppfyllts och prövade om det som hänt motiverade ett avbrytande av budet. Se numera punkten II.5 i takeover-reglerna.

Nämnden anförde slutligen att, i linje med vad som anses vara en allmän lojalitetsprincip i kontraktuella och pre-kontraktuella förhållanden, god sed också fick anses kräva att budgivaren aktivt undersöker möjligheten att själv bidra till uppfyllelse av

¹⁹ Se även AMN 2000:08 (Columna–Drax).

villkoret. Se numera andra stycket i kommentaren till punkten II.4 i takeover-reglerna. Särskilt viktigt fick enligt nämnden ett sådant aktivt handlande från budgivarens sida anses vara för det fall ett avbrytande av budet skulle vara till, eller av allmänheten skulle kunna uppfattas vara till, budgivarens fördel.

Perstorp-ärendet illustrerar hur Aktiemarknadsnämnden i ett konkret fall gavs tillfälle och anledning att flytta fram positionerna på ett område där regelverket var outvecklat, varefter nämndens anvisningar kodifierades genom regeltext och kommentarer i takeover-reglerna i samband med att NBK 2003 tog ett samlat grepp om regleringen av olika slags fullföljandevillkor. Utvecklingen avstannade emellertid inte därefter.

I AMN 2003:12 (Rambøll–Scandiaconsult) gav nämnden ytterligare vägledning beträffande objektivitetskravets innebörd. I samma uttalande fastslogs också att om en förvärvskredits utbetalning är beroende av att det inte inträffar någon händelse som utgör uppsägningsgrund i andra avtal mellan kreditgivaren och budgivaren, så måste även villkoren i de avtalen uppfylla objektivitetskravet. Det sistnämnda kodifierades sedermera, i samband med 2009 års regelrevision, i form av ett nytt stycke i kommentaren till punkten II.4 och en konsekvensändring i kommentaren till punkten II.3.

Under tiden mellan 2003 års och 2009 års regelrevisioner kom ytterligare en fullföljandevillkorsproblematik att belysas i nämndens praxis. Frågan var om budgivaren fick villkora budet av en positiv rekommendation från styrelsen för målbolaget. Sådana villkor hade förekommit i praktiken redan tidigare. Det konkreta exemplet var visserligen obehandlat i takeover-reglerna, men det förelåg i och för sig ingen tvekan om att ett sådant villkor uppfyllde objektivitetskravet och att budgivaren inte heller rådde över dess uppfyllelse.

När nämnden första gången ställdes inför frågan i AMN 2005:33 (Old Mutual–Skandia) konstaterades således först att de båda kraven i punkten II.4 var uppfyllda.²⁰ Nästa fråga var om en bristande uppfyllelse av villkoren kunde anses uppfylla kravet i punkten II.5 på att vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget och därmed ge budgivaren rätt att återkalla erbjudandet med hänvisning till villkoret. Nämnden fann att så inte var fallet under de omständigheter som var uppe till bedömning. I AMN 2005:36 (Old Mutual–Skandia) uttalade nämnden att ett fullföljandevillkor vars uppfyllelse inte i sig är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget, och därmed inte får läggas till grund för en återkallelse av erbjudandet enligt punkten II.5, inte heller bör uppställas i ett erbjudande, eftersom det

²⁰ Dock godtogs inte ett villkor med tillägget att styrelserekommendationen inte fick ändras ”på ett för budgivaren negativt sätt”.

kan skapa oklarhet för marknaden. Ett villkor om målbolagsstyrelserekommendation borde därför, på grund av nämndens bedömning i AMN 2005:33, inte alls uppställas.²¹

I AMN 2007:18 (NASDAQ-OMX) skulle budgivaren och målbolaget träffa ett transaktionsavtal som på visst sätt gjordes beroende av en positiv målbolagsstyrelserekommendation. Erbjudandet avsågs vara villkorat av att den positiva rekommendationen inte återkallades. Aktiemarknadsnämnden hänvisade till AMN 2005:33 och 2005:36 samt till nuvarande sjätte stycket i kommentaren till punkten II.5. Det låg, anförde nämnden, i sakens natur att ett villkor inte borde uppställas, om en bristande uppfyllelse praktiskt taget aldrig kunde antas vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. Om det däremot kunde föreligga fall då den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för förvärvet fanns i och för sig inte något hinder mot att villkoret uppställdes. I det aktuella fallet hade budgivaren och målbolaget förhandlat om ett samgående som skulle genomföras genom ett offentligt uppköpserbjudande och överenskommit att målbolagsstyrelsen omedelbart efter erbjudandets offentliggörande skulle rekommendera aktieägarna att acceptera erbjudandet. Överenskommelsen hade tagit sig uttryck i transaktionsavtalet. Nämnden anförde att om detta avtal innehöll även andra för samgåendet avgörande bestämmelser och en tillbakadragen rekommendation innebar att transaktionsavtalet upphörde att gälla, så fick det antas att detta var av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Det tilltänkta villkoret kunde då uppställas. Detta torde däremot enligt nämnden inte vara fallet om transaktionsavtalet i övrigt fortsatte att gälla trots att rekommendationen dragits tillbaka. I ett sådant fall borde villkoret inte uppställas annat än om Aktiemarknadsnämnden med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet hade meddelat dispens från väsentlighetskravet.

Mot bakgrund av nämndens dittillsvarande praxis togs ett nytt stycke in i kommentaren till punkten II.5 i 2009 års regelrevision av innebörd att ett villkor om positiv målbolagsstyrelserekommendation normalt inte är av väsentlig betydelse för förvärvet av bolaget och därför normalt inte kan läggas till grund för att återkalla ett lämnat erbjudande.²² Den av nämnden i AMN 2005:36 introducerade, mera prin-

²¹ Delvis annorlunda förhöll det sig enligt nämnden med ett villkor av innebörd att målbolagsstyrelsen på bolagets vägnar skulle ingå ett samarbetsavtal med budgivaren. Ett sådant villkor uppfyllde kravet på objektivitet, men till skillnad från en positiv styrelserekommendation kunde ett samarbetsavtal helt eller delvis vara av helt avgörande betydelse för budgivarens möjligheter att fullfölja erbjudandet. Det kunde därför enligt nämnden inte uteslutas att en vägran från målbolagsstyrelsens sida att ingå ett samarbetsavtal, till den del det hade den karaktären, var av sådan väsentlig betydelse att budgivaren fick återkalla erbjudandet. Huruvida så är fallet var beroende av omständigheterna och fick bedömas om och när en sådan vägran förelåg.

²² Efter 2009 års revision har frågan varit på Aktiemarknadsnämndens bord vid ytterligare ett tillfälle. I AMN 2010:16 (Providence–AcadeMedia) pekade nämnden beträffande väsentlighetskravet på den nya kommentaren till punkten II.5. Näm-

cipiella regeln om att ett fullföljandevillkor vars uppfyllelse inte i sig är²³ av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget inte heller får *uppställas* är däremot inte kodifierad.

I och med 2009 års revision togs ytterligare steg i utvecklingen av reglerna om fullföljandevillkor. Redan 2003 infördes en regel av innebörd att eventuella utbetalningsvillkor i förvärvskreditavtal måste uppfylla de krav som ställs på fullföljandevillkor för budet (objektivitetskravet och att budgivaren inte heller får råda över villkorets uppfyllelse).²⁴ I 2009 års revision tillades en föreskrift i punkten II.4 fjärde stycket om att eventuella utbetalningsvillkor i kreditavtal som är kopplade till fullföljandevillkor i budet inte får vara utformade så att budgivaren själv skulle ha kunnat ställa upp dem som fullföljandevillkor. Som utgångspunkt ska alltså sådana villkor uppställas direkt i budet i stället för i kreditavtalet.²⁵ Som anges i kommentaren till regeln blir ett återopande av villkoret därmed föremål för väsentlighetsprövning enligt punkten II.5, vilket i praktiken innebär att en återkallelse av budet även i dessa fall förutsätter Aktiemarknadsnämndens godkännande. Intressant att notera är att 2009 års regeländring i detta avseende inte var följden av något ad hoc-uttalande av Aktiemarknadsnämnden som gav upphov till kodifierings- eller korrigeringsbehov. I stället tog sig samspelet mellan reglmakaren och Aktiemarknads-

22 forts.

den påpekade att uttalandet i kommentaren ska ses i ljuset bland annat av att erbjudandet är riktat till målbolagets aktieägare och att styrelsens rekommendation ofta bara är en av flera faktorer som påverkar aktieägarnas ställningstagande. I det aktuella fallet förhöll det sig emellertid så, att budgivaren skulle kunna ådra sig skadeståndsansvar om erbjudandet fullföljdes trots att en lämnad rekommendation till aktieägarna att acceptera erbjudandet hade återkallats eller ändrats på ett sätt som motsvarade ett återkallande. Nämnden fann att väsentlighetskravet under sådana omständigheter redan på förhand måste anses vara uppfyllt.

²³ Jfr lokutionen ”praktiskt taget aldrig kan antas vara” i AMN 2007:18 (NASDAQ-OMX).

²⁴ 2003 års version innebar enligt sin ordalydelse en skyldighet att villkora budet av kreditens utbetalning i den mån kreditavtalet innehöll utbetalningsvillkor och budgivaren var beroende av den externa finansieringen. I AMN 2003:15 uttalade emellertid nämnden att ett sådant fullföljandevillkor inte var obligatoriskt, men att transparens under alla förhållanden erfordrades beträffande de ifrågakvarande utbetalningsvillkoren. Regeln i nuvarande II.4 ändrades i linje med nämndens uttalande i 2009 års revision, varvid konsekvensändringar också gjordes i kommentaren till punkten II.3 i takeover-reglerna.

²⁵ Med reglernas utformning torde utrymmet för sådana utbetalningsvillkor som avses i punkten II.4 fjärde stycket i praktiken vara begränsat. Den närmare innebörden ankommer på Aktiemarknadsnämnden att bestämma.

nämnden här uttryck i ett initiativ från regeltakaren syftande till att säkerställa att inte viktiga delar av villkorspaketet för ett lånefinansierat bud föll utanför Aktiemarknadsnämndens väsentlighetsprövning enligt punkten II.5.²⁶

Budplikt

Frågan om införande av budplikt i Sverige fanns på Aktiebolagskommitténs bord under 1990-talet. Kommittén gjorde bedömningen att det inte borde införas lagregler om budplikt.²⁷ Till samma slutsats hade tidigare bl.a. även Värdepappersmarknadskommittén och Ägarutredningen kommit.²⁸ De flesta remissinstanser instämde i eller godtog Aktiebolagskommitténs bedömning. Som redan nämnts inledningsvis infördes dock budplikt självregleringsvägen i 1999 års takeover-rekommendation. Som skäl för nyordningen hänvisade NBK till den internationella utvecklingen på området och att ”nära nog alla västeuropeiska aktiemarknader” nu hade budplikt i sina regelverk. Budpliktsgränsen sattes initialt till 40 procent av rösterna, men sänktes till 30 procent år 2003. EU:s takeover-direktiv medförde sedermera att en lagfäst budplikt erfordrades även i Sverige. Så blev också fallet i och med LUA:s ikraftträdande den 1 juli 2006.

Som en direkt följd av att NBK införde budplikt i 1999 års takeover-regler gavs Aktiemarknadsnämnden i samma version av reglerna den uttryckliga uppgiften att tolka takeover-reglerna och att meddela dispens från dem. I kommentaren till punkt I.2 i 1999 års rekommendation gav regeltakaren vissa anvisningar till nämnden i form av exempel på giltiga dispensskäl, vilka anvisningar sedermera i allt väsentligt också kom att inflyta i förarbetena till LUA:s budpliktsregler.²⁹

Budpliktsfrågor har sedan 1999 utgjort en mycket betydande del av Aktiemarknadsnämndens verksamhet. I praktiken är det nämnden som, med utgångspunkt i de förhållandevis kortfattade reglerna,

²⁶ I 2009 års revision togs för övrigt också rätten bort att utan väsentlighetsprövning återkalla ett bud med återopande av ett villkor om avsaknad av högre konkurrerande bud från tredje man. Inte heller i det fallet var det en ändring som Aktiemarknadsnämnden gått i bräsch för eller annars uppmärksammat genom prövning i något enskilt fall.

²⁷ SOU 1997:22.

²⁸ SOU 1989:72 och 1990:1.

²⁹ Prop. 2005/06:140 s. 117 f.

genom tolkningsbesked och framförallt dispensprövning i enskilda fall har format budpliktens reella innebörd i Sverige.

När takeover-regleringen fick en förändrad rättslig grund 2006 förändrades också grunden för Aktiemarknadsnämndens verksamhet i ett viktigt formellt avseende. Nämndens tolknings- och dispensprövningsverksamhet avseende budplikt bedrivs sedan dess på offentligrättslig delegation från Finansinspektionen, som också är första överklagandeinstans på det delegerade området. Det är alltså fråga om en ny regelmakare (riksdagen i stället för NBK) och ett nytt slags samspel mellan, å ena sidan, regelmakare och tillsynsmyndighet och, å andra sidan, Aktiemarknadsnämnden. Finansinspektionen och Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden har träffat ett avtal om samarbetet mellan inspektionen och nämnden på det delegerade området. Finansinspektionen utvärderar regelbundet samarbetet och avger en rapport därom.

Mycket få av de överklagbara nämndavgörandena har överklagats.³⁰ I inget fall har Aktiemarknadsnämndens bedömning ändrats i högre instans.³¹

NBK har i en framställning till Justitiedepartementet i oktober 2009 föreslagit att budpliktsreglerna ska kompletteras med ytterligare en budpliktsgräns vid 50 procent. Förslaget har remissbehandlats och bereds för närvarande i departementet. Det är intressant att notera att det är NBK som är ärendets initiativtagare. Detta markerar näringslivets ambition att även framdeles, och alldeles oavsett att en del av takeover-regleringen numera är lagfäst, driva utvecklingen på området.^{32, 33}

³⁰ De beslut om överklagats är 2008:47 (Teleca), 2009:08 (Hemtex), 2010:04 (Novotek) och 2011:12 (Handuk–Reinhold Polska).

³¹ Finansinspektionens har sedan 2006 vidare fattat vissa andra beslut i uppköpsärenden, se beslut 2007-08-23 (Fi Dnr 07-7095) (Borse Dubai), beslut 2008-04-10 (Fi Dnr 08-3068) (MAN/VW-Scania) och beslut 2009-01-16 (Fi Dnr 09-611) (Hebi Holding).

³² Parentetiskt kan också nämnas att den enskilt mest märkbara konsekvensen av att NBK med ikraftträdande den 1 januari 2010 utfärdade takeover-regler för NASDAQ OMX First North, AktieTorget och Nordic MTF (se ovan not 2) är att budplikt numera gäller även på dessa marknadsplatser. Ordningen motsvarar den som gällde på de reglerade marknaderna före takeover-direktivets implementering vid halvårsskiftet 2006. Även enligt de nya NBK-reglerna har Aktiemarknadsnämnden givits uppgiften att tolka reglerna och lämna dispens från dem. Nämnden har redan gjort ett antal uttalanden avseende de nya NBK-reglerna, huvudsakligen dispenser från budplikt.

³³ Huruvida regler om budplikt alls är av godo är alltjämt en omdiskuterad fråga. Se

Målbolagsstyrelsens roll

Ett uppköpserbjudande syftar till att budgivaren ska förvärva målbolaget.³⁴ Själva uppköpserbjudandet är en fråga mellan budgivaren (köparen) och aktieägarna i målbolaget (säljarna). Målbolaget självt är inte part i mellanhandet och berörs, rättsligt sett, inte av själva erbjudandet.³⁵ Att aktier byter ägare är en naturlig följd av aktiebolagets konstruktion, men huruvida så sker – och på vilka villkor – är en fråga mellan köpare och säljare. Sätillvida skiljer sig inte ett förvärv genom uppköpserbjudande från förvärvet av ett fåmansägt bolag. Den omständigheten att målbolagets ägande är spritt gör likväl förvärvsförfarandet särpräglat. Inte minst får målbolagets styrelse en särskild roll, vilket har uppmärksammats av såväl regelmakaren som Aktiemarknadsnämnden.

Som redan nämnts inledningsvis innehöll 1971 års takeover-rekommendation, förutom en försvarsåtgärdsbestämmelse, inga regler som tog sikte på målbolagsstyrelsen. I 1988 års revidering tillkom ett kort påpekande om att det kunde vara lämpligt att målbolagsstyrelsen uttalar sig om budet, varefter en regel om målbolagsstyrelsens uttalande om budet infördes i 1999 års rekommendation. År 2003 infördes regler motsvarande dagens punkt II.20 och II.2 om målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning av målbolaget och om handelsförbud för budgivaren efter påbörjad due diligence. Sedermera, i samband med takeover-direktivets genomförande 2006, utmönstrades försvarsåtgärdsbestämmelsen ur takeover-reglerna och ersattes av en likartad regel i 5 kap. LUA. Slutligen togs genom 2009 års takeover-regler ytterligare några steg mot en utförligare reglering av målbolagets roll och agerande. De skrivningar om jäv som tidigare fanns i kommentaren till regeln om målbolagsstyrelsens uttalande om budet lyftes nu över till en ny generell regel om intressekonflikter i målbolagsstyrel-

33 forts.

på senare tid t.ex. Advokatsamfundets remissyttrande över NBK:s ovannämnda förslag och Henrekson & Jakobsson, Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning, IFN Policy Paper nr 48, 2011.

³⁴ Här bortses från partiella erbjudanden.

³⁵ Se t.ex. Munck, Vissa frågor om informationsgivning m.m. i anslutning till offentligt erbjudande, 27 maj 2001 (promemoria över granskning utförd på uppdrag av styrelsen för Perstorp AB), Dotevall, Bolagsledningens skadeståndsansvar, 2 uppl. 2008, s. 114 och 144, och Nyström & Sjöman, Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?, Svernlöv (red.), Aktieägares rättigheter, Stockholm Centre for Commercial Law, 2009, s. 14, samt exempelvis AMN 2005:47 (Old Mutual-Skandia), 2004:32 (Ainax) och 2004:31 (VLT).

sen. En ny uttrycklig regel (punkten II.17) infördes av innebörd att målbolagsstyrelsen i frågor relaterade till budet ska agera i aktieägarnas intresse.

Aktiemarknadsnämnden har gjort jämförelsevis få uttalanden rörande målbolagsstyrelsens roll i ett uppköpserbjudande. I tiden före 1999 kan nämnas AMN 1988:11 (Wilhelm Becker–Kanthal Höganäs) och 1998:09 (Näckebro–Drott), vari nämnden tolkade den då gällande regeln om försvarsåtgärder. Därefter kan noteras AMN 2004:31 (VLT) och 2004:32 (Ainax) samt, av större principiell betydelse, AMN 2005:47 (Old Mutual–Skandia), 2006:55 (MAN–Scania) och 2007:10 (Scania). Därefter gjordes ett par uttalanden om tidpunkt för offentliggörande av målbolagsstyrelsens uttalande om budet.³⁶ Slutligen kan nämnas 2008:49 (Q-Med) om due diligence-undersökning vid konkurrerande bud och 2010:15 (Ledstiernan) om avnotering före den slutliga acceptfristens utlöpande.

På detta område kan inte på samma sätt som beträffande fullföljandevillkor spåras ett tydligt samspel mellan regelmakaren och nämnden i form av nämndpraxis som efter hand kodifierats.³⁷ Utvecklingen på området uppvisar i stället liknande drag som beträffande budplikt (se ovan), dvs. reglerna har i stort sett förblivit oförändrade medan nämnden genom uttalanden i enskilda fall fyllt dem med mera konkret innehåll och gjort konkreta gränsdragningar. Nämndens praxis är dock som redan påpekats betydligt mer begränsad än vad avser budplikt. Det rör sig främst om de uttalanden som nämnden kom att göra i samband med buden på VLT, Skandia och Scania. Uttalandena rör såvitt nu är aktuellt huvudsakligen försvarsåtgärdsbestämmelsen, varav uttalandena om Scania (AMN 2006:55 och 2007:10) utgör tolkningsbesked avseende den vid tidpunkten för uttalandena nyligen ikraftträdde LUA.

Målbolagsstyrelsens förpliktelse att agera i aktieägarnas intresse kom tidigare till uttryck bland annat i kommentaren till regeln om målbolagsstyrelsens uttalande om erbjudandet (nuvarande punkten II.19) och har också vid flera tillfällen framhållits av Aktiemarknadsnämnden.³⁸ Nuvarande punkten II.17 innebär en ytterligare betoning av målbolagsstyrelsens plikter i en budsituation och ger, mera övergri-

³⁶ Se AMN 2008:12 (Cision) och 2008:42 (Q-Med).

³⁷ Sådana exempel saknas dock inte. Se bl.a. AMN 2008:43 och vad i kommentaren till punkt II.18 numera sägs om intressekonflikt när en målbolagsstyrelseledamot avgett en så kallad *irrevocable* (förhandsaccept) avseende budet.

³⁸ Se t.ex. AMN 2007:10 (Scania), 2007:25 och 2008:43.

pande än tidigare, besked om vad dessa plikter tar sikte på. Regeln går tillbaka på den princip som anges i punkten c) i takeover-reglernas inledning. Regeln har också beröringspunkter med styrelsens aktiebolagsrättsliga plikt att agera i bolagets intresse vid förvaltningen av bolagets angelägenheter, vilken i sin tur är ett utflöde av styrelseledamöternas ställning som ett slags sysloman i förhållande till bolaget. Det brukar, med hänvisning till att aktiebolaget som sådant endast är en juridisk konstruktion, sägas att bolagets intresse i själva verket ytterst är aktieägarnas intresse. Aktiebolagsrättens utgångspunkt är dock att det inte åligger styrelsen någon skadeståndssanktionerad skyldighet gentemot aktieägarna att aktivt verka för (eller emot) ett uppköpserbjudande.³⁹ Aktiebolagets konstruktion kan dessutom innebära inskränkningar i styrelsens möjligheter att utan vidare vidta förvaltningsåtgärder till befördran av andra intressen än bolagets i snäv mening. Även om goda skäl kan anföras till stöd för att aktiebolagsrätten i normalfallet ger målbolagsstyrelsen utrymme att i aktieägarnas intresse verka för ett så attraktivt uppköpserbjudande som möjligt, oaktat om erbjudandet sett enbart ur bolagets egen synvinkel skulle bedömas vara bolaget ovidkommande, är det således väsentligt att ha i åtanke att målbolagsstyrelsen på grund av sitt ansvar gentemot bolaget eller av borgenärs-skyddsskäl ibland kan vara aktiebolagsrättsligt förpliktad att avstå från visst sådant agerande.⁴⁰

Likaledes är det väsentligt att notera att de förpliktelser som åvilar målbolagsstyrelsen enligt punkten II.17 i takeover-reglerna, eller på grund av takeover-reglerna i övrigt, i sin tur kan ha betydelse för bedömningen av vad som är aktiebolagsrättsligt tillåtet. En börsnotering innebär att det noterade bolaget får tillgång till aktiemarknaden som källa till kapitalanskaffning för bolagets verksamhet. De förpliktelser som följer av börsnoteringen är priset för att åstadkomma denna fördel för bolaget och bolagets fullgörande av förpliktelserna är därmed som utgångspunkt aktiebolagsrättsligt oantastliga. Målbolagets åligganden

³⁹ Se t.ex. Munck, Vissa frågor om informationsgivning m.m. i anslutning till offentligt erbjudande, 27 maj 2001 (promemoria över granskning utförd på uppdrag av styrelsen för Perstorp AB), och Hård, Börsföretagens selektiva informationsgivning, Till Gunnar Nord: Ett symposium, 1996, s. 63 f.

⁴⁰ Se till det sagda den uttryckliga, och med svensk rätt i sak överensstämmande, regeln i 8 § i 2006 års finska aktiebolagslag. Märk också den finska regelns förarbeten (RP 109/2005 rd, s. 41 f.), och motsvarande i rekommendation 2 i de finska takeover-reglerna. Härom se vidare Nyström & Sjöman, Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?, Svernlöv (red.), Aktieägares rättigheter, Stockholm Centre for Commercial Law, 2009, s. 20 f.

enligt takeover-reglerna är typexempel på förpliktelser som följer av börsnoteringen.⁴¹ Styrelsen får och ska därför – även från aktiebolagsrättslig synpunkt – vidta de åtgärder som erfordras till uppfyllande av dessa förpliktelser och får därvid belasta bolaget med de skäligena kostnader som detta föranleder. Ett exempel på ett sådant åliggande som avses här är målbolagsstyrelsens skyldighet enligt punkten II.19 att uttala sig om erbjudandet. Fullgörandet av den skyldigheten kan föranleda kostnader för juridisk och finansiell rådgivning och inhämtande av ett eller flera värderingsutlåtanden. I vissa fall är inhämtande av värderingsutlåtande obligatoriskt.

Den år 2003 introducerade regeln rörande målbolagets deltagande i en due diligence-undersökning avseende målbolaget återfinns numera i punkten II.20 i takeover-reglerna. Framställer budgivaren önskemål om att genomföra en due diligence-undersökning i målbolaget ska styrelsen ta ställning till om bolaget kan och ska medverka till en sådan undersökning och i sådant fall på vilka villkor och i vilken utsträckning detta ska ske. Styrelsen bör enligt regeln sträva efter att begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt för att erbjudandet ska kunna lämnas och genomföras. Kommentaren till regeln anvisar beaktande av vilket utrymme som tillämplig lagstiftning, framför allt aktiebolagslagen, och börsens regler lämnar för sådant deltagande.⁴² Styrelsen bör enligt kommentaren medge att målbolaget medverkar i en due diligence-undersökning endast om styrelsen bedömer det tilltänkta erbjudandet vara av intresse för aktieägarna att få ta ställning till och budgivaren, som en förutsättning för att lämna erbjudandet, skriftligen krävt att få genomföra undersökningen i fråga. Styrelsen måste enligt kommentaren i sitt ställningstagande väga in risken för att bolaget skadas, exempelvis genom att företagshemligheter lämnas ut.

Frågan om målbolagsstyrelsen under vissa omständigheter kan ha en aktiemarknadsrättslig *skyldighet* att medge en eller flera potentiella budgivare att genomföra en due diligence-undersökning har behandlats av Aktiemarknadsnämnden i AMN 2005:47 (Old Mutual–Skan-

⁴¹ Se 13 kap. 8 § VPML.

⁴² Börsens regler i fråga om selektiv informationsgivning har i sig en intressant historik. Reglerna gav fram till mitten av 1990-talet uttryck för ett undantagslöst förbud mot selektiv informationsgivning och ansågs av företrädare för börsen i princip hindra due diligence-undersökningar inför uppköpserbjudanden. Härom se Hård, Börsföretagens selektiva informationsgivning, Till Gunnar Nord: Ett symposium, 1996. Nuvarande ordning, som medger selektiv informationsgivning i ”speciella fall” och därvid nämner uppköpssituationer som ett av exemplen, återges i punkten 3.1.1 i NASDAQ OMX Stockholms emittentregelverk.

dia) och 2006:55 (Scania). I det förstnämnda uttalandet, som inte specifikt tar sikte på due diligence, uttalade nämnden att reglerna inte kan ”tolkas så att målbolagets styrelse eller ledning har skyldighet att vidta några aktiva åtgärder till underlättande av budgivarens ansträngningar”. I det sistnämnda uttalandet upprepade nämnden denna ståndpunkt och fortsatte: ”Inte heller är bolaget skyldigt att medverka i upprättande av prospekt eller tillåta due diligence.” Aktiemarknadsnämnden konkluderade dels att due diligence får nekas utan stämmodokännande (dvs. nekandet träffas inte av försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA), dels att en sådan åtgärd även i övrigt är förenlig med god sed på aktiemarknaden. Att döma av Aktiemarknadsnämndens uttalanden synes således styrelsens aktiemarknadsrättsliga skyldigheter i detta avseende inte sträcka sig längre än till att avhålla sig från att vidta förbjudna försvarsåtgärder. Att neka due diligence är enligt nämndens uttolkning inte en förbjuden försvarsåtgärd. Mot denna bakgrund synes punkten II.20 i takeover-reglerna inte utgöra någonting annat eller mer än en viss konkretisering av hur styrelsen bör gå tillväga för att avgöra om styrelsen *får eller inte får* medge due diligence. Det ska dock noteras att de ifrågavarande nämnduttalandena avser tiden före införandet av den nya punkten II.17 i takeover-reglerna. Huruvida tillkomsten av punkten II.17 har förändrat läget har ännu inte varit föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning. Fortsatt samspel mellan regelnmakaren och nämnden kan förväntas härvidlag. Saken kompliceras emellertid av att frågan inte är rent aktiemarknadsrättslig utan också, som framgått ovan, aktualiserar besvärliga aktiebolagsrättsliga frågor.

Införandet av den nya punkten II.17 innebar slutligen att takeover-reglerna för första gången kom att inkludera skrivningar om så kallade *break fees*, exklusivitets- och andra åtaganden från målbolaget gentemot budgivaren. Vad som nu sägs i kommentaren till punkten II.17 är emellertid, förutom att företeelsen bekräftas, enbart att målbolaget måste se till att villkoren för sådana åtaganden inte bara är förenliga med gällande rätt utan också ligger i aktieägarnas intresse. Den som söker konkret vägledning är alltså alltjämt lämnad i sticket. Aktiemarknadsnämnden, på vilken uppgiften att tillhandahålla sådan vägledning ankommer, har ännu inte kastat ljus över problematiken i något offentliggjort uttalande. Här ska endast konstateras att uttalandena i kommentaren till den nya punkten II.17 åtminstone inte principiellt stänger dörren för åtaganden av detta slag och att sådana åtaganden också förekommit i ett antal uppköpsbjudanden på den svenska marknaden. Åtagandena har dock genomgående varit mycket försiktigt

utformade och de nya uttalandena i kommentaren till punkten II.17 har inte förändrat detta. Den svenska benägenheten att söka inspiration och vägledning i London-reglerna gör tvärtom att osäkerheten för närvarande faktiskt är större än när den nya punkten II.17 infördes för bara ett par år sedan. Skälet är det i London helt nyligen införda nästan undantagslösa förbudet mot olika slags *deal protection*-arrangemang, däribland sådana åtaganden av målbolaget som nu är i fråga.

Skillnad i erbjudet vederlag för A- och B-aktier i målbolaget

I 1971 års takeover-rekommendation föreskrevs att budgivaren skulle behandla alla innehavare av samma slags aktier i målbolaget lika. I kommentaren till bestämmelsen uttalades vidare att även *olika* aktieslag i målbolaget borde behandlas lika om inte sakliga skäl för olikbehandling förelåg.

I 1988 års takeover-rekommendation anfördes i regeltexten att innehavare av aktier med icke identiska villkor kunde ges erbjudande som skilde sig åt i fråga om vederlaget, men att en eventuell premie i förhållande till aktiernas marknadsvärde skulle vara procentuellt sett lika stor om inte särskilda skäl motiverade annat. I kommentaren till 1988 års regel anmärktes att ett *beräknat* marknadsvärde fick tas som utgångspunkt beträffande onoterade aktieslag och vidare att röststarka aktier i vissa fall kunde tarva ett större procentuellt påslag (premie) än för övriga aktier i målbolaget. Samtidigt poängterades att skillnaden i behandlingen av olika aktieägarkategorier aldrig fick vara oskälig och att varje ägarkategori borde ges en rättvis och rimlig behandling. 1996 gjorde NBK ett tillägg till 1988 års rekommendation. I tillägget hänvisades till då föreliggande offentlig diskussion om budvederlagsskillnader i anledning av några konkreta uppköpserbjudanden på den svenska marknaden. I tillägget bekräftades den ordning som föreskrevs i 1988 års rekommendation samt uppställdes därtill vissa upplysningskrav. I 1999 års takeover-rekommendation inkorporerades 1996 års tillägg. Inga andra ändringar i sak gjordes i fråga om budvederlagsskillnader mellan olika aktieslag.⁴³ Bestämmelsen behölls sakligt oförändrad även i 2003 års och 2006 års regler.

⁴³ Med hänvisning bl.a. till den brittiska takeover-koden avskaffades dock den tidigare rekommendationen om samma procentuellt påslag i fråga om andra värdepapper än aktier.

Bestämmelsen och kommentaren till bestämmelsen – med sina hänvisningar till vad som var ”rättvist” och ”rimligt”, till ”kommersiella och marknadsmässiga skäl” och till att budvederlagsskillnader aldrig fick vara ”oskäligen” – förutsatte naturligtvis konkretisering genom Aktiemarknadsnämndens försorg.

Nämnden meddelade också flera uttalanden rörande vad som ansågs kunna accepteras i fråga om skillnad i vederlag till ägare av A- respektive B-aktier.⁴⁴ Saken ställdes så på sin spets en sista gång i det ärende som utmynnade i AMN 2007:24 (Milestone–Invik). Även denna gång handlade det om vad som var en acceptabel prisskillnadsnivå mellan onoterade⁴⁵ A-aktier och noterade B-aktier. En grupp institutionella ägare i målbolaget (Invik) approcherade börsen med utförlig argumentation för standpunkten att Milestones budkonstruktion, enligt vilken det erbjudna vederlaget för de röststarka A-aktierna var 10 procent högre än för B-aktierna, inte var tillåten.

Börsen tog ärendet till Aktiemarknadsnämnden, som hänvisade till sina tidigare uttalanden i ämnet. Där hade nämnden konstaterat att det visserligen var en spridd uppfattning på aktiemarknaden att en eventuell prisskillnad mellan onoterade aktier med högre röstvärde och noterade aktier med lägre röstvärde vid ett offentligt bud borde vara högst 10 procent, men att en viss marginal måste kunna föreligga mellan vad som från marknadsmässig synpunkt kunde vara föremål för diskussion och vad som vore att rubricera som oskäligt. Det mötte då enligt vad nämnden anförde inte några hinder från synpunkten av god sed på aktiemarknaden att erbjuda en prisskillnadsnivå om 12 procent mellan onoterade A-aktier och noterade B-aktier. Huruvida det när Invik-ärendet hamnade på nämndens bord alltså kunde anses vara en på aktiemarknaden spridd uppfattning att en eventuell prisskillnad mellan onoterade aktier med högre röstvärde och noterade aktier med lägre röstvärde vid ett offentligt erbjudande fick vara så hög som omkring 10 procent kunde, påpekade nämnden, möjligen ifrågasättas. Därmed vittnade redan skriften från de institutionella aktieägare som initierade ärendet. Det förhöll sig enligt nämnden också obestriddligen så att det i de bud som förekommit sedan nämnden senast uttalade sig i ämnet (2005) inte hade funnits några skillnader i det erbjudna priset för onoterade A-aktier respektive noterade B-aktier. Det rörde sig emellertid enligt nämnden om en relativt kort tidsperiod och ett begränsat antal erbjudanden (sju relevanta erbjudanden). Sammantaget kunde det anföras enligt nämnden inte leda till annan slutsats än att Milestone följt takeover-reglerna och handlat i enlighet med vad som varit att uppfatta som – och, till dess annat framkom genom ändringar av regelverket, nämndens uttalanden eller en fast praxis på marknaden, alltså fick betraktas som – god sed på aktiemarknaden.

⁴⁴ Enligt 1988 års rekommendation: AMN 1989:07 (Gota–Wermlandsbanken) och 1991:03 (Industrivärden–Bahco). Enligt 1999 års rekommendation: AMN 1999:19 (ICB Shipping) och 2001:03 (E.ON). Enligt 2003 års takeover-regler: AMN 2004:18 (Proventus–Brio), 2004:19 (VLT) och 2005:13 (Intentia).

⁴⁵ A-aktierna var föremål för viss inofficiell, organiserad handel.

Invik-ärendet är ett exempel på ett ärende där ett betydande tryck från inflytelserika professionella ägare på den svenska marknaden förelåg på att Aktiemarknadsnämnden skulle markera en förändring jämfört med tidigare praxis. Av nämndens uttalande framgår dock att nämnden inte var beredd att ta ett sådant steg och att glidningen i faktisk praxis på marknaden inte heller var tillräckligt robust för att bilda underlag för ett ändrat ställningstagande. Nämnden bollade i stället i praktiken frågan vidare till regeltmakaren.⁴⁶

En regeländring blev sedermera verklighet genom 2009 års revision av takeover-reglerna, varigenom dörren i praktiken stängdes för vederlagsskillnader mellan röstvärdesdifferentierade aktieslag, åtminstone i de fall då endast ett av aktieslagen är upptaget till handel på börsen.^{47, 48} Att det emellertid på intet sätt rådde konsensus om det riktiga i regeländringen framgick bl.a. av en för NBK:s verksamhet unik skiljaktig mening.⁴⁹

⁴⁶ Som en kontrast kan här också nämnas samspelet mellan Aktiemarknadsnämnden och regeltmakaren beträffande möjligheten att i stället för tvångsinlösen följa upp ett uppköpserbjudande med en *kontantfusion*, något som under vissa omständigheter kunde genomdrivas av en budgivare med lägre aktie- och röstandel än de mer än 90 procent av aktierna som krävs för tvångsinlösenrätt. När regeringen föreslog en provisorisk lagändring i avvaktan på en slutlig lösning trädde Aktiemarknadsnämnden in med ett ”stopputtalande” (AMN 2007:05), vari konstaterades att det skulle strida mot god sed på aktiemarknaden att före lagändringens ikraftträdande genomföra en fusion på ett sådant sätt som föreslogs bli i lag förbjudet. Härigenom bidrog nämnden till att täppa till en kringgåendemöjlighet snabbare än vad regeltmakaren (i detta fall, lagstiftaren) förmådde. Se vidare prop. 2004/05:85 s. 1433, prop. 2006/07:70 s. 38 ff. och prop. 2007/08:155.

⁴⁷ Punkten II.11 i takeover-reglerna.

⁴⁸ En intressant detalj i Invik-ärendet är att saken hos Aktiemarknadsnämnden inte initierades direkt av de institutionella ägare som drev linjen att vederlagsskillnaden var regelvidrig. I stället approcherade ägargruppen börsen med hänvisning till att takeover-reglerna numera var börsens och att sanktionerna vid överträdelse låg i börsens hand. Börsen hänsköt i sin tur frågan till Aktiemarknadsnämnden, som ju enligt punkten I.2 har uppgiften att tolka reglerna.

⁴⁹ Ledamoten Anders Nyrén förordade att de tidigare reglerna skulle lämnas oförändrade. – Se även, för kritiska synpunkter på senare tid, exempelvis den ovan i not 33 nämnda uppsatsen av Henrekson & Jakobsson.

Avslutning – något om den svenska takeover-regleringen den närmaste framtiden

Vad vi sett under åren är ett fruktbart och i all väsentligt mycket väl fungerande och flexibelt samspel mellan regelnmakaren (huvudsakligen NBK) och Aktiemarknadsnämnden, vilket utvecklat den svenska takeover-regleringen till det välförankrade, välfungerande och adaptiva regelkomplex det är idag. Det finns ingen anledning att anta att detta samspel kommer att upphöra. Takeover-reglerna blir aldrig fulländade eller ”färdiga”. Det finns alltså, och kommer alltså att finnas, problemområden där Aktiemarknadsnämndens tolknings- och dispensfunktion är oundgänglig.

Både när det gäller nämndens verksamhet och själva takeover-regelverket finns även framdeles anledning att fortlöpande beakta och inspireras av den brittiska takeover-panelen och den brittiska takeover-koden. Oaktat den betydelse som inspirationskälla den brittiska regleringen haft för svenskt vidkommande är det emellertid också viktigt att minnas vad som anfördes redan i inledningen till 1971 års regler, nämligen att somligt av vad som är gällande rätt i London är främmande i svensk kontext. Sedan 1971 har visserligen den europeiska takeover-regleringen konvergerat väsentligt – med de brittiska reglerna som förebild för både flera nationella regelinitiativ och stora delar av takeover-direktivet – men alltså finns beaktansvärda skillnader i såväl rättslig miljö som marknadspraxis och tradition. De ändringar i den brittiska takeover-koden som trädde i kraft i september 2011 bör under alla förhållanden analyseras noga. Den för svenskt vidkommande mest intressanta och radikala förändringen i London är det ovan berörda förbudet mot *break fees* och andra *deal protection*-arrangemang. Här finns skäl att följa hur marknadspraxis och marknadsuppfattningar i Sverige och övriga medlemsstater påverkas av ställningstagandena i London och också överväga om modifikationer även i den svenska regleringen bör göras. Detta är en av de frågor som övervägs inom ramen för den översyn av de svenska takeover-reglerna som nyligen inletts och som beräknas vara slutförd sommaren 2012.⁵⁰

Förutom det ovan berörda förslaget om ytterligare en budpliktsgräns, vilket kan utmyнна i en proposition nästa år, kan även nämnas att EU-kommissionen nu har initierat den översyn av takeover-direktivet som föreskrivs i artikel 20 i direktivet. En förstudie ska ha avrap-

⁵⁰ Se pressmeddelanden från Kollegiet för svensk bolagsstyrning den 26 maj 2011 och den 7 juli 2011.

porterats under hösten 2011. Kommissionens förslag till ändringar i direktivet kan, i förekommande fall, förväntas presenteras någon gång nästa år. Vilka ändringar som kan komma i fråga är för tidigt att uttala sig om och det kommer i vart fall att dröja ytterligare ett par år innan ett eventuellt ändringsdirektiv ska vara genomfört i Sverige.

Seminariekommentar:

Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden

Johan Danelius¹

Göran Nyströms och Erik Sjömans genomgång och analys visar på ett förtjänstfullt sätt hur omfattande och betydelsefullt samspellet mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden har varit på takeover-området genom åren. Jag delar deras syn att samspellet har varit i allt väsentligt mycket väl fungerande och att det finns anledning att anta att detta samspel kommer att fortsätta.

Som framgår av framställningen har, när det gäller de materiella reglerna, NBK:s roll som regelnakare varit särskilt betydelsefull och det är i hög utsträckning med den regelnakaren som nämnden har samverkat. De formella förutsättningarna för samspellet förändrades emellertid i väsentliga avseenden i samband med implementeringen av Takeoverdirektivet² och tillkomsten av den svenska lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. I det sammanhanget fick en annan regelnakare, nämligen lagstiftaren, anledning att i olika avseenden förhålla sig till NBK: regler och Aktiemarknadsnämndens verksamhet. Eftersom jag hade förmånen att vara inblandad i den processen, tänkte jag ägna huvuddelen av min tilldelade kommentatorstid till att diskutera några av de frågor som aktualiserades i det sammanhanget och att reflektera något över vilka förutsättningar för samspel som den struktur som då sjsattes ger för framtiden.

Under förhandlingarna om Takeoverdirektivet var frågan om hur Aktiemarknadsnämndens och NBK:s roller skulle kunna bevaras tidigt en central fråga för svensk del. Det fanns inom

¹ Advokat och delägare vid Hamilton Advokatbyrå. Tidigare ämnesråd vid Justitiedepartementet och expert i Takeover-utredningen.

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

berörda departement³ en medvetenhet om värdet av att bevara den struktur för hantering av takeover-frågor som hade byggts upp genom åren och där NBK och Aktiemarknadsnämnden utgjorde de mest centrala aktörerna. För att detta skulle vara möjligt krävdes emellertid att direktivet lämnade större frihet till medlemsstaterna i fråga om hur implementeringen skulle gå till än vad som i allmänhet är fallet. Sverige hade i denna fråga god draghjälp av Storbritannien som strävade efter att på motsvarande sätt bevara den likartade struktur som fanns där. I de förslag och utkast som förhandlades i Bryssel fanns tidigt en bestämmelse av det slag som sedermera kom att tas in i den slutliga direktivtexten (se artikel 1.1) och som lämnade utrymme för att låta implementeringen delvis tas om hand genom självreglering ("uppförandekoder och andra arrangemang, inklusive arrangemang som fastställs av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna...").

Frågan om hur detta i praktiken skulle lösas för svensk del visade sig emellertid vara mer komplicerad än vad som antogs under förhandlingarna. Det finns inte här utrymme för att i detalj gå in på de olika konstitutionella och EG-rättsliga frågeställningar som aktualiserades.⁴ Ett grundläggande problem bestod i att vår grundlag inte medgav delegation av normgivningsmakt på civilrättens område. Samtidigt som direktivet förutsatte att de självreglerande organ som utfärdade regler för implementering var "officiellt bemyndigade" därtill medgav alltså vår konstitution inte något bemyndigande på detta område.

Resultatet blev den ganska komplicerade konstruktion som Göran Nyström och Erik Sjöman har beskrivit och som i korthet innebär att NBK:s regler inte gjordes tillämpliga genom normgivningsdelegation utan genom att marknadsplatserna i en bestämmelse av offentligrättslig karaktär ålades att ha direktivkonforma bestämmelser (underförstått: NBK:s regler) samt att bud avseende aktier i svenska bolag endast fick läggas av den som gentemot marknadsplatserna åtagit sig att följa dessa regler. Därtill gavs Finansinspektionen rätt att överlåta vissa förvaltningsuppgifter i anslutning till tillämpningen av reglerna till "ett organ med

³ Huvudansvaret för förhandlingarna låg hos Justitiedepartementet men även bl.a. Finansdepartementet och Näringsdepartementet var periodvis nära involverade i arbetet.

⁴ Några av dessa frågor behandlas i korthet i prop. 2005/06:140 s. 42 ff.

representativa företrädare för näringslivet” (underförstått: Aktiemarknadsnämnden).

Denna konstruktion torde vara tämligen unik och måste ur ett lagstiftarperspektiv betraktas som innovativ och kanske till och med något djärv. Effekten av reglerna är ju väldigt snarlik den som åstadkoms genom normgivningsdelegation, vilket alltså inte var tillåtet. Att det är förenligt med fördrag och EG-domstolens rättspraxis att implementera EG-direktiv genom självreglering är heller inte givet; oavsett vad som må ha skrivits om detta i ett enskilt direktiv. Den svenska lagstiftaren har för övrigt efter Takeoverdirektivets implementering vid flera tillfällen avvisat tanken att implementera EG-direktiv på aktiebolagsrättens område genom bestämmelser som utfärdats inom ramen för näringslivets självreglering.⁵ Den regelstruktur som vi har i dag och som på takeover-området är själva grunden för ett fortsatt samspel mellan Aktiemarknadsnämnden och självreglerande regelmakare är alltså en ur ett författningsperspektiv särpräglad och inte helt okontroversiell.⁶

Under arbetet med implementeringen uppmärksammades också ett antal andra frågor som kom att skapa tvivel kring om det var möjligt att upprätthålla den ursprungliga ambitionen att bibehålla det tidigare systemet inom en ny författningsmässig ram.

En grundläggande svårighet bestod i att direktivet inte uttryckligen lämnade några öppningar för att ett organ av Aktiemarknadsnämndens slag gavs sådana uppgifter som den dittills hade haft, nämligen att lämna förhandsbesked och medge dispenser. Visserligen tillät direktivet att det lämnades dispenser från reglerna men den som enligt direktivet skulle göra det var tillsynsmyndigheten, vilken i det svenska systemet förutsattes bli Finansinspektionen.⁷ Institutet med förhandsbesked förekom-

⁵ Se prop. 2008/09:71 s. 59 (angående bolagsstyrningsrapport) och prop. 2008/09:135 s. 113 f. (angående revisionsutskott).

⁶ I sammanhanget bör dock noteras att den konstitutionella sakkunskapen i Takeover-utredningen var väl tillgodosedd genom att den leddes av regeringsrådet Göran Schäder. Vidare kan det konstateras att Lagrådet, som har till uppgift att bl.a. granska lagförslags grundlagsenlighet, inte hade avgörande invändningar i dessa delar (se dock beträffande en särskild aspekt av förenligheten med regeringsformens normgivningsregler, prop. 2005/06:140 s. 216).

⁷ Se artikel 4.5 och skäl 7 i ingressen. Jfr prop. 2005/06:146 s. 81 ff.

mer över huvudtaget inte i direktivet. I lagstiftningsärendet gjordes emellertid bedömningen att direktivet i dessa avseenden inte skulle tolkas alltför strikt och inte anses utesluta att Aktiemarknadsnämnden meddelade förhandsbesked i frågor som omfattades av direktivet eller att tillsynsmyndigheten delegerade dispensbefogenheten vidare till nämnden.⁸ Då det här rörde sig om delegation av förvaltningsuppgift och inte av normgivningskompetens utgjorde heller inte den svenska grundlagen något hinder mot denna lösning. Eftersom dispensbefogenheterna enligt direktivet skulle ligga hos tillsynsmyndigheten var det emellertid naturligt att inspektionen skulle vara det organ som i första hand överprövade nämndens beslut. En konsekvens av denna lösning blev alltså att Finansinspektionen kom att utgöra såväl tillsynsmyndighet som överklagandeinstans.⁹

Just själva överklagandemöjligheten var en annan aspekt som upplevdes som problematisk i implementeringsarbetet. Att det skulle vara möjligt att överklaga Aktiemarknadsnämndens beslut inom ramen för det delegerade området var nödvändigt av konstitutionella skäl och med hänsyn till Europakonventionen.¹⁰ Samtidigt fanns farhågor om att systemets effektivitet skulle urholkas av denna möjlighet. Att det på ett område där behovet av snabba och slutliga besked är högst påtagligt finns möjlighet att överklaga beslut i inte mindre än fyra instanser¹¹ är förstås inte optimalt. I ett hårdnande marknadsklimat där, under anglosaxiskt inflytande, processverktyget sägs användas allt oftare¹², kunde man befara att detta skulle bli ett problem i praktiken. Så synes emellertid inte ha blivit fallet. Som Göran Nyström och Erik Sjöman noterar har överklagandemöjligheten utnyttjats i mycket liten utsträckning och har än så länge inte lett till några ändrade beslut. För systemets funktionalitet och effektivitet finns det anledning att hoppas att det fortsätter på det sättet.

⁸ Se prop. 2005/06:140 s. 82.

⁹ Se härom Finansinspektionens utvärderingspromemoria Fi Dnr 1845-610.

¹⁰ Se även skäl 8 i ingressen.

¹¹ Finansinspektionen, förvaltningsrätten, kammarrätten och Högsta förvaltningsdomstolen.

¹² Det kan emellertid konstateras att just på detta område är processbenägenheten även i Storbritannien låg. "Tactical litigation" förekommer i princip inte alls på den brittiska takeover-marknaden. Se härom Barbara Muston, *Coping with change: a view from the UK Takeover Panel*, Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, s. 78.

Ett annat område som i samband med implementeringsarbetet på Justitiedepartementet upplevdes som problematiskt gällde offentligheten av nämndens beslut. Som en följd av att nämnden gavs en offentlighetsrättslig ställning blev nämnden också skyldig att följa offentlighetsrättsliga regler och principer om bl.a. underrättelse om beslut.¹³ Det kunde dock konstateras att det ofta skulle vara olämpligt att, på sätt som normalt förutsetts ske i offentlig verksamhet, låta beslut på takeover-området omedelbart offentliggöras och tillhandahållas parterna. Av det skälet infördes en särskild bestämmelse som gav nämnden rätt att, om det finns särskilda skäl, skjuta på kungörande av beslut.¹⁴ Också detta var en ganska speciell lösning som man kunde befara skulle innebära problem och föranleda kritik. Även här kan man emellertid i efterhand konstatera att de farhågor man kunde hysa kring hur detta skulle fungera inte synes ha infriats. Visserligen förekommer det inte sällan att nämnden skjuter en ansevärd tid på tidpunkten för kungörande men nämnden arbetar aktivt och, såvitt kan bedömas, framgångsrikt med dessa frågor. Det har inte framkommit att det skulle finnas något utbredd missnöje med sakernas tillstånd på denna punkt.¹⁵ För att säkerställa att det förblir på det sättet är det viktigt att nämnden fortsätter sitt arbete med frågorna och att parter och rådgivare medverkar för att avgöranden offentliggörs så snart som det är möjligt.

Trots de svårigheter som alltså identifierades i implementeringsarbetet fanns det ett starkt stöd för att gå vidare med en modell av det slag som den som så småningom sattes. De ansträngningar som lagstiftaren sålunda ansåg vara motiverade att göra för att så långt möjligt bevara det tidigare systemet för hantering av takeover-frågor får ses som en stark bekräftelse på systemets och de inom systemet verksamma organens uppbyggda legitimitet och goda anseende.

¹³ Se främst 21 § förvaltningslagen (1986:223). Däremot är nämnden inte skyldig att diarieföra handlingar eller att låta allmänheten ta del av handlingar som inkommit till nämnden.

¹⁴ Se 7 kap. 9 § lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.

¹⁵ Saken har uppmärksammats av Finansinspektionen i sina utvärderingar av samarbetet med Aktiemarknadsnämnden (se t.ex. Fi Dnr 08-8404 och Fi Dnr 1845-610).

Samspelet mellan lagstiftaren som regelmakare och Aktiemarknadsnämnden har genom åren aktualiserats i även andra sammanhang.

Aktiemarknadsnämnden har visserligen, med undantag från något uttalande från nämndens barndom¹⁶, avhållit sig från att uttala sig i frågor som ligger inom lagstiftarens domän. Sålunda har nämnden aktat sig för att uttala sig om huruvida ett visst agerande står i strid med exempelvis aktiebolagslagen. Däremot har nämnden vid några tillfällen uttalat sig om ageranden som inte står i direkt strid med lagen men som framstår som rena kringgående av lagen. Nämnden har t.ex. när det gäller agerande i utkanten av Leo-lagen vid flera tillfällen gett uttryck för uppfattningen att god sed på aktiemarknaden kräver att beslutsform och information följer Leo-bestämmelserna, även då dessa inte är direkt tillämpliga.¹⁷ Dessa uttalanden kan i någon bemärkelse sägas ha fyllt ut lagstiftningen och, under alla förhållanden, inneburit att lagstiftaren med gott samvete kunnat avstå från att utfärda ytterligare regler på området.

Göran Nyström och Erik Sjöman nämner i sin artikel ett annat tillfälle då lagstiftaren och Aktiemarknadsnämnden samspelade på ett mycket tydligt och dynamiskt sätt. Det gällde det missbruk av fusionsinstitutet som under en period förekom för att kringgå aktiebolagslagens bestämmelser om tvångsinlösen av minoritetsaktier.¹⁸ Saken uppmärksammades av Aktiemarknadsnämnden vid flera tillfällen¹⁹ innan den så småningom hamnade på regeringens bord. Innan regeringen hittade en lösning på detta problem fann man anledning att införa en provisorisk lösning och att i den proposition där denna lösning föreslogs principiellt uttala sig mot den användning av fusionsinstitutet som hade

¹⁶ Se AMN 1987:3. Jfr Svante Johansson, Aktiemarknadsnämndens uttalanden i emissionsfrågor – utanför ”Leo-området”, ur Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, s. 144.

¹⁷ Se bl.a. AMN 2002:1 och AMN 2010:36

¹⁸ Förfarandet innebar att ett bolag som kontrollerade ett dotterbolag genomdrev beslut i dotterbolaget om att fusionera med moderbolaget med kontant ersättning som fusionsvederlag. På så sätt kom minoriteten i praktiken att få sina aktier tvångsinlösta utan att få en sådan prövning av lösenbeloppets storlek som den som sker inom ramen för ett tvångsinlösenförfarande enligt 22 kap. aktiebolagslagen. För att genomdriva en fusion av detta slag var det dessutom tillräcklig med två tredjedelars majoritet medan en tillämpning av tvångsinlöseninstitutet kräver minst nio tiondelar av aktierna.

¹⁹ AMN 2004:23, 2005:2, 2006:30 och 2006:40.

förekommit.²⁰ Detta tog Aktiemarknadsnämnden fasta på och uttalade att det i avvaktan på att den provisoriska lösning som föreslagits hade trätt i kraft inte var förenligt med god sed på aktiemarknadsnämnden att använda sig av fusionsreglerna på det sätt som skulle vara otillåtet enligt de regler som väntas träda i kraft inom kort.²¹ På så sätt kom alltså lagstiftaren och Aktiemarknadsnämnden att genom gemensamma insatser sätta stopp för det upplevda missbruket av aktiebolagslagens fusionsbestämmelser i avvaktan på att en slutlig lösning på problemet kunde komma på plats.²²

En annan fråga där lagstiftaren och Aktiemarknadsnämnden har haft anledning att samspeja genom åren gäller budplikt. Förutom den historik som Göran Nyström och Erik Sjöman redogör för beträffande frågan om budpliktens vara eller inte vara under 1990-talet har under senare år frågan om justeringar av budpliktsgränserna periodvis varit uppmärksammas. Frågan ligger för närvarande på lagstiftarens bord men i ett tidigare skede har företrädare för lagstiftningsmakten duckat för frågan med hänvisning bl.a. till Aktiemarknadsnämndens verksamhet. Sålunda uttalade justitieminister Ask år 2008 med anledning av ett par riksdagsfrågor följande i fråga om sin syn på Aktiemarknadsnämndens arbete med dispenser från budplikt:

Denna uppgift har anförtrots Finansinspektionen, som i sin tur har bemyndigat Aktiemarknadsnämnden att som första instans handlägga dispensärendena. Jag utgår från att denna verksamhet organiseras på ett sätt som säkerställer en rättssäker handläggning av dispensärendena där inte minst minoritetsaktieägarnas intressen tas till vara på ett rimligt sätt.²³

Detta uttalande fångar ganska väl lagstiftarens perspektiv på relationen med Aktiemarknadsnämnden. Lagstiftaren håller gärna fingrarna borta från Aktiemarknadsnämndens och självregleringens område så länge som man anser sig kunna utgå från att nämnden och självregleringen fungerar väl. Det finns

²⁰ Se prop. 2006/07:70 s. 38 ff.

²¹ Se AMN 2007:05.

²² Se prop. 2007/08:155.

²³ Justitieministerns svar på fråga 2007/08:930 respektive fråga 2007/08:949. Se även prop. 2004/05:85 s. 82 där det beträffande Aktiemarknadsnämndens roll uttalas: "Mot denna bakgrund gör vi bedömningen att den ordning som vi föreslår har förutsättningar att fungera väl. Om så skulle visa sig inte bli fallet, kan det givetvis finnas anledning att i ett senare sammanhang återkomma till frågan."

inte anledning att tro att detta förhållningssätt är på väg att förändras och att nämndens existens skulle vara hotad eller ifrågasatt från lagstiftarens sida. Samtidigt bör man hålla i åtanke att dagens struktur inte har sin grund i att lagstiftaren har ansett att denna modell som sådan är den optimala utan att den kommit till stånd av historiska skäl och som en konsekvens av det stora förtroende som lagstiftaren har hyst för de organ som har fungerat som regeltolkare och regeltolkare på området.

Så tillvida vilar systemet i hög grad på den legitimitet som systemet åtnjuter hos marknadens aktörer och allmänheten. Frågan om vilket utrymme som det framöver kommer att finnas för ett sådant samspel mellan regeltolkaren och nämnden som hittills har varit så fruktbart och framgångsrikt blir därmed också i hög grad en fråga om vilken legitimitet och vilket förtroende de organ som är verksamma på området, främst Aktiemarknadsnämnden, kommer att åtnjuta i framtiden.²⁴ Det är därför av största vikt att den kvalitet, effektivitet och integritet som hittills har präglat nämndens arbete kan upprätthållas över tiden. Det är också viktigt att nämnden tar sin förhållandevis nya roll som ett delvis offentligt organ på allvar och hanterar frågor om öppenhet m.m. på sätt som låter sig försvaras och förklaras i förhållande till allmänhet, media och politiker. En annan utmaning som nämnden står inför är att säkerställa att den enastående kompetens och erfarenhet som i dag finns inom nämndens organisation så långt möjligt kan bevaras och föras vidare till kommande generationer av nämndledamöter och föredragande. Även om det är oundvikligt att nämndens anseende och legitimitet i viss utsträckning hänger samman med vilket förtroende som de individer som verkar inom nämnden åtnjuter är det på sikt förstås önskvärt att nämnden som institution kan stå på så pass stadiga ben att bemanningen vid en viss given tidpunkt inte tillmätts avgörande betydelse. Det är onekligen den typen av organisatorisk legitimitet som smäller högst, om det i framtiden skulle uppkomma ett behov för lagstiftaren att försvara systemet inför kritiska journalister eller klåfingriga tjänstemän från Bryssel.

²⁴ Att förtroendet för Aktiemarknadsnämnden är högt framgår bl.a. av en enkätundersökning som Finansinspektionen för en tid sedan lät göra som ett led i den löpande utvärderingen av inspektionens samarbete med nämnden (se Fi Dnr 08-8404).