



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Maria Nilsson

Delegering av tillsynsuppgifter till
Aktiemarknadsnämnden

Examensarbete
30 Högskolepoäng

Handledare
Katarina Olsson

Ämnesområde
Börsrätt

Termin
VT 2008

Innehåll

SUMMARY	4
SAMMANFATTNING	5
FÖRORD	7
FÖRKORTNINGAR	8
1 INLEDNING	9
1.1 Bakgrund	9
1.2 Syfte och frågeställning	9
1.3 Definition av tillsyn	10
1.4 Metod och material	11
1.5 Disposition	12
2 REGLER OM OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN	14
2.1 Bakgrund	14
2.2 Direktiv 2004/25/EG om offentliga uppköpserbudanden	15
2.2.1 Syfte och översikt av bestämmelserna	15
2.2.2 Tillsyn enligt direktivet	16
2.3 Offentliga uppköpserbudanden i svensk rätt	17
2.3.1 Budplikt	17
2.3.1.1 Innebörd	17
2.3.1.2 Närståendebegreppet enligt LUA	18
2.3.2 Undantag och dispens från budplikt	19
2.3.3 Försvarsåtgärder	21
2.3.4 Genombrott	22
2.3.5 Tillsyn enligt LUA	22
2.4 Internationell utblick	23
2.4.1 Danmark	23
2.4.2 Finland	24
2.4.3 Storbritannien	24
3 AMN	26
3.1 AMN:s roll i det aktiemarknadsrättsliga systemet	26
3.2 Delegering från FI	27

4	AMN:S HANDLÄGGNING OCH PRÖVNING AV ÄRENDEN	29
4.1	Handläggning av ärenden	29
4.1.1	Sekretess	30
4.1.2	Överklagandemöjligheter	31
4.2	Prövning av ärenden	31
4.2.1	Meddelade beslut och uttalanden om budplikt	32
4.2.1.1	Beslut om dispens från budplikt	32
4.2.1.2	Uttalanden om huruvida budplikt föreligger	34
4.2.2	Uttalande om tolkning av försvarsåtgärder	37
4.2.3	Beslut om dispens från tidsfristen	38
4.2.4	Slutsatser av nämndens prövning	39
5	FI:S UTVÄRDERING AV AMN:S ARBETE	41
5.1	AMN:s bundenhet vid framställan	41
5.2	Konfidentiella uttalanden	42
5.3	Överklagande	43
5.4	Regeltillämpning och tolkning	43
6	ANALYS	44
6.1	LUA:s funktion som skyddslagstiftning	44
6.2	Tillgodoses minoritetsskydden vid AMN:s handläggning och prövning av ärenden?	45
6.2.1	Analys av AMN:s handläggning av ärenden	45
6.2.1.1	AMN:s bundenhet vid sökandens framställan	45
6.2.1.2	Sekretess och överklagande	46
6.2.2	Analys av AMN:s prövning av ärenden	47
6.2.2.1	Beslut om dispens från budplikt	47
6.2.2.2	Tolkning av budpliktsbestämmelserna	48
6.2.2.3	Tolkning av försvarsåtgärder	49
6.2.2.4	Dispens från tidsfristen	50
6.2.3	Slutsats	50
6.3	Åtgärdsförslag	51
6.3.1	Finansinspektionen som ensamt tillsynsorgan	51
6.3.2	AMN blir en myndighet	52
6.3.3	Åtgärder som förbättrar handläggning och prövning om AMN behålls i sin nuvarande form	53
6.3.4	Slutsats	54
7	AVSLUTNING	55
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	57
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	60

Summary

Following the Directive on takeover bids, which was implemented in Swedish law in 2006, the Financial Supervisory Authority delegated certain duties to the Swedish Securities Council (*sv: Aktiemarknadsnämnden*). These duties, referred to in chapter 7 section 10 of the Swedish Takeover Act, require the Council to rule on questions regarding takeover bids, defense measures and extensions of time limit to prepare and apply for approval of offering documents. This delegation empowers the Council with partial statutory footing.

The Takeover Act contains provisions which protect minority shareholders in companies targeted by takeover bids. The Act seeks balance, however, and also contains certain exemptions from these provisions in order to guarantee an efficient stock market. The Securities Council is now responsible for ensuring that its ruling on these issues shows proper consideration to the interest of minority shareholders.

This essay reviews the work of the Securities Council since the delegation and analyzes how the Takeover Act was designed to protect minority shareholders and whether, in practice, the Council provides this protection.

This essay describes the different provisions of the Takeover Act and their purpose as manifested in the government bill and the Directive. The Council's function in relation to the Swedish Stock Market is also described. The essay then reviews the rulings made by the Council since the delegation and discusses the annual evaluation of the Council's work by the Financial Supervisory Authority.

It is concluded that the Takeover Act has two different aims: to protect the minority shareholders and to secure the efficiency of the stock market. The role of the Council is to balance between these two aims when reaching a decision. Since the Council is bound to the applicant's petition and shows deficiency in its explanatory statements, the interest of minority shareholders have been impacted negatively.

The essay suggests that two changes could improve the work of the Council. Providing the Council with full statutory footing would guarantee that a satisfactory investigation is made by the Council before reaching a decision, this meaning that minority shareholder interest will be shown proper consideration. Alternatively, the constitution of the Council should be changed so representatives of minority shareholders are members of the Council and the Council should have a more independent role when reviewing the applicant's petition.

Sammanfattning

I samband med att direktivet om offentliga uppköpserbudanden införlivades i svensk rätt 2006 tilldelegerades Aktiemarknadsnämnden vissa förvaltningsuppgifter från Finansinspektionen. Nämnden ansvarar nu för att meddela tolkningsbesked och dispenser enligt lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden och har genom delegeringen fått partiell offentlighetsrättslig ställning.

Lagen om offentliga uppköpserbudanden är till stor del uppbyggd av bestämmelser som skyddar minoritetsaktieägare i bolag som är föremål för uppköp. Lagen balanseras även genom möjlighet till dispens från lagens krav, vilka syftar till att uppmuntra sunda omstruktureringar i näringslivet. Aktiemarknadsnämnden valdes som tillsynsorgan över bestämmelser om budplikt, försvarsåtgärder samt upprättande av erbjudandehandling i lagen och har således ansvar för att minoritetsaktieägarna visas hänsyn i dessa frågor.

Uppsatsens syfte är att granska Aktiemarknadsnämndens arbete enligt delegeringen. Frågeställningarna som följer av detta syfte är om Aktiemarknadsnämnden tillgodoser minoritetsskyddet i sin handläggning och prövning av ärenden. Om slutsatsen nås att brister uppvisas i nämndens arbete i detta avseende, ställs också frågan hur detta kan åtgärdas.

Uppsatsen redogör för lagens bestämmelser och syftet bakom dem såsom framgår av både förarbeten och det bakomliggande direktivet. Dessutom beskrivs Aktiemarknadsnämndens roll i det aktiemarknadsrättsliga systemet och hur nämnden arbetar rent administrativt. Uppsatsen granskar vidare de beslut som Aktiemarknadsnämnden har meddelat sedan delegeringen startade samt den kritik mot handläggningen och prövningen som Finansinspektionen riktade mot nämnden i samband med en utvärdering som gjordes i höstas.

I analysen besvaras frågeställningarna. Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden kan sägas ha två funktioner. Huvudbestämmelserna syftar till att skydda minoritetsaktieägarnas intresse men undantagsregler finns som bygger på att aktiemarknaden i sig skall fungera effektivt. Härmed kan sägas att Aktiemarknadsnämnden har en vågmästarroll, det är nämndens arbete att väga dessa intressen mot varandra i de beslut som tas.

Mot bakgrund av denna roll konstateras att nämnden brister i både handläggning och prövning av ärenden. Vad gäller handläggning medför nämndens bundenhet vid sökandens framställan att minoritetsaktieägarnas intresse inte framförs till nämnden vilket innebär att detta inte heller vägs in på ett lämpligt sätt i beslutet. Vidare missköts möjligheten att senarelägga ett offentliggörande av beslut. Aktiemarknadsnämnden skall här tillse att

behovet av konfidentialitet väger tyngre än minoritetsaktieägarnas (och andras) intresse av att överklaga beslutet, något som nämnden inte uppfyller.

Granskningen av nämndens beslut visar brister i prövningen som får negativa konsekvenser för minoritetsaktieägarna. Problemet är framförallt att nämnden motiverar sina beslut på ett högst knapphänt sätt. Det framgår inte av besluten hur detta kan tänkas påverka minoritetsaktieägarna och den intresseavvägning som nämnden har att göra enligt lagen redovisas inte.

Mot bakgrund av de brister som fastställts i uppsatsen föreslås att Aktiemarknadsnämnden ges offentligrättslig ställning, innebärande ett fullgott beslutsunderlag vid nämndens prövning, en enhetlig prövning i förhållande till överklagandeinstansen samt ett bevarande av nämndens upparbetade kompetens inom området. Som alternativ lösning föreslås att Aktiemarknadsnämnden behålls som partiellt offentligrättsligt organ, dock efter förbättringar av nämndens sammansättning samt skärpta krav på nämnden vad gäller granskning av sökandens framställan och motivering av beslutet som följer härpå.

Förord

På introduktionen för termin 9 sades att denna rubrik i examensarbetet var till för ett nostalgiskt storsvulstigt förord om de passerade åren på Juridicum, allt man lärt sig, avstampet inför det framtida arbetslivet och ett stort tack till mamma och pappa.

Och visst är det lätt att bli nostalgisk när man ser tillbaka på den första gång man klev in i Juridicums café, första gången man öppnade den stora blå boken och satte in de första flärparna. Lika nostalgisk blir man när man tänker tillbaka på alla de timmar uppe i läsesalen, hur man skrev med minimal handstil i lagboken inför tentan i straff- och processrätt och varje gång man med viss hjärklappning närmade sig anslagstavlan vid receptionen för att få svar på hur det hade gått på den där tentan.

Men nu har dessa fyra och ett halvt år vindlat förbi i en rasande fart, ändlösa koppar med kaffe har konsumerats och ett tiotal paket med flärpar har nyttjats. Inget blev som man tänkte sig det från början.

Det ropas inte ”objection your honour” i svensk rättssal. Det går inte att hitta så värst många ”kryphål” i den svenska lagen. Och skatterätt visade sig vara ett roligt och intressant rättsområde.

Det är dags för examen och naturligtvis vill jag tacka just mamma och pappa. Utan dem – ingen dotter med juristexamen! Ett tack skall också riktas min handledare Katarina Olsson för all hjälp och stort engagemang under uppsatsarbetets gång. Erik Sjöman, advokat på Vinge, tackas för intressanta föreläsningar i aktiemarknadsrätt och inspiration till uppsatsens ämne. Till Advokatfirman Lindahl i Malmö riktas ett tack då ett rum och fri tillgång till byråns bibliotek upplåtits till mig här under uppsatsskrivandet. Matilda Norlander och Emma Alfredsson tackas för noggrann och värdefull korrekturläsning samt för det stöd och den uppmuntran dessa båda härliga vänner har visat mig under min tid i Lund. Slutligen vill jag tacka min sambo Gustav Karnell för att han har varit så tålmodig i de stunder då jag har varit som minst älskvärd: vid utbildningens alla tentor.

Malmö 21 april, 2008

Maria Nilsson

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Dnr	Diarienummer
EU	Europeiska Unionen
FI	Finansinspektionen
FL	Förvaltningslag (1986:223)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden på aktiemarknaden
Målbolag	Företag som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande
NBK	Näringslivets Börskommitté
NGM	Nordic Growth Market
Prop.	Proposition
SOU	Statens offentliga utredningar

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Köp, sälj, köp, sälj! Inte sällan har vi bilden framför oss av stressade börsmäklare med en telefonlur för varje öra som skriker dessa ord i den kontext vi kallar börshandel. Filmen ”Wall street” med dess Faust-liknande tema tjänar som avskräckande exempel på den hårda och orättvisa värld som många tror att börshandeln utgör. I verkligheten, i Sverige, utgör börshandeln en detaljreglerad marknad som i viss mån lär sig sina läxor. I kölvattnet av varje börsrätlig skandal kommer kravet på rättsliga åtgärder. AMN bildades efter den mycket kritiserade ”Leo-affären” som också resulterade i lagstiftning om riktade emissioner. Den brittiska regleringen av uppköpserbjudanden skapades efter mycket kontroversiella företagsuppköp på 50- och 60-talen. Budplikt infördes i svensk självreglering efter Solitaire- och Trustor-affärerna. Men med lagstiftning följer också ett krav på tillsyn över marknadsplatserna. Våra börser utgör sårbara ekonomiska centrum där tillförlitlighet och respekt för marknadsplatsernas egna regler och lagstiftarens åtgärder är nödvändiga.

Den 1 juli 2006 trädde lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) i kraft. Lagen var en direkt följd av EG-direktivet 2004/25/EG¹, vilket ålade medlemsstaterna att på statlig väg reglera frågor om offentliga uppköpserbjudanden. LUA är till stor del en skyddslagstiftning med bestämmelser som garanterar aktieägarna i målbolaget en rättvis och rimlig behandling i samband med ett eventuellt uppköp, vilka vägs upp av undantagsbestämmelser för att garantera aktiemarknadens effektivitet. Den övergripande tillsynen över lagen tilldelades FI som delegerade vissa av uppgifterna till AMN. Delegeringen medförde att AMN erhöll viss offentligrättslig ställning och nämnden ansvarar nu för tolkningsbesked och prövning av dispenser från LUA:s bestämmelser.

Köp, sälj, köp, sälj. Men samhället tillåter inte att vi köper och säljer utan att ta hänsyn till människorna som företagsuppköpen får effekt för. Handeln på våra marknadsplatser är därför både reglerad och övervakad och det är essentiellt att detta fungerar väl. Förtroendet för marknaden utgör dess murbruk och brister i lag eller tillsyn krackelerar systemet.

1.2 Syfte och frågeställning

Denna uppsats behandlar tillsynen över LUA och det övergripande syftet är att granska AMN:s funktion som tillsynsorgan, framförallt ur ett

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

minoritetsskyddsperspektiv. Aktiemarknadens effektivitet bygger på att de som väljer att investera i den, det vill säga aktieägarna, också förlitar sig på att systemet fungerar. Jag avser mot bakgrund av detta syfte att undersöka bestämmelserna i LUA och dessas funktion som minoritetsskydd och hur detta skall upprätthållas av tillsynsorganet. Vidare vill jag utreda AMN:s roll i aktiemarknadsrätten, vilket ansvar de har enligt delegeringen från FI, och hur nämnden administrativt fungerar. Det är också av intresse att ingående granska de beslut som nämnden har fattat sedan lagen trädde ikraft och redogöra för den kritik som hittills riktats mot nämnden. Av syftet följer två frågeställningar:

- **Fungerar AMN:s prövning och handläggning av ärenden enligt delegeringen?** Jag ställer mig frågan om AMN tillgodoser minoritetsaktieägarnas intressen och om AMN arbetar utefter syftet bakom bestämmelserna i LUA som skyddar minoritetsaktieägarna eller om det finns brister i AMN:s prövning och handläggning av ärenden.
- **Om brister utkristalliserar; hur kan detta åtgärdas?** Härmed avses om andra tillsynsorgan skall övervägas istället för AMN, om nämnden bör organiseras på annat sätt eller om handläggning och prövning kan förbättras genom andra åtgärder.

För att kunna besvara dessa två frågeställningar måste dock en redogörelse för LUA:s funktion och syfte ligga till grund.

1.3 Definition av tillsyn

Till läsarens hjälp skall förtydligas vad jag menar med begreppet ”tillsyn” och ”tillsynsuppgifter”, som delegerats AMN, i uppsatsen. Den tillsyn som LUA ålägger FI kan sägas utgöras av följande tre uppgifter:

- Meddela hur lagen skall tolkas så att den kan efterlevas av aktörerna, innefattat möjlighet att ge dispens från lagens krav i de fall då det är ekonomiskt och/eller bolagsmässigt lämpligt.
- Tillse att lagen efterlevs. Finansinspektionen kan företa utredning om man misstänker överträdelse av lagen.²
- Sanktionera överträdelser av lagen genom att (permanent eller tillfälligt) förbjuda ett offentligt erbjudande, förbjuda reklam om offentligt erbjudande, besluta om särskild avgift, föreläggande (vid vite) eller förbud att företräda aktier i målbolaget till dess att rättelse sker.³

² LUA hänvisar till LHF som i 6 kap 1 a § ger FI rätt att begära att företag eller annan inkommer med nödvändiga handlingar. Den som förväntas inkomma med handlingar måste också, efter beslut från FI, inställa sig till förhör på tid och plats som inspektionen bestämmer.

³ Se 7 kap 1 §, 2 §, 6 §, 7 § LUA och 6 kap 1 c § och 1 d § LHF.

AMN har enligt delegeringen fått ansvar för den första punkten, vilket utförligare kommer att beskrivas i uppsatsen. I de fall jag använder begreppet ”tillsynsuppgifter” om de uppgifter som delegerats AMN från FI menas följaktligen uppgifter motsvarande första punkten.

1.4 Metod och material

Val av metod utgör ett viktigt moment i ett vetenskapligt arbete, men är samtidigt en fråga fylld av motsättningar mellan konventionella synsätt och juridikens ständiga utveckling. En term som ”rättsdogmatik” visar sig vid ett närmare studium vara ett begrepp utan klar definition.⁴ Annan metodologi har också utvecklats i litteraturen. Sandgren talar om tre olika metoder: rättskälleläran, juridisk metod samt rättsvetenskaplig metod.⁵

Istället för att sätta en akademisk etikett på mitt val av metod väljer jag att fokusera på mitt material och hur detta används. Jag kommer att ta hjälp av lagtext, förarbeten, praxis och doktrin på ämnet.

Lagtexten ska analyseras utefter dess syfte eftersom det är mot bakgrund av syftet som tillsynen skall utövas. Praxis i denna uppsats utgörs av AMN:s uttalanden men dessa kommer inte användas för att tolka gällande rätt utan snarare fungera som exempel på AMN:s handläggning och prövning av ärenden: grunder för beslut samt motivering av detta kommer följaktligen vara föremål för analys.

Utöver de traditionella rättskällorna har jag även sökt material som är relevant för ämnet på AMN:s hemsida, Aktiespararnas hemsida, i utländska tidskrifter samt i affärspressen⁶. AMN:s hemsida innehåller nämndens stadgar, verksamhetsberättelser och information om nämnden som är värdefullt för denna uppsats. Övriga källor utnyttjas främst för att rama in ämnet och sätta det i perspektiv.

När materialet är valt återstår en reflektion kring de tillgängliga källorna. Trots att aktiemarknadsrätt har behandlats tämligen utförligt i litteraturen och i periodisk skrift saknas i mångt och mycket material om offentliga uppköpserbjudanden och tillsyn över dessa. AMN, som självreglerande organ, har heller inte varit utsatt för närmare undersökning med undantag från utredningen kring och propositionen om offentliga uppköps-erbjudanden.⁷ Att LUA bara är lite mer än ett år gammal kan visserligen förklara materialbristen, och lika gammal som lagen är, är också delegeringen från FI till AMN varför det kan anses förståeligt om ingen större analys gjorts av nämndens arbete under lagen. FI utvärderade dock

⁴ Se bland annat Sandgren (2006) s. 53 och Westberg (*Festskrift till Per-Olof Bolding*) s. 421.

⁵ Sandgren (2006) s. 37.

⁶ Med affärspressen menas Dagens Industri samt ekonomisektionen i Dagens Nyheter och Svenska Dagbladet.

⁷ Prop. 2005/06:140 och SOU 2005:58.

sitt samarbete med AMN under hösten 2007⁸ och den utvärderingen är av stort intresse för denna uppsats och kommer därför också att redogöras för.

En begränsad materialtillgång bör också begrundas i ett vetenskapligt arbete. Innebär detta att uppsatsen inte kommer ha tillräcklig bärkraft? Medför det att ämnet bör överges? Min mening är snarare att en begränsad materialtillgång utmanar författaren. Det handlar om att noga granska de källor man faktiskt har, samtidigt som höga krav ställs på författarens egen förmåga till argumentation och tankeverksamhet. En begränsad materialtillgång behöver således inte innebära att ämnet bör överges.

Att vara begränsad till ett färre antal källor innebär också krav på att kritiskt hantera dessa. Björn Kristianssons böcker, som tillhör den äldre källlitteraturen i denna uppsats, har främst använts för att beskriva bildandet av AMN, att lagar som där hänvisas till kan ha ändrats har noterats i uppsatsen. Bland den nya litteraturen finns af Sandeberg och Sevenius bok ”Börsrätt” och Stattins ”Takeover”. Den senare är i princip den enda bok som i sin helhet behandlar uppköpserbjudanden enligt LUA, varför den har varit till stor hjälp vid uppsatsförfattandet. Eftersom boken utkom samma år som LUA trädde ikraft har jag även här iakttagit noggrannhet vad gäller hänvisning till lagar och börsens egna regler med hänsyn till att Stattin har använt sig av lagförslaget vid författandet av boken. En viss kontroll har också kunnat göras av informationen i Stattins bok med hjälp av af Sandebergs och Sevenius bok, som utkom i år och därmed får anses vara uppdaterad efter gällande rättsläge.

1.5 Disposition

Uppsatsens deskriptiva del är indelad i fyra delar. Den första delen behandlar LUA och det bakomliggande direktivet och inleds med att ge en bakgrund till offentliga uppköpserbjudanden (eller ”takeovers”) som fenomen, vad detta innebär och varför en reglering har växt fram. Därefter beskrivs direktivet översiktligt, dess syfte samt huvuddragen i detta och vilka tillsynskrav som åläggs medlemsstaterna. Den svenska regleringen beskrivs utförligare eftersom det är den som AMN arbetar utefter. Här utvecklas således direktivets huvudbestämmelser mot bakgrund av den svenska lagtexten. Därpå följer en redogörelse för hur några andra länder har löst tillsynsfrågan i samband med implementeringen av direktivet för att kunna sätta den svenska tillsynsformen i ett internationellt perspektiv.

I nästföljande del presenteras AMN som organ och vilken roll organet spelar i aktiemarknadsrätten. Här förklaras också AMN:s tillsyn över LUA mer ingående och på vilket sätt delegeringen har medfört förvaltningsrättsliga krav på AMN.

⁸ FI Dnr 07-1845-610.

För att kunna dra slutsatser om nämndens handläggning och prövning av beslut redogörs i följande del för nämndens sammansättning, hur beslut prövas, vilka överklagandemöjligheter som finns samt nämndens befogenhet att sekretessbelägga beslut. I samband härmed görs också en genomgång av ett urval av de ärenden som meddelats efter delegering från FI, från det att lagen trädde ikraft (maj 2006) fram till december 2007.⁹ Omständigheterna i varje ärende redogörs kort för, men tyngdpunkten läggs på AMN:s motivering av beslut och på vilka grunder beslutet är taget.

Sista delen av det deskriptiva avsnittet i uppsatsen behandlar den utredning av samarbetet med AMN som FI företog i september 2007. I denna framförs viss kritik mot nämndens handläggning och prövning av ärenden. Då FI också är överklagandeorgan för beslut som AMN fattar efter delegering innehåller inte utredningen någon specifik granskning av enskilda ärenden, detta har FI bara befogenhet att göra om ett ärende är överklagat. FI har således dragit generella slutsatser, vilka beskrivs i denna del av uppsatsen.

I analysen besvaras sedan frågeställningarna utefter vad som dittills beskrivits i uppsatsen. Uppsatsens slutsatser sammanfattas och avslutningsvis ges en kort reflektion kring ämnet.

⁹ Hur detta urval har gjorts beskrivs i kap 4.2.

2 Regler om offentliga uppköpserbudanden

2.1 Bakgrund

Det finns olika sätt att förvärva samtliga eller majoriteten av aktierna i ett marknadsnoterat bolag. Ägandet är ofta spritt på tusentals eller till och med hundratusentals aktieägare varför enskilda förhandlingar, såsom görs vid privata förvärv, ter sig omöjligt.

Ett alternativ är att företa enskilda förhandlingar med majoritetsaktieägaren, om sådan finns, för att på så vis förvärva kontroll över bolaget. Ett annat sätt är att förvärva mindre poster av aktier över börsen till dess att kontroll uppnås. Båda varianter regleras av så kallade flaggningsregler i 4 kap. LHF, vilka innebär att förvärvaren har en skyldighet att informera om sitt innehav när detta passerar vissa bestämda tröskelvärden.¹⁰ Ett tredje tillvägagångssätt är att gå ut med ett offentligt erbjudande till samtliga aktieägare i det bolag man önskar förvärva. Denna process regleras av bestämmelserna i LUA¹¹ och kan gå till på följande sätt: Budgivaren söker information om det företag som önskas förvärvas; målbolaget. I detta inledande steg är det möjligt att en due diligence (undersökning av ett företags dokumentation) företas av budgivaren avseende målbolaget. I nästa steg formuleras och offentliggörs budet, något som är kringgärdat med olika regler som har till syfte att skydda både aktiemarknaden i sig, och målbolagets aktieägare. När budet är formulerat och offentliggjort inväntas målbolagets inställning. Det är i detta skede som så kallade försvarsåtgärder kan aktualiseras från målbolagets sida, rätten till och omfattning av försvarsåtgärder är också styrt av olika regler. Om budet godtas av målbolagets aktieägare genomförs förvärvet.¹²

Offentliga uppköpserbudanden är ingen modern företeelse i näringslivet. Redan på 1800-talet i USA lär de första företagen ha förvärvats på detta sätt. Sedan dess har dylika publika företagsförvärv förekommit i allt större utsträckning och ofta i vågor som sammanfaller med högkonjunktur. De senaste åren har varit just en sådan våg av offentliga uppköpserbudanden både på den amerikanska såväl som på de europeiska och svenska aktiemarknaderna.¹³

¹⁰ 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 66 2/3 eller 90 % av röstetalet i bolaget: af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 275.

¹¹ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 312. Flaggningsreglerna gäller parallellt med LUA: skyldighet att anmäla förändringar i aktieinnehav bortfaller inte för att ett erbjudande till samtliga aktieägare offentliggörs.

¹² Stattin (2006) s. 6.

¹³ Stattin (2006) s. 6.

Den första regleringen av offentliga uppköpserbjudanden skapades i brittisk rätt efter ett antal kontroversiella företagsuppköp på 1950- och 60-talen, framförallt baserad på krav på en förbättrad ställning för aktieägarna i målbolagen. The City Code on Takeovers and Mergers trädde ikraft 1968 och var resultatet av ett initiativ taget av The Bank of England, marknadsaktörerna och Londonbörsens styrelse. Koden övervakades, och övervakas än idag, av ett privaträttsligt organ: The Panel on Take-Overs and Mergers.¹⁴

Den brittiska koden stod förebild för vår första svenska självreglering av offentliga uppköpserbjudanden som skapades 1971 av NBK.¹⁵

Takeoverregler, eller regler om offentliga uppköpserbjudanden, är alltså till mycket stor del skyddsregler som säkerställer aktieägarnas rätt både gentemot budgivarna och den egna ledningen, och som garanterar en rättvis process kring uppköpet.

2.2 Direktiv 2004/25/EG om offentliga uppköpserbjudanden

I takt med att företagsuppköp blev mer frekvent förekommande i Europa uppkom också ett behov av harmonisering av ländernas regler. För att samordna skyddsåtgärder i samband med uppköp, garantera att aktieägarnas intressen säkras samt för att förhindra en snedvridning av företagsomstruktureringar på grund av medlemsstaternas olika myndighets- och företagskulturer enades EU:s medlemsstater till sist om ett direktiv: Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.¹⁶

2.2.1 Syfte och översikt av bestämmelserna

Direktivet har sin materiella förebild i ovan nämnda City Code on Takeovers and Mergers och tillämpas på bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad i en eller flera medlemsstater.¹⁷

Syftet med direktivet anges i ingressen och är i huvudsak att garantera aktieägarna i målbolaget en rättvis och riktig behandling¹⁸ samtidigt som sunda omstruktureringar i näringslivet uppmuntras och underlättas¹⁹.

Direktivet anger vidare ett antal principer som medlemsstaterna åläggs att

¹⁴ Kristiansson (1996) s. 24 f. I samband med direktivets införlivande har dock organet givits offentligrättslig ställning. Se vidare kap 2.4.3.

¹⁵ Stattin (2006) s. 6.

¹⁶ Direktiv 2004/25/EG, ingressen (1)-(3).

¹⁷ Prop. 2005/06:140 s. 34.

¹⁸ Direktiv 2004/25/EG, ingressen: se särskilt (2).

¹⁹ Direktiv 2004/25/EG, ingressen: se särskilt (6).

säkerställa vid implementeringen av direktivet. Alla aktieägare i målbolag skall behandlas lika²⁰, styrelsen i målbolaget skall handla i målbolagets intresse och styrelsen får inte förvägra aktieägarna att ta ställning till ett uppköpserbjudande²¹.

Direktivet innehåller bestämmelser som innebär att den som genom uppköp av aktier har skaffat sig kontroll över bolaget skall vara skyldig att lämna ett bud om förvärv av resterande aktier i bolaget (budplikt). Medlemsstaterna åläggs också genom direktivet att tillse att hinder mot genomförandet av förvärv undanröjs, vilket innebär att målbolagets rätt till försvarsåtgärder kan begränsas genom lag. Direktivet stadgar också att bestämmelser i bolagsordningen som begränsar överlåtbarheten på aktierna i målbolaget skall förlora sin verkan under erbjudandet samt att aktiers olika röstvärde och rösträttsbegränsningar inte skall gälla vid en bolagsstämma som skall besluta i en fråga om försvarsåtgärder (genombrottsregeln).²²

Direktivet syftar till en minimiharmonisering. Det är följaktligen upp till respektive medlemsstat att ha mer långtgående regler än de som följer av direktivet.²³

2.2.2 Tillsyn enligt direktivet

Medlemsstaterna åläggs också genom direktivet att utse en myndighet som skall vara behörig att utöva tillsyn över uppköpserbjudanden. Tillsynen skall utövas av offentliga myndigheter men kan också utövas av privata organ som godkänts i nationell lagstiftning eller av offentliga myndigheter som bemyndigats till detta genom lagstiftning. Medlemsstaterna skall dessutom säkerställa att utvalda myndigheter eller privata organ utför sina uppgifter på ett opartiskt sätt, oberoende av alla budintressenter.²⁴

Tillsynsmyndigheten skall också ha alla de befogenheter som krävs för att utföra dess uppgifter, vilket innefattar skyldigheten att säkerställa att budintressenterna iakttar de regler som införts i enlighet med direktivet.²⁵ Tillsynsmyndigheten bör, för att kunna utföra sitt arbete på ett tillfredställande sätt, också kunna kräva att budintressenterna lämnar information om sig själva.²⁶ I direktivet anges dessutom att tillsynsmyndighetens beslut måste kunna överklagas till en oberoende överinstans i enlighet med allmänna principer i gemenskapslagstiftningen och rätten till en rättvis rättegång.²⁷

²⁰ Direktiv 2004/25/EG art 3.1 a.

²¹ Direktiv 2004/05/EG art. 3.1 c.

²² Prop. 2005/06:140 s. 35.

²³ Prop. 2005/06:140 s. 34.

²⁴ Direktiv 2004/25/EG, art 4.1.

²⁵ Direktiv 2004/25/EG, art. 4.5.

²⁶ Direktiv 2004/25/EG, ingressen: se särskilt (15).

²⁷ Direktiv 2004/25/EG, ingressen: se särskilt (8).

2.3 Offentliga uppköpserbjudanden i svensk rätt

LUA trädde ikraft den 1 juli 2006 och utgör en implementering av ovannämnda direktiv. Lagen är rent regeltekniskt uppbyggd så att huvuddragen i direktivet återges, men den ger samtidigt mer detaljerade regler i olika situationer där sanktioner kan följa.²⁸ I samband med att lagen antogs ålades marknadsplatserna att utfärda kompletterande regler om offentliga uppköpserbjudanden.²⁹

Innan direktivet införlivades i svensk rätt återfanns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden i de regler som NBK utfärdade för första gången år 1971, och vars senaste uppdatering gjordes 2003.³⁰ Ett problem med den ordningen var att endast de aktörer som var bundna genom avtal med börser och marknadsplatser var skyldiga att följa dessa regler. Andra budgivare än svenska börsnoterade företag föll således utanför regelverket. Genom att LUA tillkom åtgärdades denna problematik då lagen föreskriver i 2 kap. 1 § att de kompletterande regler som marknadsplatserna utfärdar *skall* följas av den som avser lägga ett offentligt bud på ett företag.³¹ Stockholmsbörsen har utfärdat sådana regler, vilka fastställer en särskild transaktionsprocess som skall följas i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Budgivaren har härigenom ett stort ansvar för att planera och driva affären med hänsyn både till aktieägarna i målbolaget och till aktiemarknaden i sig.³²

Stockholmsbörsens regler kan sägas komplettera LUA på ett formellt och administrativt plan genom att föreskriva detaljerade bestämmelser kring hur erbjudandehandlingen skall utformas, hur information skall delges allmänheten i samband med förvärv och förbud för budgivaren att fortsätta uppköp av aktier sedan due diligence genomförts.³³ Dessa regler utgör således en viktig del av processen kring offentliga uppköpserbjudanden, men kommer inte närmare beskrivas i uppsatsen. AMN är den instans som avgör ärenden som rör marknadsplatsens egna regler men detta mandat vilar på delegering från marknadsplatserna själva och inte från FI.

2.3.1 Budplikt

2.3.1.1 Innebörd

Budpliktsregler infördes för första gången i svensk rätt den 1 juli 1999, i sviterna efter Solitair- och Trustor-affärerna, och då som en del av

²⁸ Stattin (2006) s. 20.

²⁹ Stattin (2006) s. 20 f.

³⁰ Stattin (2006) s. 20.

³¹ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 316.

³² af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 321.

³³ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 322 ff.

näringslivets självreglering. Numera är reglerna en del av svensk lag, som en följd av direktivet och återfinns i kapitel 3 LUA.³⁴ LUA kallas ibland också för budpliktslagen eftersom detta är lagens mest centrala stadgande.³⁵

Budplikt inträder, enligt 1 §, då någon genom förvärv uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstantalet för samtliga aktier i bolaget. Enligt propositionen har formen för förvärvet ingen betydelse. Det kan alltså röra sig om förvärv genom köp, teckning, konvertering eller familjerättsligt fång.³⁶

Att budplikt inträder innebär att innehavaren av en aktiepost motsvarande tre tiondelar (30%) av rösttalet i ett aktiebolag har en skyldighet att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier. Gränsvärdet bygger på statistiska uppgifter om deltagande på aktiemarknadsbolagens stämmor av vilka det framgår att en andel om 30 % eller mer innebär praktisk majoritet och svårigheter för övriga aktieägare att utöva inflytande över bolaget.³⁷

Mot bakgrund av direktivets huvudsyfte, att tillförsäkra aktieägarna i målbolaget en rättvis och riktig behandling, kan sägas att LUA:s budpliktsregler ger minoritetsaktieägare en möjlighet att lämna ett noterat bolag som i praktiken domineras av en enskild ägare eller ägargrupp.³⁸ Noterade bolag bör präglas av ett spritt ägande där ingen skall ha ett för stort inflytande över bolaget och ett alltför stort kontrolläggande riskerar i många fall att påverka aktiekursen för ett bolag i negativ riktning.³⁹

Budpliktsreglerna anses också vara ett uttryck för likabehandlingsprincipen och därmed en grund för förtroendet på aktiemarknaden.⁴⁰ Inträder budplikt har kontrollaktieägaren nämligen en skyldighet enligt LUA 2 kap. 1 § 1 p att följa villkoren för utformning av budet i Stockholmsbörsens regler om offentliga uppköpserbjudanden. Aktieägarna i målbolaget tillförsäkras härmed samma betalning per aktie som budgivaren erbjöd för det innehav med vilket kontroll förvärvades.⁴¹

2.3.1.2 Närståendebegreppet enligt LUA

Att avgöra när eller om budplikt föreligger i ett visst fall är av stor vikt för både innehavaren av kontrollposten och för övriga aktieägare i bolaget. I det enkla fallet; när någon har förvärvat aktier så att ägarandelen överstiger tre tiondelar av rösterna, är det sällan problem att konstatera att budplikt

³⁴ Stattin (2006) s. 28.

³⁵ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 315.

³⁶ Prop. 2005/06:140 s. 101.

³⁷ Nyström m.fl. (2004) s.43.

³⁸ Stattin (2006) s. 88.

³⁹ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 317.

⁴⁰ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 316.

⁴¹ af sandeberg; Sevenius (2008) s. 317.

föreligger. Svårigheterna uppstår istället om aktierna förvärvats så att innehavaren, tillsammans med en närstående, passerar samma gränsvärde.⁴²

Vem som skall anses som närstående regleras i 3 kap. 5 § LUA och innebär att närståendeförhållande skall anses föreligga i fem fall och gäller bolag i samma koncern (p. 1), familjemedlemmar till förvärvaren (p. 2 och 3), den med vilken har träffats en överenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning (p. 4) samt den som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget (p. 5).

Vad gäller koncernbegreppet kan konstateras att detta motsvarar ABL:s definition i 1 kap. 11 och 12 §§, eller i vissa fall motsvarande bestämmelser i försäkringsrörelselagen⁴³. Enligt 1 kap. 2 § 4 p. LUA skall vad som sägs om moderbolag i ABL även tillämpas på andra rättssubjekt än aktiebolag. Detta innebär att budpliktsbestämmelsen kan aktualiseras för det fall att koncernen har en annan form av association som moder eller om förvärvaren ingår i en utländsk koncern.⁴⁴

Närståendeförhållandet enligt 4 p. förutsätter en skriftlig eller muntlig överenskommelse mellan två eller flera parter. Det som formuleras som ”långsiktig hållning” utesluter att tillfällig samverkan eller endast från tid till annan förekommande samverkan inför styrelseval eller liknande faller in under punkten.⁴⁵ P. 5 utgår från att det i *förvärvssituationen* finns en skriftlig eller muntlig överenskommelse mellan förvärvaren och en eller flera fysiska eller juridiska personer att samverka i syfte att uppnå ett aktieinnehav motsvarande minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i målbolaget.⁴⁶ Propositionen definierar inte närmare hur en muntlig eller skriftlig överenskommelse enligt p. 4 och 5 skall förstås, detta är således lämnat åt praxis att precisera.

2.3.2 Undantag och dispens från budplikt

Samtidigt som aktieägarna i målbolaget garanteras ett skydd genom budpliktsregeln finns det en möjlighet för innehavaren av kontrollposten att söka dispens från budplikt, och vid tre specifika fall uppstår inte budplikt på grund av undantagsregler i lagen (3 kap. 3 och 6 §§ LUA).

⁴² Stattin (2006) s. 92.

⁴³ Koncerndefinitionen i ABL utgår från ett moderbolags ägande som överstiger 50 % av rösterna i dotterbolaget (p. 1), eller ett faktiskt förfogande över mer än 50 % av rösterna till följd av aktieägaravtal (p. 2), rätten att utse majoriteten av styrelseledamöter (p. 3) avtal med dotterbolaget, eller till följd av bestämmelser i bolagsordningen (p. 4).

⁴⁴ Prop. 2005/06:140 s. 105.

⁴⁵ Prop. 2005/06:140 s. 106 f.

⁴⁶ Prop. 2005/06:140 s. 107.

Undantag föreligger om kontrollposten har förvärvats genom ett offentligt erbjudande eftersom aktieägaren i detta fall har haft möjlighet att avyttra sina aktier till budgivaren (3 kap. 3 § LUA). Undantag är också fallet om den budpliktige inom fyra veckor minskar sitt aktieinnehav så att tredjedelar av rösterna inte längre kontrolleras (3 kap. 6 § 1 st. LUA). Slutligen föreligger undantag från budplikt om den budpliktige påkallar tvångsinlösen av resterande aktier enligt 22 kap. ABL eller 14 a kap. försäkringsrörelselagen (3 kap. 6 § 2 st. LUA).

Möjlighet till dispens från budplikt fanns redan i NBK:s regler om offentliga uppköpserbjudanden och har ofta utnyttjats av kontrollpostinnehavare i bolag.⁴⁷ Dispensregeln är nu lagstadgad i 7 kap. 5 § LUA och tillämpas i fall då krav på att fullgöra budplikt anses som alltför betungande. I vissa fall kan minoritetsaktieägarnas intresse av att lämna bolaget vara mindre starkt än majoritetsaktieägarnas eller borgenärernas intresse av att bolagets ägarbild förändras.⁴⁸

I lagtexten anges att dispens kan meddelas om det finns *särskilda skäl* men vad sådana skäl kan vara har överlämnats åt praxis att närmare definiera. Ansökningar om dispens skall prövas med utgångspunkt i ändamålen med budpliktsreglerna, vilket innebär att hänsyn skall tas till om omständigheterna i det enskilda fallet kan tala mot budplikt. Sådana omständigheter kan vara att inget reellt ägarskifte har skett (till exempel vid generationsskiften eller koncerninterna omstruktureringar) eller om förvärvet av aktier har skett utan att ägaren har verkat aktivt för detta som fallet är då aktierna har berikats ägaren genom arv eller gåva.⁴⁹

En dispens får, enligt 7 kap. 5 § 2 st. LUA, förenas med villkor, som att den budpliktige bör avyttra aktier så att andelen inte längre träffas av budpliktsreglerna. Om dispens medges innebär inte detta att aktieägaren därefter kan utöka sitt innehav ytterligare. I sådana fall bortfaller dispensen på grund av att ny budplikt uppstår.⁵⁰ I dispensbeslutet kan det dock föreskrivas att dispensen även omfattar ytterligare förvärv. Det skall i så fall röra sig om inflytandemässigt marginella förvärv vilket kan vara motiverat för en större grupp ägare, till exempel en familj, som behöver kunna göra mindre justeringar av sin aktieportfölj.⁵¹

⁴⁷ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 317.

⁴⁸ Stattin (2006) s. 98.

⁴⁹ Prop. 2005/06 s. 117.

⁵⁰ Stattin (2006) s. 100. LUA saknar emellertid övergångsregler för de ägare som redan innan LUA:s ikraftträdande kontrollerade mer än 30 % av rösterna i ett bolag. Enligt propositionen bör dessa ägare alltid vara befriade från budplikt om innehavet utökas därefter. Se: prop. 2005/06:140 s. 92.

⁵¹ Prop. 2005/06:140 s. 118.

2.3.3 Försvarsåtgärder

Försvarsåtgärder är åtgärder som en styrelse eller, i vissa fall, en majoritetsaktieägare kan vidta för att förhindra att uppköpserbudandet genomförs.⁵² Anledningen till att rätten att vidta dylika åtgärder är lagreglerad (motsvarande bestämmelse fanns även i NBK:s tidigare gällande regler om offentliga uppköpserbudanden) är för att stävja den intressekonflikt som kan råda i ett företag som är föremål för ett offentligt bud. Ett uppköp hotar att frånhända målbolagets företagsledning kontrollen över företaget och den ekonomiska vinst detta kan innebära.⁵³ Ur styrelsens perspektiv kan en lyckad försvarsåtgärd således vara en sådan som håller budgivaren på avstånd, medan försvarsåtgärder ur aktieägarnas perspektiv många gånger innebär stora kostnader. Studier har dessutom visat att försvarsåtgärder som inneburit ett hinder mot uppköp ofta också innebär en nedgång av aktiekursen.⁵⁴ Syftet med att reglera rätten för företagsledningen att vidta försvarsåtgärder är att garantera att företagsledningen handlar i aktieägarnas intresse och inte utgår från sitt eget: alla aktieägare måste således få möjlighet att själva ta ställning till budets villkor och förutsättningar.⁵⁵

Inför implementeringen av direktivet föreslog utredningen att stadgandet om försvarsåtgärder i dåvarande NBK:s regler om uppköpserbudanden skulle bibehållas eftersom dessa motsvarade de krav som direktivet uppställde.⁵⁶ Regeringen hade en motsatt ståndpunkt och menade att reglerna hade stor principiell innebörd och praktisk betydelse varför det fanns anledning att ge reglerna karaktär av lag istället.⁵⁷ Regeringens lagtextförslag har emellertid i princip identisk innebörd som det gamla stadgandet i NBK:s regler.⁵⁸

Stadgandet om försvarsåtgärder i LUA 5 kap. 1 § innebär att beslut om försvarsåtgärder, som är ägnade att försvåra eller förhindra ett buds genomförande, enbart får fattas på bolagsstämman. Beslut om försvarsåtgärder har ansetts så viktiga, ur bolagets perspektiv, att det måste bedömas som ägarfrågor. Styrelsen (eller den verkställande direktören) kan därmed inte på egen hand vidta försvarsåtgärder i anledning av ett offentligt bud.⁵⁹ Något som dock tillåts företagsledningen, utan obligatoriskt bolagsstämmobeslut, är att söka alternativa budgivare.⁶⁰

Även vad gäller försvarsåtgärder finns möjlighet för bolagets ledning att söka dispens enligt 7 kap. 5 § om *särskilda skäl* föreligger. I förarbetena uttrycks att sådana skäl kan vara att styrelsen skyndsamt måste vidta en åtgärd som visserligen kan ses som ägnad att försvåra ett övertagande av bolaget men som samtidigt är motiverat av andra skäl. Det kan till exempel

⁵² Stattin (2006) s. 72.

⁵³ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 318.

⁵⁴ Stattin (2006) s. 68 i vilken det hänvisas till tre olika ekonomiska studier på området

⁵⁵ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 318.

⁵⁶ SOU 2005:58 s. 132 f.

⁵⁷ Prop. 2005/06:140 s. 61.

⁵⁸ Stattin (2006) s. 70.

⁵⁹ Stattin (2006) s. 72.

⁶⁰ Så kallade *White Knights* (vita riddare) se: af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 319.

vara att styrelsen, i ett akut behov av kapitaltillskott, önskar utnyttja ett tidigare bemyndigande från stämman om riktad emission. Ett annat scenario som nämns i propositionen är att styrelsen vill verkställa en utförsäljning av verksamhet i enlighet med ett åtagande bolaget tidigare har gjort.⁶¹

2.3.4 Genombrott

Det svenska lagstadgandet om genombrott har gjorts fakultativt, och inte tvingande, för att värna om den utbredda röstvärdesdifferentieringen i Sverige. Båda versioner är möjliga enligt direktivet artikel 12.1-2. Bestämmelserna om genombrott vad avser svensk rätt kan därmed bara ha verkan då det i bolagsordningen har intagits en sådan bestämmelse enligt 6 kap. 1 § LUA.

Genombrottsregeln innebär att röstvärdesdifferentiering och rösträttsbegränsningar förlorar sin verkan under bolagsstämmor som beslutar om försvarsåtgärder samt att vissa bestämmelser i bolagsordning och avtal som begränsar överlåtbarheten på aktierna förlorar sin verkan under budet.⁶² Syftet bakom en genombrottsregel av denna typ är att underlätta genomförande av bud. För svensk del, konstateras i förarbetena, kommer möjlighet till genombrott förmodligen få ytterst begränsad, praktisk tillämpning.⁶³

2.3.5 Tillsyn enligt LUA

Utöver ovan omnämnda materiella bestämmelser kring offentliga uppköps-erbjudanden har LUA, i enlighet med vad direktivet föreskriver, också bestämmelser om svensk tillsynsmyndighet med ansvar för tolkning av lagen samt att lagen efterlevs.

Att FI skulle bli svensk tillsynsmyndighet över LUA slogs fast redan under utredningsarbetet eftersom inspektionen redan utövade tillsyn över marknadsplatserna. Vikten av att inspektionen även skulle ha utredningsbefogenheter och möjlighet att sanktionera överträdelse av lagen påpekades också.⁶⁴ Utredningens förslag var vidare att för det fall budplikten lagstodgades så skulle FI vara den myndighet som meddelade dispens och förhandsbesked på detta område. Samtidigt så poängterades vikten av snabb handläggning i dessa ärenden och att FI, även efter resursförstärkning, förmodligen skulle vara oförmögen att pröva ärendena utan att tidsperspektivet skulle bli betungande för sökanden. Därmed förelag utredningen att AMN som redan då prövade budpliktsärenden skulle delegeras rätten att fortsättningsvis göra det under LUA. Med en sådan

⁶¹ Prop. 2005/06:140 s. 118.

⁶² af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 320.

⁶³ Prop. 2005/06:140 s. 69.

⁶⁴ SOU 2005:58 s. 81.

lösning skulle den upparbetade kompetensen inom området kunna bibehållas och snabb handläggningstid upprätthållas.⁶⁵

Regeringen delade utredningens uppfattning, och medgav även delegering från FI till AMN vad gäller tolkningsbesked kring försvarsåtgärder och dispens från bolagsstämmobeslut för sådana.⁶⁶

I LUA 7 kap. 1 § stadgas följaktligen FI som behörig tillsynsmyndighet att övervaka bestämmelserna i 2 kap. – 5 kap. LUA. I 7 kap. 10 § ges FI rätten att delegera beslutsrätt till ett organ med representativa företrädare för näringslivet. Inget hindrar att verksamma jurister och jurister med domarerfarenhet agerar som sådana företrädare.⁶⁷ Organet som avses är AMN, och kommer vidare att redogöras för i kap. 4.2.

Den övergripande tillsynen över LUA vilar således ytterst på FI som ska tillse att lagen efterlevs och som har möjlighet till sanktioner vid överträdelse av den. AMN:s roll i tillsynen är som rådgivare till hur aktörerna på marknaden skall följa lagen och därmed undgå sanktioner.⁶⁸

2.4 Internationell utblick

Det ligger nära till hands att se på några andra europeiska länders val av tillsyn över offentliga uppköpserbjudande och därmed sätta den svenska regleringen i ett internationellt sammanhang. På grund av svensk rätts nära samband med övriga nordiska länder som är medlemmar i EU har jag valt att se närmare på Danmark och Finland. Även Storbritannien redogörs för, och detta på grund av att den brittiska regleringen har stått som förebild för direktivet.

Utan ingående kunskap i respektive lands förvaltningsrättsliga reglering och myndigheters handläggning är det svårt att dra alltför långtgående slutsats av den redogörelse som här följer. Genomgången syftar dock till att exemplifiera eventuella skillnader och likheter mellan länderna i jämförelse med den svenska regleringen.

2.4.1 Danmark

Direktivet implementerades i dansk rätt genom *lov nr 604 af 24 juni 2005*. Till skillnad från i Sverige hade dansk rätt sedan tidigare lagstadgade regler om offentliga uppköpserbjudanden.⁶⁹

⁶⁵ SOU 2005:58 s. 87.

⁶⁶ Prop. 2005/06:140 s. 81 f.

⁶⁷ Prop. 2005/06:140 s. 122.

⁶⁸ Stattin (2006) s. 112.

⁶⁹ Malmqvist och Moalem (2006) *NTS* s. 61.

Efter delegering från *Finanstilsynet* (den danska motsvarigheten till FI) var *Köpenhamns Fondbörs A/S* först det organ man överlät tillsyn på. Detta ändrades emellertid den 1 september 2006 då *Finanstilsynet* återkallade delegeringen.⁷⁰

Det danska valet av tillsynsform skiljer sig alltså från den svenska då *Finanstilsynet* numera har exklusiv kompetens i tillsynsärenden. *Finanstilsynet* var emellertid redan enligt den tidigare gällande lagstiftningen om offentliga uppköpserbjudanden behörig myndighet.

2.4.2 Finland

Finland har inkorporerat direktivet genom både lag och en viss begränsad form av självreglering som är gällande sedan september 2006.⁷¹ Det är direktivets artikel 9 om målbolagets styrelses agerande i samband med ett offentligt bud samt artikel 11 om genombrott av bolagsordningen som numera återfinns i värdepappersmarknadens egen reglering av uppköpserbjudanden.⁷²

Den finska finansinspektionen är det organ som ansvarar för tillsyn i form av tolkning av och övervakning över lagen om offentliga uppköps-erbjudanden. Till sin hjälp har inspektionen ett nybildat, självreglerande organ: *Centralhandelskammarens nämnd för företagsförvärv*. Nämndens uppgift är att ge rekommendationer och utlåtanden kring värdepappersmarknadens självreglering i syfte att främja god värdepappersmarknadssed. Nämnden skall begära den finska finansinspektionens utlåtande om rekommendationerna innan de ges.⁷³

Den finska implementeringen och val av tillsynsform skiljer sig således från den svenska på det sätt att det är finansinspektionen som ansvarar för tolkning och övervakning av lagen. Nämnden för företagsförvärv har bara i uppgift att tolka och ge rekommendationer i frågor som rör bestämmelser i finsk självreglering.

2.4.3 Storbritannien

Storbritanniens regler och tillsyn är speciella i sammanhanget eftersom det är *the City Code on Takeovers and Mergers* (Koden) som har stått modell för direktivet om uppköpserbjudanden. Redan innan implementeringen av direktivet hade Koden mycket stark rättslig ställning genom domstolsavgörandet *R v. Spens*, där Court of Appeal fastslog att Koden ”sufficiently

⁷⁰ Malmqvist och Moalem (2006) *NTS* s. 63.

⁷¹ FI Dnr 07-1845-610 s. 4.

⁷² Harju (2006) *NTS* s. 88.

⁷³ Harju (2006) *NTS* s. 91 f.

resembles legislation as to be likewise regarded as demanding construction of its provisions by a judge”.⁷⁴

Koden har nu, efter direktivets införlivande, formellt karaktären av lag och övervakas av the Panel on Takeovers and Mergers (Panelen) som har givits offentligrättslig ställning (*statutory footing*) genom den brittiska anpassningen till direktivet. Panelen har nu också möjlighet att meddela sanktioner gentemot överträdare av koden.⁷⁵ Första instans för ett överklagande av Panelens beslut är ett internt organ: *Hearings Committee*. Överklagas även detta beslut finns möjlighet att föra det till en tredje, och från Panelen helt oberoende organ: *Takeover Appeal Board*.⁷⁶

Med tanke på kodens ställning som förebild för direktivet om offentliga uppköpserbudanden kan sägas att även om koden nu är brittisk lag och Panelen har blivit en offentlig myndighet så har direktivet inte medfört några stora förändringar för brittisk del. Implementeringen har egentligen bara medfört att bestämmelserna i koden har ”frysats” i den meningen att de inte längre kan modifieras på självreglerande basis i takt med förändringar på marknaden.⁷⁷

Den brittiska tillsynsformen liknar den svenska eftersom det i båda fallen rör sig om självreglerande organ. Panelen har emellertid, till skillnad från AMN, erhållit ett fullständigt offentligrättsligt ansvar.

⁷⁴ [1991] 1 W.L.R. 624 (C.A.).

⁷⁵ Johnston (2007) *Cambridge Law Journal* s. 447.

⁷⁶ FI Dnr 07-1845-610 s. 4.

⁷⁷ Johnston (2007) *Cambridge Law Journal* s. 448.

3 AMN

3.1 AMN:s roll i det aktiemarknadsrättsliga systemet

I början av 1980-talet inträffade den så kallade ”Leo-affären”. Det börsnoterade bolaget Wilh. Sonesson hade förvärvat det onoterade bolaget AB Leo år 1983 och samtidigt genomfört en riktad emission av aktier i AB Leo till ledande befattningshavare i både AB Leo och i Sonesson-koncernen. Dessutom överlät Sonesson ett antal aktier till personer i ledningen för Volvo (Sonessons moderbolag) samt till bolaget Yggdrasil.⁷⁸ Yggdrasil hade dessutom lämnat en ensidig utfästelse att förvärva alla aktier till lägst tecknarnas förvärvspris vilket innebar att de som tilldelats aktierna inte löpte någon som helst finansiell risk.⁷⁹ När AB Leo noterades 1985 blev kursen drygt 250 % högre än de ursprungliga tecknings- respektive förvärvspriserna. Överlåtelseerna och emissionerna uppfattades som oetiska, inte minst för att både teckningskurs och överlåtelsepris ansågs ha varit alltför förmånligt och den krets till vilka aktierna tilldelats alltför vid.⁸⁰

I början av 1986 tillsatte regeringen Leo-kommissionen som mot bakgrund av ovanstående transaktioner fick i uppdrag att se över den börsrättsliga lagstiftningen. Resultatet blev inte bara en lag med formella krav på riktade nyemissioner till anställda⁸¹ utan även krav på starkare etisk självreglering.⁸²

Den 12 mars 1986 meddelade Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare att de beslutat inrätta en nämnd för aktiemarknadsfrågor; AMN, med syftet att undvika börsetisk lagstiftning. Förebilden för nämnden var den brittiska *Panel on Take-Overs and Mergers*.⁸³

AMN är ett branschorgan sammansatt av bland annat jurister med domarbakgrund eller med erfarenhet från andra rättsområden som är relevant för nämndens arbete.⁸⁴ Nämnden drivs i form av en ideell förening: *Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden*, och syftet med dess verksamhet är att genom rådgivning, information och uttalanden främja god sed på den svenska aktiemarknaden.⁸⁵ I detta avseende kan alltså varje åtgärd som ett bolag, noterat på svensk börs, gör bli föremål för nämndens bedömning.⁸⁶

⁷⁸ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 343.

⁷⁹ Kristiansson (1995) s. 9 f.

⁸⁰ af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 343.

⁸¹ Den så kallade ”Leo-lagen” SFS 1987:464, numer reglerad i 16 kap ABL.

⁸² Kristiansson (1995) s. 10.

⁸³ Kristiansson (1995) s. 10.

⁸⁴ Stattin (2006) s. 29.

⁸⁵ Kristiansson (1995) s. 11.

⁸⁶ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Om Aktiemarknadsnämnden*.

Förutom delegeringen från FI avseende LUA så har OMX Nordic Exchange Stockholm och NGM delegerat rätt till AMN att meddela tolkning och dispens rörande respektive marknadsplats egna regler om offentliga uppköpserbjudanden.⁸⁷

Sammanfattningsvis kan sägas att AMN har tre funktioner.

- Nämnden uttalar sig om god sed på värdepappersmarknaden i allmänhet
- Nämnden meddelar tolkningsbesked och dispenser rörande marknadsplatsernas självreglering om offentliga uppköpserbjudanden
- Nämnden meddelar tolkningsbesked och dispenser rörande LUA, vilket utvecklas mer ingående nedan.

3.2 Delegering från FI

Delegeringen till AMN avseende förvaltningsuppgifter enligt LUA har skett med stöd av 4 och 5 §§ förordningen (1991:1007) om handel och tjänster på värdepappersmarknaden samt 7 kap. 10 § LUA och genom FI:s föreskrift FFFS 2006:4. Enligt delegeringen skall AMN fatta beslut i följande frågor:

- Förlängning av tidsfristen för upprättande och ansökan om godkännande av erbjudandehandling (*beslut om dispens*)
- Om budplikt skall fullgöras av någon närstående till budgivaren
- Besked om budplikt gäller (*tolkningsbesked*)
- Besked om en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder (*tolkningsbesked*)
- Undantag från bestämmelserna i 3 kap. LUA om budplikt (*beslut om dispens*)
- Undantag från bestämmelserna i 5 kap. LUA om försvarsåtgärder (*beslut om dispens*)

Formerna för samarbetet mellan FI och AMN anges närmare i ett avtal av den 14 juni 2006 mellan FI och Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.⁸⁸

Enligt 7 kap. 10 § LUA innebär delegeringen också att AMN:s prövning och handläggning blir underkastad vissa formföreskrifter i förvaltningslagen. Det rör sig om:

- 11 och 12 §§ om jäv
- 14 § om rätt för part att meddela sig muntligen..
- 15 § om anteckning av uppgifter

⁸⁷ www.aktiemarknadsnamnden.se Om Aktiemarknadsnämnden.

⁸⁸ FI Dnr 07-1845-610 s. 2.

- 16 och 17 §§ om parts rätt att få del av uppgifter
- 20 § om motivering av beslut
- 21 § om underrättelse av beslut
- 26 § om rättelse av skrivfel eller liknande
- 27 och 28 §§ om omprövning av beslut

Sammantaget innebär detta att AMN har ett visst förvaltningsrättsligt ansvar, men det är samtidigt viktigt att notera att AMN ändå inte fullt ut är en förvaltningsmyndighet för vilken hela FL blir tillämplig.⁸⁹ FI, å andra sidan, styrs helt av FL. Detta innebär att FI har ett större ansvar i sin myndighetsutövning och måste, förutom lagreglerna, iaktta förvaltningsrättsliga principer i sitt arbete. FI:s beslut måste ha stöd i lag enligt legalitetsprincipen, vara sakliga och opartiska enligt objektivitetsprincipen samt baseras på en fullständig utredning enligt officialprincipen. Innan ett beslut kan tas av FI måste ärendet således beredas genom att upplysningar, bevis, fakta och meningsyttringar och argument från representanter från olika berörda intressen inhämtas.⁹⁰ Såsom myndighet har FI också rätt att vidta tvångsåtgärder gentemot den som överträder reglerna i LUA, eftersom lagen stadgar sådan rätt. Denna befogenhet kan inte överföras till ett självreglerande organ.⁹¹

Officialprincipen är inte lagreglerad i FL men anses självklart gälla för förvaltningsmyndigheter.⁹² AMN binds inte av principen enligt delegeringen då nämnden bara fått ett partiellt offentlighetsrättsligt ansvar. I propositionen konstateras att förhandsbesked eller dispens från AMN endast ges efter begäran från part och att besluten grundas på de uppgifter som sökanden inlämnar. Propositionen föreslår att den ordningen skall bibehållas och att AMN inte skall åläggas ansvaret att göra en egen bedömning av trovärdigheten avseende den framställning som sökanden lämnar, inte heller skall nämnden föranstalta om utredning i ärendet. Dessa uppgifter föreslås istället helt vara FI:s ansvar, vilket motiveras med att AMN inte skall ta över FI:s övergripande tillsyn som innebär att överträdelser av lagen uppmärksammas och beivras.⁹³

⁸⁹ Prop. 2005/06:140 s. 83.

⁹⁰ Strömberg (2003) s. 64 ff. och 100 f.

⁹¹ Strömberg (2003) s. 135.

⁹² Strömberg (2003) s. 101.

⁹³ Prop. 2005/06:140 s. 83.

4 AMN:s handläggning och prövning av ärenden

För att kunna dra slutsatser kring AMN:s handläggning och prövning i syfte att utreda dess roll enligt delegeringen, är det viktigt att se närmare på hur organet är sammansatt och vem som kan inkomma med frågor och ansökningar till nämnden. Vidare är det av intresse att titta på den sekretess som kan omfatta publicering av ärenden på nämndens hemsida och vilka överklagandemöjligheter som finns. I detta kapitel skall dessa frågor utredas närmare, vilket även kommer innefatta en granskning av hur AMN motiverar sina beslut samt på vilka grunder besluten tas. Några av de ärenden som AMN meddelat beslut i sedan delegeringen trädde i kraft skall därför redogöras för.

4.1 Handläggning av ärenden

AMN är sammansatt av sammanlagt 22 ledamöter, varav en ordförande, en vice ordförande och en direktör med ansvar för nämndens kansli. Vid behandling av ett ärende deltar minst fyra och högst åtta ledamöter. Ett ärende av särskild betydelse kan, på nämndens eget initiativ, behandlas i plenum, vilken är beslutsför om minst hälften av ledamöterna, inklusive ordföranden eller vice ordföranden, (det vill säga 11 stycken) är närvarande. I många fall kan också uttalande göras av ordföranden eller direktören ensam om ärendet är av brådskande eller av enkel art (det senare avser om motsvarande fråga tidigare behandlats av nämnden).⁹⁴ Majoriteten av besluten under 2007 är fattade av direktören ensam.⁹⁵

Nämnden kan uttala sig efter eget initiativ eller på förfrågan från aktieägare eller bolag. Även marknadsplatserna kan göra en framställan till nämnden. AMN är bunden av sökandens framställan vilket innebär att beslut meddelas på de uppgifter som lämnas till AMN utan att nämnden gör en trovärdighetsbedömning av materialet. Nämnden företar heller ingen egen utredning i ärendet även om det, vid behov, står nämnden fritt att inhämta fakta från annat håll⁹⁶. Om sökandens framställan inte innebär ett tillräckligt beslutsunderlag kan denne ombedjas att komplettera.⁹⁷

Vid prövning tas, enligt nämndens verksamhetsberättelse, utgångspunkt i ”gällande rätt och självreglering” och då främst LUA och Stockholmsbörsens regler om offentliga uppköpserbjudanden. Inget hindrar dock AMN

⁹⁴ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Stadgar § 21*.

⁹⁵ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Verksamhetsberättelse 2007* Direktören (Rolf Skog) beslutade ensam i 31 ärenden av 44.

⁹⁶ AMN redovisar emellertid inte i sina ärenden om fakta inhämtats på annat håll.

⁹⁷ FI Dnr 07-1845-610 s. 5.

från att även uttala sig i frågor där inget tillämpligt regelverk finns.⁹⁸ Under föregående år meddelade AMN sammanlagt 44 uttalanden. 16 av dessa (det vill säga en dryg tredjedel) avgjordes enligt delegeringen från FI.⁹⁹

AMN strävar också efter att ha hög tillgänglighet och korta handläggningstider. Denna målsättning innebar under föregående år att nämnden meddelade sitt beslut samma dag eller dagen efter det att framställan inkommit i fler än hälften av ärendena. I 14 av de 16 ärenden som nämnden handlade på delegering från FI var väntetiden en dag. För de två övriga behövde nämnden mellan tre och fem dagar för att fatta beslut.¹⁰⁰

En framställan till AMN är förenat med avgifter. I skrivandets stund är grundavgiften för uttalande av nämnd är 75 000 kronor, exkluderat kostnader för arvoden till ledamöterna. Ett uttalande av ordföranden eller direktören kostar 20 000 kronor.¹⁰¹

4.1.1 Sekretess

Eftersom AMN, genom delegeringen, enbart har getts partiell offentlig-rättslig ställning blir inte alla lagbestämmelser som syftar till att säkerställa korrekt myndighetsutövning tillämpliga. AMN omfattas exempelvis inte av bestämmelserna i tryckfrihetsordningen om rätt att ta del av handlingar hos myndighet eller andra regler om diarieföring av ärenden och utlämnande av handlingar. Detta är en konsekvens av att AMN inte infördes i bilagan till sekretesslagen i samband med lagstiftningsarbetet. Man ansåg att nämndens verksamhet skiljer sig så väsentligt från den verksamhet som övriga organ i bilagan utför, att ett införande av AMN var omotiverat. Av denna anledning finns inte någon automatisk rätt för allmänheten att begära handlingar direkt hos organet. Detta kan göras först om ett ärende överklagas till FI.¹⁰²

AMN publicerar emellertid sina avgöranden, i syfte att bidra till god sed på aktiemarknaden men kan även av sekretesskäl välja att inte publicera uttalanden.¹⁰³ Ett uttalande som gäller en planerad åtgärd får inte offentliggöras av nämnden förrän åtgärden vidtagits eller om den gjorts allmänt känd av sökanden själv. Finner nämnden att frågan som uttalandet i dessa fall gäller är av stor vikt för främjandet av god sed på aktiemarknaden kan nämnden publicera uttalandet i anonymiserad och sammandragen form.¹⁰⁴

Det framgår av 7 kap. 9 § LUA att avgöranden som gäller tolkning av budpliktsreglerna och reglerna om försvarsåtgärder samt beslut om dispens

⁹⁸ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Verksamhetsberättelse 2007*.

⁹⁹ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Verksamhetsberättelse 2007*.

¹⁰⁰ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Verksamhetsberättelse 2007*.

¹⁰¹ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Om Aktiemarknadsnämnden*.

¹⁰² Prop. 2005/06:140 s. 83.

¹⁰³ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Om aktiemarknadsnämnden*.

¹⁰⁴ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Om aktiemarknadsnämnden*.

rörande samma regler *skall* offentliggöras, under förutsättning att besluten helt eller delvis har bifallits. Bestämmelsen om offentliggörande syftar till att garantera aktieägarna en rätt att överklaga, till exempel beslut om dispens från budplikt, även om de inte är parter i ärendet.¹⁰⁵ Offentliggörandet skall ske omedelbart, eller, om det finns särskilda skäl, vid den senare tidpunkt som AMN bestämmer. Enligt förarbetena finns särskilda skäl för att senarelägga ett offentliggörande om den affär, som föranlett ansökan, riskerar att inte komma till stånd om den blir allmänt känd. Den senare tidpunkten för offentliggörande skall avgöras från fall till fall.¹⁰⁶ AMN har möjlighet att först publicera ärendet i anonymiserad form och sedan, när affären inte längre kan skadas, offentliggöra sökandens namn i beslutet.¹⁰⁷

Av 44 uttalanden år 2007 offentliggjordes 38, motsvarande siffra för 2006 är 39 offentliggjorda uttalanden av sammanlagt 59. Nämnden arbetar fortlöpande med att få tillstånd från sökanden att publicera avgörandena i anonymiserad form.¹⁰⁸

4.1.2 Överklagandemöjligheter

AMN:s beslut, som är meddelade efter delegering, kan överklagas till FI enligt 8 kap. 1 § LUA, av den som beslutet angår, om det har gått honom eller henne emot. Sökanden har således alltid besvärsmöjlighet om beslutet är missgynnande. Huruvida annan än sökanden skall anses ha besvärsmöjlighet skall avgöras från fall till fall, men aktualiseras främst då besluten rör budplikt eller försvarsåtgärder.¹⁰⁹

Rätt att överklaga AMN:s beslut infördes i samband med lagregleringen för att tillmötesgå artikel 6 i Europakonventionen om mänskliga rättigheter, vilken stadgar en rätt till domstolsprövning. Avsikten är emellertid att prövningen huvudsakligen skall koncentreras till första instans (det vill säga AMN) eftersom organet har särskild sakkunskap och erfarenhet i de ärenden som det avgör. Det poängteras i författningskommentaren att sökanden och aktiemarknaden i stort bör kunna förlita sig på att nämndens avgöranden kommer att stå sig.¹¹⁰

4.2 Prövning av ärenden

De beslut som AMN har meddelat alltsedan LUA (och därmed delegeringen) trädde ikraft skall nu granskas mer ingående. De flesta ärenden rör dispens från budplikt och tid för upprättande av erbjudandehandling, och det är bara dessa ärenden som krävt ett urval från min sida då

¹⁰⁵ Prop. 2005/06:140 s. 120.

¹⁰⁶ Prop. 2005/06:140 s. 120.

¹⁰⁷ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Om Aktiemarknadsnämnden*.

¹⁰⁸ www.aktiemarknadsnamnden.se: *Verksamhetsberättelse 2007 resp. 2006*.

¹⁰⁹ Prop. 2005/06:140 s. 125.

¹¹⁰ Prop. 2005/06:120 s. 125.

uppsatsens omfång förhindrar mig att redovisa samtliga. Jag valde att redogöra för dispenser som meddelats under 2007 och lämnade 2006 års dispensärenden åt sidan. I övrigt redovisas samtliga beslut som AMN har fattat på delegering från FI från maj 2006 och fram till 2007. I skrivandets stund har AMN meddelat 3 beslut efter delegering under 2008. Vid uppsatsarbetets början var dock inget sådant beslut publicerat. Av den anledningen är granskningen koncentrerad till beslut från 2006 och 2007.

4.2.1 Meddelade beslut och uttalanden om budplikt

Ärenden om budplikt rör både frågan om budplikt gäller i ett visst specifikt fall och huruvida dispens från budplikt kan medges. AMN har beslutat i budpliktsfrågor även när detta reglerades helt i marknadsplatsens egna regler om offentliga uppköpserbjudanden. Enligt LUA 7 kap. 5 § får dispens från budplikt medges om det finns särskilda skäl. Dispens kan också förenas med villkor som att innehavaren av en kontrollpost skall minska sitt innehav till under budpliktsgränsen för att dispens skall medges.¹¹¹

4.2.1.1 Beslut om dispens från budplikt

Sevenius konstaterar att budplikten har godtagits i svensk rätt mycket på grund av dispensregeln som har blivit mer regel än undantag. Sedan 1998 och till och med maj 2007 har AMN handlagt 98 framställningar om dispens från budplikt varav budgivaren i endast tre fall har förvägrats dispens.¹¹² Stattin skriver att det kritiskt har ifrågasatts om inte AMN har skapat en ny huvudregel, motsatt den som fanns i självregleringen och som nu är lagstadgad, att dispens *skall* medges och att den skrivna regeln istället utgör undantaget. Stattin framför dock teorin att det främst är de fall där dispens ter sig självklar som kommer under nämndens prövning, varför det stora antalet medgivna dispenser inte förefaller så märkligt.¹¹³

Sedan lagens och delegeringens ikraftträdande har övervägande del av ärenden kring budplikt rört ansökningar av dispenser. Sammanlagt har AMN meddelat 18 beslut om dispens, samtliga har beviljats sökanden.¹¹⁴ Nedan följer ett urval av dispensärenden avgjorda av nämnden under 2007. Det som återges är en kort beskrivning av omständigheterna, eventuella skäl som sökanden anför för att dispens bör medges och hur AMN motiverar sitt beslut.

AMN 2007:23 Ärendet rörde en ansökan om dispens från aktieägaren Jon Fangel som genom en apportemission kom att kontrollera 30,2 % av

¹¹¹ Stattin (2006) s. 100. Se även kap. 2.3.2.

¹¹² af Sandeberg; Sevenius (2008) s. 318.

¹¹³ Stattin (2006) s. 98.

¹¹⁴ Se förteckningen över avgjorda ärenden på AMN:s hemsida. Några ärenden är fortfarande sekretessbelagda och ett fåtal ärenden har inte (av okänd anledning) lagts ut på hemsidan. Dessa är undantagna från den sammanställning jag gör i detta kapitel.

aktierna i bolaget Gexco AB. Fangel uppger i ansökan att han hade för avsikt att avyttra aktier, inom tre månader, så att hans innehav hamnade under 30 %. Mot denna bakgrund och att ”apportemission normalt skall medföra dispens” ansökte Fangel om dispens.

AMN beviljade dispensen förenat med villkor att Fangel avyttrade aktier inom tre månader. I skälen till bedömningen hänvisar nämnden kort till propositionen där det yttras att innehav som uppkommit till följd av en emission av aktier som utgör vederlag vid köp av bolag eller annan egendom kan utgöra grund för dispens om det ligger i aktieägarkollektivets intresse och detta intresse väger tyngre än möjligheten att lämna bolaget. AMN skriver vidare att dispens i detta fall måste anses ligga i aktieägarkollektivets intresse samt att några skäl som talade emot detta inte förelåg.

AMN 2007:16 Ärendet rörde en ansökan från Carlson Hotel Worldwide Inc. (CHW), Carlson Hotel Worldwide AB (CHW AB) samt Carlson Summit inc. (CS) om dispens från budplikt. CHW och CS innehade tillsammans ett kontrolläggande i det noterade bolaget Rezidor. Det ägandet hade inte föranlett budplikt enligt nämndens uttalande 2006:34 då ägarförhållandet uppstått *innan* Rezidor hade börsnoterats. I samband med en omstrukturering i bolaget skulle CHW:s och CS:s aktier i Rezidor överlåtas till det svenska bolaget CHW AB varför dispens från budplikt söktes.

AMN beviljade dispensen och som skäl härtill angavs att något kontrollägarskifte, de facto, inte kommer att ske genom omstruktureringen. Samtliga bolag (CHW, CHW AB och CS) ägdes nämligen av Carlson Companies Inc. som alltså även fortsättningsvis skulle vara den reella kontrollägaren i Rezidor. Några skäl mot att medge dispens ansågs inte föreligga enligt AMN.

AMN 2007:08 Ärendet rörde en ansökan från Volkswagen AG avseende dess aktieinnehav i Scania. Volkswagen kontrollerade vid tiden för ansökan 34 % av rösterna i Scania och önskade förvärva ytterligare aktier i bolaget för vilket dispens söktes.

Volkswagen hade inte vid tiden för LUA:s ikraftträdande innehaft en kontrollpost i Scania, detta var en följd av att Scania själv ägde Scania-aktier. Eftersom ett bolags ägande av egna aktier skall räknas med vid bestämmandet av budplikt medförde Scantias eget innehav att Volkswagen istället formellt kontrollerade 27 % av rösterna. I verkligheten hade Volkswagen hela tiden kontrollerat 34 % eftersom ett bolags egna aktier inte är representerade på bolagsstämman. Denna speciella omständighet gjorde att Volkswagen inte kom att tillhöra de bolag som, på grund av avsaknad av övergångsregel¹¹⁵, kunde förvärva ytterligare aktier i bolag utan att budplikt

¹¹⁵ Propositionen anger att ägare som kontrollerade mer än 30 % av aktierna i ett bolag innan 1 juli 2006 var undantagna från budplikt när LUA trädde ikraft. Samma ägare bör också, enligt propositionen, kunna utöka sitt innehav ytterligare utan att budplikt uppstår. Se vidare: prop. 2005/06:140 s. 92.

utlöstes. Sedermera beslutade Scania om en indragning av sina egna aktier. Detta förfarande resulterade i att Volkswagen fick en kontrollpost på 34 % även i LUA:s mening.

Volkswagen menade, i sin ansökan, att kontrollägandet uppstått på grund av bolagstekniska omständigheter, och anförde att Volkswagen borde jämföras med de äldre storägare som var undantagna från vidare budplikt även om aktieinnehavet utökades. På denna grund, samt (som alternativ grund) att kontrollägarskifte inte skulle ske även om ytterligare aktier (upp till 49,9 %) förvärvades, ansöktes om dispens från budplikt.

AMN ansåg att budplikt förelåg för det fall att Volkswagen avsåg att förvärva ytterligare aktier, det spelade följaktligen ingen roll att förändringar i röstandelen i Scania inträtt som en teknikalitet. Av den anledningen avslogs sökandes första grund. Däremot beviljades dispens eftersom ytterligare förvärv (upp till 49,9 %) inte skulle föranleda ett kontrollägarskifte. Nämnden uttalade också att sökandens första grund, som alltså inte ensam var tillräcklig, trots allt talade för dispens. Genom ett senare meddelat beslut, AMN 2007:36, gavs Volkswagen dispens för att köpa obegränsat antal aktier i Scania mot bakgrund av samma motivering: inget kontrollägarskifte sker även om aktieinnehavet utökas. Några skäl som talade emot detta förelåg inte enligt nämnden.

AMN 2007:03 Ärendet rörde en ansökan om dispens från företaget CISL Gruppen AB avseende aktieinnehav i det noterade bolaget EuroVip. Bakgrunden till förvärvet var att EuroVip önskade köpa tre dotterbolag av CISL, köpeskillingen skulle utgöras av 400 miljoner nyemitterade aktier i EuroVip vilket motsvarade 51 % rösterna. I ansökan anges att CISL hade för avsikt, att inom 24 månader, minska sitt innehav till under budpliktsgränsen.

AMN beviljade dispensen och förenade den med villkor om avyttring inom 24 månader. Skälet för dispens var att emittering av aktier som utgör vederlag för köp kan vara dispensgrundande enligt propositionen till LUA, om man vid en helhetsbedömning kommer till slutsatsen att en dispens ligger i aktieägarkollektivets intresse. Så bedömdes vara fallet enligt AMN och ingen omständighet ansågs tala emot dispens.

Slutligen skall kort sägas om övriga beslut om dispens från budplikt under 2007 att skälen till beviljande var att kontrollägarskifte inte skulle ske med anledning av förvärvet (AMN 2007:01), på grund av att förvärvet av aktier har skett genom emission (AMN 2007:02, 2007:37) samt på grund av att ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier redan föreligger (AMN 2007:32)

4.2.1.2 Uttalanden om huruvida budplikt föreligger

Sedan AMN tilldelades beslutskompetens över LUA har fyra ärenden publicerats som handlar om tolkning av lagens budpliktsregler. Ibland står

det inte självklart att ett aktieförvärv kan träffas av budpliktsreglerna, som till exempel om förvärvet innebär att någon tillsammans med närstående kommer upp i över 30 % av rösterna i ett bolag. Detta inträffade när Investor, samtidigt med Wallenbergsstiftelserna, köpte upp aktier i Scania efter att MAN gjort stora förvärv av aktier i Scania. I styrelserna för både Investor och stiftelserna satt medlemmar i familjen Wallenberg och andra nyckelpersoner som på så sätt kunde antas ha insyn i både bolaget och stiftelserna. Efter kritik i affärspressen inledde FI en utredning om huruvida stiftelserna och Investor var att anse som närstående enligt LUA 3 kap. 5 §. Utredningen lades dock ner sedan stiftelserna och Investor ansökt om dispens från budplikt och erhållit detta.¹¹⁶

Det är således inte alltid självklart om budplikt föreligger eller inte, och okunskap om detta kan bli en kostsam läxa för inblandande företag eftersom FI har möjlighet att meddela föreläggande enligt 7 kap. 6 § LUA, och förena detta med vite samt förbjuda den som föreläggandet riktar sig mot att företräda sina aktier i bolaget till dess att rättelse sker.¹¹⁷

Här följer en kort redogörelse för respektive uttalande om huruvida budplikt föreligger som meddelats med stöd av delegeringen från FI.

AMN 2006:15 rörde en fråga från Axel Johnsson AB (köpare) som avsåg att förvärva en stor aktiepost i Mekonomen AB. Omständigheterna var sådana att köparen, efter förvärvet, skulle inneha både A- och B-aktier som sammanlagt representerade 39 % av rösterna. Emellertid var aktieöverlåtelseavtalen villkorade av att bolagsstämman beslutade om omstämpling av samtliga A-aktier till B-aktier. Efter omstämpling kommer köparens innehav att representera 29 % av rösterna i bolaget. Enligt köparen förelåg ett undantag från budplikt enligt 3 kap. 6 § 1 st som stadgar att budplikt bortfaller om den budpliktige, inom fyra veckor, vidtar någon åtgärd som medför att hans aktieinnehav hamnar under budpliktsgränsen. Utöver omstämplingsförfarandet hade även köparen och säljaren (som även efter förvärvet hade ett relativt stort innehav av aktier kvar i bolaget) ingått ett aktieägaravtal i vilket det stadgades att säljaren inte skulle rösta emot köparens valda styrelseledamöter eller förslag om utdelning. Frågan var således om aktieägaravtalet kunde anses utgöra ett sådant närståendeförhållande som anges i LUA 3 kap. 5 § 4 p.¹¹⁸

AMN konstaterade inledningsvis att köparens uppfattning om 3 kap. 6 § 1 st. var korrekt och att budplikt bortföll för köparens del i det avseendet. Vad gällde aktieägaravtalen hänvisar nämnden till propositionen där det sägs att 3 kap. 5 § 4 p i första hand riktar sig mot långsiktiga arrangemang och inte

¹¹⁶ Se härom: www.di.se: *Wallenberg/Investor uppe i 30,64 procent av rösterna, FI granskar Wallenbergarnas Scaniaförsvar, Investor kan köpa sig fritt, FI lägger ned undersökning om Scania* samt dispensbeslutet i AMN 2006:44.

¹¹⁷ Stattin (2006) s. 113.

¹¹⁸ Som närstående skall enligt 4 p. anses: *den med vilken har träffats en överrenskommelse om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktigt gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning* (se vidare: avsnitt 2.3.1.2).

kortsiktiga överenskommelser. I detta fall ansåg AMN att avtalet främst riktade sig mot den förestående bolagsstämman på vilken omstämpling om aktierna skulle beslutas. Därmed kunde inte avtalet grunda ett närstående-förhållande som utlöser budplikt för köparens del.

AMN 2006:34 handlade om en eventuell förestående notering av ett svenskt bolag. Vid tillfället för framställan ägdes bolaget av två ägare, Ägare 1 och Ägare 2. Ägare 1 och 2 innehade 75% respektive 25 % av rösterna i bolaget. I samband med noteringen av bolaget skulle bolaget gå ut offentligt med ett erbjudande till allmänheten och investerare att förvärva aktier i bolaget. Samtidigt skulle det ske en aktieöverlåtelse från Ägare 1 till Ägare 2, villkorad av att nyss nämnda erbjudande genomfördes, så att Ägare 2 vid noteringen representerade ca 40 % av rösterna i bolaget. Sammanfattningsvis innebar förfarandet att Ägare 2, redan innan noteringen av aktier skedde, skulle ha egenskapen av kontrollägare. Det var således sökandens mening att budplikt därmed inte aktualiserades och som en följd därav; att en dispensansökan inte var nödvändig.

AMN instämde med sökanden och konstaterade att en aktie skall anses vara noterad från och med den tidpunkt då noteringen blir ovillkorad (det vill säga tidpunkten då acceptfristen har löpt ut för erbjudandet om förvärv av aktier). Eftersom Ägare 2, redan innan dess, representerade 40 % av rösterna uppkom inte budplikt.

AMN 2006:56 rörde en fråga från Alted AB och DO Intressenter AB rörande en omstrukturering med syfte att tillföra kapital i bolaget Doro. Alted ägde 28,9 % av Doro och Nordea ägde 9,5 %. Nordea hade för avsikt att sälja sin aktiepost till DO Intressenter. Det senare var helägt av Tedde Jeanssen Jr som också ägde 50 % av aktierna i Alted. Resterande 50 % ägdes av Oker-Blom med vilken Jeanssen hade ett nära samarbete. DO Intressenter skulle snart övergå till att bli helägt av ett annat bolag i Jeanssens familjesfär innebärande att Jeanssen själv endast indirekt, men fullt ut, skulle kontrollera DO Intressenter. Frågan de båda bolagen önskade få reda på var huruvida dessa var att anse som närstående enligt LUA och därmed grunda budplikt för DO Intressenter, då Alteds och DO Intressenters aktieinnehav tillsammans skulle uppgå till mer än 30 % av röstetalet i Doro.

AMN fastslog inledningsvis att ägarstrukturen inte var sådan att den föll in under koncernbegreppet i 3 kap. 5 § 1 p. LUA, men på vilken omständighet nämnden drog denna slutsats redovisades inte. Därutöver konstaterade AMN kort att ingen överenskommelse eller samarbeten förelåg som skulle utgöra ett närståendeförhållande enligt lagens 3 kap. 5 § p. 4 och 5, vilket inte heller motiveras eller förklaras av nämnden. Budplikt skulle följaktligen inte utlösas med anledning av Nordeas försäljning av aktieposten i Doro till DO Intressenter.

AMN 2007:43 behandlade en fråga från Borse Dubai Limited. Borse Dubai hade lämnat ett offentligt erbjudande avseende samtliga aktier i OMX AB. Innan erbjudandet lämnades hade Borse Dubai förvärvat 4,9 % av aktierna i

OMX och Borse Dubais dotterbolag; Borse Dubai Cayman Limited, hade ingått ett s.k ”back-to-back” optionsavtal med rätt att förvärva motsvarande 24,2 % av rösterna i OMX, villkorat av att betalning sker i det offentliga erbjudandet. Optionerna kunde, enligt optionsavtalet, utnyttjas av Borse Dubai från och med den dag erläggande av vederlaget påbörjas, priset per aktie skulle vara detsamma som i erbjudandet. Det var Borse Dubais mening att förvärven enligt optionsavtalet skedde *genom* erbjudandet. Det fanns emellertid en teoretisk risk att förvärven skulle anses ha skett *efter* och *utanför* erbjudandet.

AMN instämde i Borse Dubais resonemang. Eftersom ett offentligt erbjudande redan förelåg och optionsavtalets villkor framgick av detta erbjudande samt var villkorat av att erbjudandet fullföljdes hade aktieägarna i OMX redan en möjlighet att lämna sina aktieposter. Budplikt förelåg inte enligt 3 kap 3 § LUA.

4.2.2 Uttalande om tolkning av försvarsåtgärder

Endast ett uttalande har berört stadgandet om försvarsåtgärder i LUA (5 kap 1 §) sedan delegeringen trädde ikraft. Frågan var här huruvida åtgärder som vidtagits av styrelsen, och åtgärder som planerades måste föregås av bolagsstämmobeslut.

AMN 2006:55 gällde en förfrågan från Scania AB efter det att det tyska företaget MAN offentliggjort ett bud till Scantias aktieägare. Bakgrunden till framställan var att FI hade inlett en utredning om huruvida åtgärderna, vidtagna av Scantias styrelse i anledning av budet, hade stått i strid med 5 kap 1 § LUA. Av den anledningen önskade Scania få bekräftat att vidtagna åtgärder inte hade varit otillåtna. Det som styrelsen hade gjort var i huvudsak att anlita finansiella, legala och marknadskunniga rådgivare i syfte att underbygga styrelsens rekommendation till aktieägarna att avvisa budet (inkluderat att offentliggöra bolagets positiva resultat tidigare än planerat). Vidare hade styrelsen gått ut i dagspressen med sin ställning till budet, sammanställt en informationsbroschyr till aktieägarna med rekommendationen att säga nej, förberett ett förslag om utdelning till aktieägarna samt vägrat samarbete med MAN rörande bland annat due diligence. Härutöver planerade Scania att söka alternativa budgivare, publicera (sakligt korrekt) information om budgivaren samt sammankalla till bolagsstämma rörande försvarsåtgärder som inte styrelsen på egen hand kunde besluta om.

AMN besvarade frågorna utförligt, mot bakgrund av både förarbeten och den brittiska regleringen om offentliga uppköpserbjudanden. De konstaterade inledningsvis att ett erbjudande var riktat till aktieägarna och att styrelsen därav har en skyldighet att avhålla sig från åtgärder som kan försvåra för aktieägarna att ta ställning till budet. Nämnden refererade också till ett tidigare avgjort ärende om försvarsåtgärder (AMN 2005:47) som då stadgades i NBK:s regler om offentliga uppköpserbjudanden. I det

avgörandet slogs fast att det stod styrelsen fritt att argumentera (sakligt och korrekt) för ett avvisande av budet, samt att inget krav på att underlätta för budgivaren kunde åläggas styrelsen. AMN ansåg inte att det förelåg skäl att komma till annan bedömning i det aktuella fallet. Nämnden drog en parallell till den brittiska aktiemarknaden, på vilken ”informationskampanjer” från styrelsens sida gentemot aktieägarna är vanliga. Scantias vidtagna åtgärder och åtgärder som planerades var förenligt med LUA och behövde inte bolagsstämmobeslut.

Avgörandet är principiellt viktigt, dels för att det hittills är det enda avgörandet om försvarsåtgärder sedan delegeringen från FI, dels för att Scania vände sig till AMN sedan det stod klart att FI funnit åtgärderna så anmärkningsvärda att utredning inletts. I AMN:s beslut deltog bland annat två justitieråd¹¹⁹, vilket kan sägas ge viss tyngd åt resonemanget som förs i uttalandet.

4.2.3 Beslut om dispens från tidsfristen

Vid sidan om beslut om dispens från budplikt är begäran om dispens från den tidsfrist som anges i 2 kap 3 § LUA avseende upprättande av erbjudandehandling vanligt förekommande bland nämndens ärenden. En erbjudandehandling ska, enligt lagen, upprättas och färdigställas inom fyra veckor från offentliggörandet av erbjudandet och inlämnas för godkännande till FI. Om det finns särskilda skäl kan FI besluta om förlängd tidsfrist. Detta beslutsmandat har delegerats till AMN. Under 2007 prövades sex sådana ärenden, dispens medgavs i samtliga. Här skall kort redogöras för AMN:s skäl till att medge dispens.

AMN 2007:40 Begäran om dispens från Borse Dubai Limited efter det att ett offentligt bud lagts på OMX AB. Bolaget hade tidigare medgivits dispens två gånger genom AMN 2007:29 och 2007:32. I det sistnämnda avgörandet medgavs dispens mot bakgrund av att Borse Dubai inlett förhandlingar med Nasdaq Stock Market Inc. Vid tiden för detta avgörande arbetade bolaget och Nasdaq med att upprätta olika ansökningshandlingar till berörda myndigheter så att transaktionen kunde godkännas. Färdigställande av erbjudandehandling kunde inte ske innan myndigheternas godkännande inhämtats. Mot denna bakgrund, och framförallt på grund av förhandlingarna med Nasdaq, medgavs Borse Dubai Limited än en gång dispens från fyra veckorsfristen.

AMN 2007:26 Begäran om dispens från Nasdaq Stock Market Inc. efter det att ett offentligt bud lagts på OMX AB.¹²⁰ Nasdaq arbetade, vid tiden för dispensbegärens inkommande, med att upprätta nödvändiga handlingar, enligt amerikansk lag, som skulle inges till den amerikanska myndigheten

¹¹⁹ Johan Munck (i egenskap av ordförande för AMN) och Bo Svensson (i egenskap av vice ordförande för AMN).

¹²⁰ För läsarens vidkommande kan sägas att det under en period förekom två konkurrerande bud (från Borse Dubai Limited respektive Nasdaq Stock Market Inc.) på OMX AB.

Securities and Exchange Commission. Utöver det pågick ett stort arbete med att konvertera OMX AB:s räkenskaper till amerikansk modell, något som också ålades Nasdaq enligt amerikansk lag. Nasdaq hade, mot bakgrund av detta administrativa arbete, erhållit dispens redan en gång genom AMN 2007:19 och fått utökat fristen med 10 veckor. AMN hade inget att invända mot att fristen utökades med ytterligare 10 veckor. Dispens beviljades således.

AMN 2007:11 Begäran om dispens från CoolGuard AB avseende erlagt offentligt bud på Iniris AB. Till följd av att båda bolagen hade samma styrelseordförande ålades det CoolGuard att inhämta ett värderingsutlåtande från en oberoende expert. Experten arbetade vid tiden för dispensansökan med värderingen, men en utökning av tidsfristen med tre veckor behövdes. AMN ansåg att skäl förelåg för dispens.

4.2.4 Slutsatser av nämndens prövning

Genom ovanstående genomgång av de ärenden som AMN har prövat enligt delegering från FI kan konstateras följande.

AMN har även sedan lagens ikraftträdande meddelat dispens från budplikt i samtliga ärenden som detta har begärts. Skälen till dispens är i stort sett att något kontrollägarskifte inte har skett eller att förvärvet har skett genom emission av något slag. AMN har i samtliga fall grundat sin bedömning på sökandens framställan. I de fall där dispens meddelats på grund av förvärv genom emission hänvisar nämnden till ett och samma citat i propositionen där det sägs att dispens kan beviljas om det efter en helhetsbedömning kan sägas ligga i aktieägarkollektivets intresse. Slutsatsen att inget kan anses tala emot dispens i respektive ärende motiveras inte av nämnden. Om dispensen har förenats med villkor att minska aktieinnehavet inom viss tid har AMN i samtliga fall godtagit den tidsfrist sökanden begär utan att motivera detta.

I ärenden där nämnden har haft att bedöma innebörden av budpliktsbestämmelsen i lagen har också sökandens framställning helt legat till grund för tolkningsbeskedet. I AMN 2006:15 och AMN 2006:56 motiverar nämnden väldigt knapphändert sitt beslut och utelämnar helt en diskussion om övriga aktieägares ställning.

I det hittills enda avgörandet om försvarsåtgärder har nämnden motiverat sitt beslut väl. Hänvisningar gjordes till både propositionen och till den brittiska regleringen om offentliga uppköpserbudanden. Även här låg sökandes framställan helt till grund för bedömningen och det framgår inte om AMN har haft tillgång till det skriftliga underlag som styrelsen i Scania AB låtit göras till aktieägarna i syftet att råda dem till att avvisa MAN:s bud. Anmärkningsvärt med detta fall är att FI, innan framställan till nämnden gjordes, hade inlett en utredning för att utröna huruvida åtgärderna stod i strid med 5 kap LUA. AMN kom i sin bedömning fram till att åtgärderna (både vidtagna och planerade) var förenliga med lagrummet.

I ärenden som rör dispens från tidsfrist kan sägas att samtliga dispenser meddelats av administrativa skäl, som att sökanden har varit beroende av en extern part att inkomma med nödvändiga dokument för färdigställandet av erbjudandehandlingen.

5 FI:s utvärdering av AMN:s arbete

FI:s roll som yttersta tillsynsorgan över LUA medför också en skyldighet säkerställa att de ärenden som AMN handlägger sker på ett rättssäkert sätt och i enlighet med avtalet mellan FI och Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden.¹²¹ Enligt propositionen ankommer det på FI att pröva att det organ, till vilket inspektionen delegerat uppgifter enligt LUA, har den sammansättning, organisation, beslutsstruktur och beslutskompetens som är nödvändig. Därutöver skall inspektionen också löpande kontrollera att organet fungerar på det sätt som utgåtts från vid delegeringen.¹²²

FI har utvärderade samarbetet med AMN under föregående höst och uppmärksammade vissa brister i LUA som inverkar negativt på samarbetet mellan organet och FI. Inspektionen redovisade också vissa synpunkter på nämndens handläggning av ärenden. Avsikten är att FI skall följa upp denna utvärdering under sommaren 2008 och då bland annat undersöka om AMN har ändrat arbets sätt utefter den framförda kritiken.¹²³

I utredningen beskrivs de rättssäkerhetsproblem som det innebär att FI är första överklagandeinstans för AMN:s beslut som meddelas inom ramen för delegeringen. En effektiv tillsyn innebär att FI måste ha insyn i AMN:s beslutsfattande verksamhet. Samtidigt innebär FI:s roll som överklagandeinstans att inspektionen måste hålla AMN på ”armlängds avstånd” för att inte skada nämndens och FI:s egen legitimitet.¹²⁴

Problematiken med denna ansvarsfördelning påverkar också FI:s utvärdering av AMN:s beslutsfattande. FI kan inte pröva de beslut som AMN har meddelat enligt delegeringen. För prövning krävs att beslutet är överklagat till FI. Av den anledningen har inspektionen endast gjort en generell bedömning av nämndens tillämpning och tolkning av bestämmelserna i samband med utredningen.¹²⁵

5.1 AMN:s bundenhet vid framställan

Som tidigare beskrivits i uppsatsen ansågs det i propositionen vara mest lämpligt att AMN:s arbetsordning bibehölls och att nämnden även fortsättningsvis skulle lämna förhandsbesked enbart på någons begäran samt grunda beslut på de uppgifter som sökanden lämnar. Det framgår också av förarbetena att AMN inte bör ha ansvar för att pröva trovärdigheten i de

¹²¹ FI Dnr 07-1845-610 s. 1.

¹²² Prop. 2005/06:140 s. 122.

¹²³ www.fi.se: *Tal: FI:s och Aktiemarknadsnämndens roller vid offentliga uppköp.*

¹²⁴ FI Dnr 07-1845-610 s. 2.

¹²⁵ FI Dnr 07-1845-610 s. 2.

uppgifter som lämnas eller företa utredning i ärendet.¹²⁶ Detta skiljer sig från FI:s arbetsordning som innebär ett ansvar för att utredningen i ärendet blir så fullständig som möjligt.¹²⁷

Enligt FI:s utredning är det AMN:s uppfattning att sökandes framställning avgränsar frågeställningen men att nämnden är fri att inhämta fakta från andra källor. FI anser emellertid att nämndens begränsade utredningsmöjligheter och bundenhet vid sökandes framställan kan innebära att beslut fattas på ett bristfälligt underlag. Det finns en risk, enligt FI, att sökanden utelämnar omständigheter i sin framställan som kan vara ofördelaktiga för denne, vilket i sin tur kan medföra felaktiga beslut från nämndens sida.¹²⁸

FI framför också möjligheten att inspektionen, som styrs av official-principen, inom ramen för tillsynsansvaret initierar egna utredningar av ärenden som avgjorts av nämnden. Eftersom FI har en skyldighet att utreda ärendet så fullständigt som möjligt kan inspektionen även beakta sådana omständigheter som sökanden utelämnat i framställan till AMN, och följaktligen komma till annan slutsats än nämnden.¹²⁹

FI menar att det kan diskuteras om det istället skulle vara mer ändamålsenligt att befria AMN från dess bundenhet till sökandes framställan och därmed ge organet större utredningsbefogenheter.¹³⁰

5.2 Konfidentiella uttalanden

AMN får kritik från FI för att de i ett flertal fall har hållit uttalanden konfidentiella. När utredningen gjordes var fyra uttalanden som meddelats sedan delegeringen alltså konfidentiella.¹³¹

Lagen medger att beslut hålls konfidentiella om det finns särskilda skäl. Då får kungörande ske vid ett senare tillfälle som AMN bestämmer. Kravet på särskilda skäl menar FI innebär att detta undantag skall tolkas restriktivt. Eftersom beslut, som innebär att en ansökan helt eller delvis bifallits, kan överklagas av annan än sökanden är det av yttersta vikt att AMN gör en särskild sekretessprövning. FI konstaterar vidare att nämndens uttalande saknar de särskilda skäl till varför ett uttalande hålls konfidentiellt, vilket inte ligger i linje med den motiveringsplikt enligt 20 § FL som nämnden har enligt delegeringen.¹³²

¹²⁶ Prop. 2005/06:140 s. 83.

¹²⁷ FI Dnr 07-1845-610 s. 5.

¹²⁸ FI Dnr 07-1845-610 s. 5.

¹²⁹ FI Dnr 07-1845-610 s. 5 f.

¹³⁰ FI Dnr 07-1845-610 s. 5.

¹³¹ FI Dnr 07-1845-610 s. 9.

¹³² FI Dnr 07-1845-610 s. 9.

5.3 Överklagande

FI poängterade att bestämmelserna i tryckfrihetsförordningen om rätt att ta del av handlingar hos myndighet inte är tillämpliga för AMN:s beslut, vilket är en effekt av att AMN inte införts i bilagan till sektresslagen (1980:100). AMN har heller ingen lagstadgad skyldighet att diarieföra ärenden eller hålla en publik lista över avgjorda ärenden. Detta, sammantaget med AMN:s bundenhet vid sökandens framställan, påverkar möjligheten för andra än sökanden att överklaga.¹³³

AMN har också en möjlighet, såsom redovisades ovan, att hålla ett avgjort ärende konfidentiellt trots att det går i omedelbar verkställighet (8 kap 2 § LUA). Denna reglering har sin grund i, dels hur AMN arbetade enligt självregleringen, dels i att det kan finnas starka skäl för sekretess. Detta inverkar dock negativt på överklagandemöjligheten. FI menar att det är väsentligen mycket svårare att överklaga ett beslut när den åtgärd som beslutet avser redan är vidtagen och exemplifierar med ett beslut om försvarsåtgärder där det skulle vara omöjligt att uppnå någon praktisk effekt genom ett överklagande.¹³⁴

5.4 Regeltillämpning och tolkning

Mot bakgrund av syftet med LUA, att garantera aktieägarna i målbolaget en rättvis behandling samt att möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet, menar FI att AMN:s uttalande vanligtvis saknar ett resonemang kring hur ett visst beslut kommer att påverka aktieägarna i målbolaget. Det är därför också svårt att utläsa vilken vikt AMN har fäst vid aktieägarnas, och i synnerhet minoritetsaktieägarnas, intressen.¹³⁵

FI anser vidare att det är svårt att av besluten läsa ut vilka överväganden nämnden gjort rörande villkor för dispens från budplikt. Uttalanden innehåller sällan någon diskussion eller redovisning av övervägandena i detta avseende. Om sökanden beviljas dispens med villkor att aktieinnehavet skall minskas godtas, schablonmässigt, den tidsfrist som sökanden begär. Tidsfristerna varierar mellan 6 – 24 månader. Det är av stort värde, enligt FI, att nämnden redovisar de överväganden som görs i samband med att sökandens tidsfristbegäran godkänns.¹³⁶

¹³³ FI Dnr 07-1845-610 s. 6.

¹³⁴ FI Dnr 07-1845-610 s. 7.

¹³⁵ FI Dnr 07-1845-610 s. 11.

¹³⁶ FI Dnr 07-1845-610 s. 11.

6 Analys

6.1 LUA:s funktion som skyddslagstiftning

Uppsatsen har visat betydelsen och innebörden av reglerna i LUA utifrån aktieägarens perspektiv. Ett viktigt konstaterande i sammanhanget är att LUA inte är en renodlad skyddslagstiftning som bara visar aktieägarna hänsyn, även marknadens behov av omstruktureringar måste beaktas. Genom lagens huvudbestämmelser garanteras aktieägarnas rättigheter vid ett förestående bud på bolaget. Samtidigt måste lagen iaktta den samhällsekonomiska nytta som omstruktureringar innebär. Därför har det införts möjligheter till dispens från budplikt och från tidsfristen om erbjudandehandlingen inte kan utformas inom föresatt tid. Dispens från bolagstämmebeslut rörande försvarsåtgärder kan ges om sådana åtgärder kan motiveras av andra skäl än det föreliggande budet. Det kan röra sig om att skydda borgenärerna (om bolaget behöver uppkapitaliseras) eller att upprätthålla kontraktuella åtaganden som bolaget har gentemot tredje part.

Den stora svårigheten med lagstiftningen på detta område är att bibehålla aktieägarnas förtroende för marknaden, samtidigt som handeln på marknadsplatserna stimuleras i så stor utsträckning som möjligt. Sker dock denna handel på bekostnad av minoritetsaktieägarnas intresse faller en av de bärande pelare på vilket hela förtroendet för aktiemarknaden vilar. Om man emellertid enbart tar hänsyn till minoritetsaktieägarnas intressen riskerar marknaden att stagnera och dess värdeskapande funktioner urlakas.

AMN kan, enligt min mening, därför sägas ha något av en vågmästarroll i sammanhanget. Den meddelar dispenser och tolkar lagen och har således ett ansvar för att både huvudbestämmelsernas och undantagens syfte efterlevs i respektive ärende. För min frågeställnings del handlar det inte om att kritisera AMN:s beslut på rent statistiska grunder även om (som redovisades i kap 4.2.1.1) 3 nekade dispenser av 98 kan indikera att nämndens prövning tenderar att dra åt ett håll. Det viktiga är istället att undersöka om AMN gör denna intresseavvägning när de fattar sina beslut, om AMN motiverar sina beslut väl och för ett resonemang kring både aktieägarnas ställning och samhällsekonomiska konsekvenser även i de fall där, till exempel, dispens från budplikt medges eller budplikt inte anses föreligga. Dessa olika intressen skall vägas mot varandra mot bakgrund av lagens syfte och det anser jag vara nämndens huvuduppgift som tillsynsorgan över lagen.

Har man som jag nu gjort, ställt ovanstående kriterium för AMN:s *prövning* måste krav också ställas på nämndens *handläggning*. För att kunna axla ansvaret som det organ som skall meddela dispenser och tolkningsbesked efter delegering måste nämnden samtidigt ha ett fullgott underlag för sin prövning.

Det återstår nu, mot bakgrund av uppsatsens deskriptiva del, att pröva om AMN:s handläggning och prövning av ärenden motsvarar de krav som jag har uppställt mot bakgrund av LUA:s syfte. Tillgodoses och skyddas aktieägarnas ställning genom nämndens handläggning och prövning av ärenden?

6.2 Tillgodoses minoritetsskydden vid AMN:s handläggning och prövning av ärenden?

6.2.1 Analys av AMN:s handläggning av ärenden

6.2.1.1 AMN:s bundenhet vid sökandens framställan

När möjligheten till delegering enligt direktivet valdes av den svenska lagstiftaren kommenterades också AMN:s handläggningsformer. Därvid konstaterades att den ordning som gällde när AMN övervakade de regler som NBK och marknadsplatserna själva hade uppställt, borde bibehållas även inför den framtida tillsynsformen.

Det är följaktligen sökanden som beskriver bakgrunden och omständigheterna i det konkreta fallet och det är på dessa uppgifter som AMN fattar beslutet. Uppsatsen har också visat att AMN inte gör någon trovärdighetsbedömning av underlaget men att de är fria att be sökanden att komplettera sin ansökan eller att inhämta fakta från annat håll. Jag har svårt att se att nämndens befogenheter i detta läge ens kan aktualiseras utan att en trovärdighetsbedömning görs och jag ställer mig frågande till om detta någonsin sker när nämnden handlägger sina ärenden. Det framgår inte av de publicerade uttalandena om AMN har förelagt om komplettering eller själv kompletterat med fakta, det står emellertid uttryckligen att bakgrundsbeskrivningen i uttalandet bygger på sökandens framställan.

FI riktar också viss kritik mot nämndens ensidiga bedömning. Inspektionen menar att detta kan riskera att leda till ett felaktigt beslut eftersom det finns en risk att sökanden utlämnar uppgifter som inte gagnar denna. Det är min åsikt att risken är påtaglig att beslut tas på fel grunder även om uppgifter *inte* utlämnas, det kan också röra sig om *hur* uppgifter presenteras i inlagan. En majoritetsaktieägare som önskar dispens från budplikt kommer förmodligen presentera fakta i sin framställan på ett högst subjektivt sätt. Även om det, objektivt sett, riktiga beslutet i fallet är att medge dispens så innebär den subjektiva inlagan att AMN är förhindrad att grunda sitt beslut på den intresseavvägning som lagen, enligt min mening, uppställer som krav.

Genom att nämnden binds vid sökandens framställan saknas garantier för att de omständigheter som är i minoritetsaktieägarens intresse presenteras för

nämnden på ett sakligt korrekt sätt. Här finns således en brist i handläggningen som riskerar att leda till en skevhet vid prövningen av ärendet varvid minoritetsaktieägarnas intresse inte ges tillräcklig vikt i beslutsfattandet.

6.2.1.2 Sekretess och överklagande

Att AMN har en möjlighet att hålla beslut konfidentiella trots att de går i omedelbar verkställighet bygger på den känslighet aktiemarknaden uppvisar för informationsläckage. Man skulle således kunna dra slutsatsen att sekretess i dessa fall upprätthåller LUA:s syfte att uppmuntra till sunda omstruktureringar. Affärer som riskerar att inte genomföras om de blir allmänt kända bör därför sekretessbeläggas till dess de kan offentliggöras utan skada. Nämnden kan också välja att publicera beslutet i sammandragen och anonymiserad form; så skedde till exempel i AMN 2006:34¹³⁷ som redovisas under kap. 4.2.1.2.

FI påpekar i sin utredning att ett senareläggande av offentliggörande påverkar andra än sökandens rätt att överklaga beslutet. Inspektionen menar att det kan vara verkningslöst att överklaga en redan vidtagen försvarsåtgärd när beslutet väl offentliggörs. FI påpekar också att lagen uppställer hårda krav för att ett beslut skall kunna hållas konfidentiellt och AMN kritiseras för att inte motivera skälen till att hålla vissa ärenden konfidentiella under lång tid.

Enligt min mening finns det inga goda argument för att helt ta bort möjligheten att sekretessbelägga besluten för att garantera andra än sökanden en överklagandemöjlighet. Att AMN skall pröva, i varje enskilt ärende, huruvida sekretess är påkallat väger upp den negativa aspekten med att överklagandemöjligheten kan bli verkningslös när beslutet väl offentliggörs. Genom att en begäran om sekretess ”slussas” genom AMN och inte rutinemässigt godtas aktualiseras återigen den intresseavvägning nämnden, enligt min mening, har till uppdrag att göra. I varje enskilt fall skall alltså överklaganderätten för andra än sökanden vägas mot behovet att affären hålls hemlig för att kunna genomföras. Detta ställer stora krav på nämnden när den gör denna bedömning och jag instämmer därmed i inspektionens bedömning att AMN bör motivera ett sådant ställningstagande väl. Detta har nämnden dessutom en lagstadgad skyldighet att göra enligt 20 § FL, som genom delegeringen är tillämplig på nämndens arbete. FI konstaterar att AMN brister på denna punkt, vilket jag ser som ytterst allvarlig kritik. Det är min åsikt att det bör framgå av ett beslut att senarelägga offentliggörandet hur nämnden har värderat övriga aktieägares (och andras, för vilket överklaganderätt kan komma ifråga) intresse av att överklaga vad beslutet avser.

¹³⁷ I efterhand har emellertid AMN offentliggjort namnen på de inblandande bolagen i beslutet.

6.2.2 Analys av AMN:s prövning av ärenden

Som nämndes i inledningen till analysen är det främst av vikt att se vilka överväganden nämnden gjort vid beslutsfattandet, oaktat om beslutet i sig är till fördel eller till nackdel för minoritetsaktieägarna. Som framgått av uppsatsen har jag, till skillnad från FI, haft möjlighet att granska nämndens enskilda uttalanden och det är således dessa som ligger till grund för de slutsatser som dras i de följande delkapitlen.

6.2.2.1 Beslut om dispens från budplikt

Ärenden som rör begäran om dispens från budplikt är de mest frekventa ärendena som inkommer till nämnden. Jag valde att granska dispensbeslut under år 2007, i vilka dispens medgavs i samtliga fall. AMN medgav dispens antingen för att något kontrollägarskifte inte hade skett i samband med den budpliktiges förvärv av aktier, eller för att förvärvet hade skett genom någon form av emission. I ett fall, som jag hänvisar till men inte redogör för (2007:32) föreligger redan ett offentligt erbjudande varför budplikt inte var aktuellt.

Mitt sammanlagda intryck av de dispensärenden som jag granskade är att de är mycket knapphändert motiverade och att det saknas ett resonemang kring hur övriga minoritetsaktieägarna drabbas av att budplikt uteblir. I de ärenden där dispens beviljades för att förvärvet hade skett genom emission hänvisar AMN till ett och samma citat i propositionen där det sägs att förvärv genom emission kan vara skäl till att budplikt bortfaller om man vid en helhetsbedömning kommer fram till att dispens ligger i hela aktieägar-kollektivets intresse och att detta intresse väger tyngre än aktieägarnas möjlighet att lämna bolaget. AMN redovisar emellertid inte om de har gjort en dylik helhetsbedömning, nämnden applicerar helt enkelt inte respektive ärendes omständigheter på lagtext eller förarbetsuttalande, detta trots att citatet från propositionen uttryckligen uppmanar till intresseavvägning. Därigenom blir det också omöjligt att se om eller hur AMN de facto har visat övriga aktieägare hänsyn i bedömningen. Som avslutning skriver AMN i varje beslut att skäl som kan tala emot dispens inte kan anses föreligga. Enligt min mening finns alltid skäl som kan tala mot budplikt, men de kan självklart vara av mindre betydelse i förhållande till en medgiven dispens. Jag finner det anmärkningsvärt att AMN formulerar sig så utan att motivera varför.

I AMN 2007:36 gavs Volkswagen en *generell* dispens att förvärva obegränsat med aktier i Scania. Omständigheterna i fallet var mycket speciella och jag anser att nämnden visar prov på en önskvärd restriktiv tolkning av förarbetsuttalandet när de förvägrar dispens enbart på grunden att Volkswagen borde jämföras med de äldre storägare som var undantagna från budplikt vid ytterligare förvärv. Däremot ställer jag mig mycket kritisk till att nämnden ger en generell dispens. Jag anser att dispensbeslut skall tas mot bakgrund av ett specifikt förvärv. Att meddela generell dispens, utan in casu-bedömning av hur detta kan påverka övriga aktieägare, rymms

egentligen inte i vare sig lagbestämmelsen eller förarbete. Propositionen anger att ett visst, marginellt, framtida förvärv kan omfattas av dispensen, men någon möjlighet att ge dispens för ett obegränsat förvärv finns inte. Nämnden för heller inget resonemang kring vilka konsekvenser en sådan dispens får för minoritetsägarna i Scania och på vilket sätt dispensen väger tyngre än deras intresse.

I en del dispensärenden har AMN förenat dispensen med villkor som innebär att den budpliktige bör avyttra aktier inom en viss tid så att innehavet faller under budpliktsgränsen. I två av de ärenden jag granskade (AMN 2007:23 och 2007:03) har ett sådant villkor införts i beslutet eftersom sökanden själv har framställt sin intention att minska innehavet inom viss tid. I dessa fall har AMN också godkänt den tidsram som sökanden framfört; i AMN 2007:03 spände denna tid över 24 månader. FI anser i sin utredning att dylika tidsfrister för att minska aktieinnehavet godtas schablonmässigt av nämnden och utan att det motiveras. Detta framstår även för mig som ett uppenbart problem. Även här bör nämnden självklart pröva sökandens angivna tid mot bakgrund av hur stort innehavet är och vad som är rimlig tid för att innehavet skall minskas. Ovan nämnda beslut innebär att den budpliktige har kontrollen över bolaget i ytterligare två år, men å andra sidan krävs det här att innehavet minskas med över 20 %. Det är ändå av stor vikt att AMN motiverar varför sökandens tidsfrist godtas. På så sätt redovisas också på vilka grunder ett kontrolläggande tillåts fortgå på bekostnad av ett minskat inflytande över bolaget från minoritetsaktieägarnas sida.

6.2.2.2 Tolkning av budpliktsbestämmelserna

I fyra fall, sedan delegeringen, har AMN uttalat huruvida budplikt föreligger i en viss specifik situation. Framförallt är det närståendegrunderna som orsakar tveksamheter från sökandens sida, och dessa är i några fall komplicerade att förstå. Man kan fråga sig om oäkta koncerner skall räknas som närstående (det vill säga när två företag som *inte* motsvarar definitionen av koncern i ABL:s mening men ändå *de facto* kan utöva gemensam kontroll över ett tredje bolag). Osäkert är också vilka slags samarbeten och överrenskommelser som träffas av närståendedefinitionen i 3 kap 5 § LUA, och propositionen ger bara viss ledning härom.

Även på denna punkt fyller AMN en viktig roll som vägledare för marknadsaktörerna och som garant för att aktieägarnas intressen tillgodoses genom att budplikten inte missförstås och undgås. Men också här anser jag att nämnden brister. I två av de ärenden jag redogjorde för var problematiken synnerligen intressant: AMN 2006:15 och AMN 2006:56.

I AMN 2006:15 är frågan om ett aktieägaravtal om hur röster skulle läggas i nästkommande bolagsstämma kunde vara en överrenskommelse som grundade ett närståendeförhållande. Visserligen tror jag att AMN kommer till rätt slutsats när de hänvisar till propositionen i vilken det sägs att överrenskommelsen skall vara av långvarig art för att anses som

närståendegrundande. Samtidigt appliceras inte omständigheterna i det enskilda fallet på propositionens innehåll. Ett avtal om att inte rösta emot den andre partens valda styrelseledamöter kan, enligt min mening, åtminstone få långsiktiga konsekvenser för bolagets förvaltning även om överrenskommelsen i sig enbart riktar in sig på en nära förestående stämma. Även här efterlyser jag motivering och redovisad intresseavvägning från nämndens sida.

Särskilt anmärkningsvärt är AMN 2006:56, i vilket ett närstående-förhållande inte ansågs föreligga. Nämnden redovisar inte varför ägarstrukturen föll utanför koncerndefinitionen i 3 kap 5 § 1 p LUA och avvisar övriga närståendedefinitioner utan närmre analys eller motivering. Det förekommer inte heller något resonemang kring övriga aktieägares ställning i samband med transaktionen som innebar att en och samma person faktiskt kontrollerade mer än 30 % av rösterna i Doro AB. I detta fall ställer jag mig tveksam till om AMN verkligen fattade rätt beslut i frågan. Mot bakgrund av budpliktsbestämmelsens syfte anser jag det tydligt att ägarstrukturen som innebar faktisk kontroll över Doro borde omfattas av budplikt. I ett andra steg kunde man tagit ställning till om dispens från budplikt istället skulle ges. Med ett så bristfälligt resonemang som nämnden i detta fall för skapas inget annat än en urholkning av en så viktig bestämmelse som budplikten, och minoritetsaktieägarnas intressen bortfaller helt ur bedömningen.

6.2.2.3 Tolkning av försvarsåtgärder

AMN har endast meddelat ett tolkningsbesked kring 5 kap LUA: AMN 2006:55. Frågan ställdes till AMN sedan FI beslutat att inleda utredning i ärendet. AMN motiverar sitt beslut väl, mot bakgrund av den engelska förslaget till bestämmelsen om försvarsåtgärder och mot bakgrund av svensk lag och förarbeten. Nämnden hänvisar också till AMN 2005:47 där det konstaterades att det stod styrelsen fritt att argumentera på ett sakligt och korrekt vis för ett avvisande av budet. Av AMN:s beslut i det aktuella fallet framgår emellertid inte om nämnden har granskat Scantias styrelses informationsbroschyr som trycktes upp till aktieägarna och huruvida denna har ansetts legitimerad genom sitt sakliga och korrekta innehåll. Ett offentligt erbjudande är riktat till aktieägarna och det är de som skall ta ställning till budet, vilket kan vara svårt om den egna ledningen utger information som inte speglar verkligheten.

FI avslutade inte utredningen som inleddes och en intressant fråga, om man antar att AMN inte närmre granskade styrelsens informationsmaterial, är huruvida inspektionen skulle ha kommit till ett annat beslut än nämnden. FI styrs av officialprincipen och har en skyldighet att tillse att ärendet blir så utrett som möjligt, i det måste anses innefattas en granskning av det material styrelsen i Scania sammanställt till aktieägarna och publicerat i pressen.

6.2.2.4 Dispens från tidsfristen

När det gäller ärenden där sökanden anhåller om dispens från fyraveckorsfristen att upprätta erbjudandehandling kan sägas att nämnden i alla fall har medgivit dispens på administrativa grunder. Mot bakgrund av lagens syfte; att uppmuntra till sunda omstruktureringar, godtas uppskovet om sökanden är beroende av tillstånd och utlåtanden från en extern part för att kunna fullfölja erbjudandet.

När det gäller dessa beslut finner jag inget att anmärka på ur aktieägarnas synvinkel. Den nya tidsfrist som sökanden har att rätta sig efter är heller inte orimligt lång i besluten, vilket hade kunnat inverka negativt på bedrivandet av verksamheten i målbolaget, vilken stagnerar under tiden erbjudandet fortgår. Det är emellertid förvirrande om en erbjudandehandling publiceras och lämnas ut till aktieägarna om inte det står fullständigt klart att budet kan genomföras och nödvändiga tillstånd är inhämtade från myndigheter (se bland annat AMN 2007:40).

6.2.3 Slutsats

Av ovanstående analys framgår att AMN uppvisar brister i både handläggning och prövning som får negativa effekter för aktieägarna, och då i synnerhet minoritetsaktieägarna.

Nämndens bundenhet vid sökandens framställan medför till att aktieägarnas intressen inte framförs till nämnden vilket leder till att detta inte heller vägs in på ett lämpligt sätt i prövningen av ärendet. Vidare brister nämnden i sin motiveringsplikt enligt 20 § på flera punkter.

Dispenser från budplikt motiveras knapphändert och utan att nämnden redovisar en intresseavvägning i vilken det framgår vilka konsekvenser en dispens kan få för övriga aktieägare. Om dispensen villkoras med att aktieinnehavet skall minskas godtas sökandens uppgivna tidsram utan att detta motiveras av nämnden. Tolkningsbesked som rör huruvida budplikt föreligger eller inte är också anmärkningsvärt bristfälligt motiverade vilket skapar osäkerhet för alla aktörer på marknaden; inte minst den som kan drabbas av budplikt och de aktieägare som därmed riskerar att gå miste om möjligheten att lämna sin investering i bolaget. Vad gäller uttalandet om försvarsåtgärder har konstaterats att detta är välmotiverat, men det framgår inte om AMN har haft styrelsens informationsmaterial tillgängligt vid fattandet av beslutet. Om så inte är fallet är detta återigen ett problem som rör AMN:s ensidiga handläggning och bundenhet vid sökandens framställan.

En sista kritik måste riktas mot nämndens bristande motivering när det gäller att senarelägga offentliggöranden av beslut. AMN skall här tillse att konfidentialitet väger tyngre än aktieägares (och andras) intresse av att överklaga beslutet. Det är i dessa fall viktigt, inte minst för nämndens egen legitimitet, att dylika beslut motiveras väl.

6.3 Åtgärdsförslag

Det finns, enligt mig, en rad olika möjligheter att överväga för att förbättra tillsynen över LUA och garantera aktieägarna ett bättre skydd. Uppsatsen har visat att den svenska versionen med AMN som ett partiellt offentlighetsorgan under FI inte har sin motsvarighet i andra länders val av tillsynsform. Det är därför av intresse att ifrågasätta om inte den svenska tillsynen kan organiseras på ett annat sätt. Jag kommer att redogöra för tre alternativ:

1. Överlåta helt på Finansinspektionen att utöva tillsyn
2. AMN som myndighet
3. Åtgärder som förbättrar AMN:s partiella handläggning i bibehållen form.

6.3.1 Finansinspektionen som ensamt tillsynsorgan

Finansinspektionen är det egentliga tillsynsorganet enligt 7 kap 1 § LUA men har givits möjlighet att delegera förvaltningsuppgifter till AMN. Att denna möjligheten valdes motiverades med att AMN hade kompetens inom området, kunde garantera snabb handläggningstid samt att FI:s bristande resurser skulle omöjliggöra samma snabba handläggningstid om förvaltningsuppgifterna stannade hos inspektionen.

Både danska och finska finansinspektionen står för tillsynen över offentliga uppköpserbjudanden i respektive land. I Finland biträds inspektionen av en nämnd för företagsförvärv, som dock har begränsade uppgifter och Inspektionerna hade emellertid även innan direktivets införlivande haft denna uppgift, vilket skiljer sig från FI. Emellertid finns det goda argument för att FI ensamt skulle stå för tillsynen även i Sverige.

FI är en förvaltningsmyndighet och är således styrd av reglerna i FL. Detta innebär att inspektionen har en skyldighet att utreda ärendet så grundligt som möjligt. FI har också större befogenheter att inhämta handlingar och förelägga part att inställa sig till förhör. På så sätt garanteras att handläggning av ärendet innebär ett fullgott beslutsunderlag för inspektionen som därmed har större möjlighet att ta hänsyn till aktieägarnas intressen i respektive ärende.

I propositionen nämns framförallt FI:s långa handläggningstider som ett argument för att överlåta uppgifter till AMN. Emellertid kan nämndens bundenhet vid sökandens framställan förklara varför beslut kan fattas inom kort tid, officialprincipen medför per automatik att besluten tar längre tid att fatta. Som analysen har visat brister också AMN i sin motivering av besluten, även när det gäller att meddela tolkningsbesked. Framgår det inte av tolkningsbeskeden hur AMN har resonerat skapas heller ingen

förutsägbarhet för övriga aktörer på marknaden. Uppstår tolkningsproblem på nytt behöver dessa således vända sig till AMN för besked. Enligt min mening kan AMN:s bristande motiveringar också innebära att fler ärenden inkommer till nämnden. Klarare motiveringar, å andra sidan, skapar tydligare riktlinjer och aktörerna som därmed vet vad de har att rätta sitt handlande efter. Nu sysselsätts FI istället med att inleda utredningar i de fall där aktörerna har missförstått LUA:s regler¹³⁸ och resultatet är inte klarhet utan snarare förvirring. Det kan således vara lämpligare att tillsynen helt och hållet stannade hos ett organ och inte spreds ut på två olika som dessutom tillämpar olika handlägningsförfaranden. På så sätt skapas tydligare regler för aktörerna och det förefaller inte omöjligt att ökad tydlighet också genererar färre ärenden.

Skulle FI ta över uppgiften att meddela dispenser och tolkningsbesked enligt LUA försvinner dock ett viktigt element. AMN bildades 1986 och har således mer än 20 års erfarenhet av ärenden som rör uppköpserbjudanden. Nämnden har dessutom byggt upp ett starkt förtroende på marknaden och arbetar enbart med aktiemarknadsrättsliga frågor. Det ligger således ett värde i att behålla AMN som organ.

Jag ser det som möjligt att FI helt tar över tillsynsansvaret, däremot anser jag det inte vara den mest effektiva lösningen för att komma tillrätta med de brister jag har presenterat i analysen.

6.3.2 AMN blir en myndighet

Genom att ge AMN offentlighetsrättslig ställning kan mycket av problematiken som jag har presenterat åtgärdas. AMN är bildad med *The Panel on Takeovers and Mergers* som förebild och den senare har fått offentlighetsrättslig ställning (*statutory footing*) i samband med implementeringen av direktivet. AMN, å andra sidan, ålades enbart ett visst offentlighetsrättsligt ansvar. Jämförs AMN med de organ som Danmark, Finland och Storbritannien valt att lägga tillsynen på kan konstateras att AMN har fått ett stort ansvar utan att samtidigt ges offentlighetsrättslig ställning. Den finska Centralhandelskammarens uttalande är till exempel avhängiga ett godkännande från den finska finansinspektionen. Direktivet anger också att tillsynsmyndigheten bör kunna kräva att budintressenterna lämnar information om sig själva, vilket FI men inte AMN kan. Väljer man att dela upp tillsynen på två olika organ såsom Sverige har gjort anser jag ändå att det är viktigt att båda organen uppfyller de riktlinjer som anges i ett bakomliggande direktiv.

AMN som myndighet innebär att nämnden kommer att styras av official-principen. Precis som konstaterades för FI innebär det att beslutsunderlaget blir fullgott och aktieägarna garanteras en riktig intresseavvägning mellan huvudbestämmelserna och undantagsbestämmelserna i LUA. AMN skulle

¹³⁸ I uppsatsen har redogjorts för Investor och Wallenbergsstiftelsernas okunskap om huruvida de var att anse som närstående, samt Scantias styrelses vidtagna försvarsåtgärder. Båda dessa fall resulterade i att FI inledde, men aldrig färdigställde, utredning.

på så sätt också få större utredningsbefogenheter, vilket ligger i linje med direktivet. Motiveringsplikt gäller redan idag för AMN där jag har konstaterat att nämnden brister på flera punkter. Skulle AMN få status som myndighet kan man emellertid tänka sig att besluten också (som en följd av bättre handläggning) motiveras tydligare.

Som myndighet kan AMN även, likt The Panel on Takeovers and Mergers, få en rätt att meddela sanktioner vid överträdelse av bestämmelserna i LUA. FI kan även fortsättningsvis fungera som överklagandeinstans för AMN:s beslut, men rättstillämpningen blir mer enhetlig när både första- och andrainstans har samma handläggningsform.

AMN:s kompetens inom området kan på så sätt bibehållas och relativt snabb handläggningstid kan upprätthållas trots att utredningsskyldigheten för nämnden blir något mer omfattande. AMN har trots allt god förkunskap genom att vara sammansatt av ledamöter med både juridisk och näringslivs-inriktad sakkunskap. Skillnaden blir att ledamöterna är bundna av FL i sin handläggning och prövning av ärenden. FI har redan långtgående uppdrag inom andra områden av finansmarknaden och att ansvara helt för LUA skulle betunga inspektionens verksamhet betydligt. AMN, däremot, har spetskompetens på området och det borde vara det mest effektiva att koncentrera ärendena på ett organ.

6.3.3 Åtgärder som förbättrar handläggning och prövning om AMN behålls i sin nuvarande form

FI skriver i sin utvärdering att det bör övervägas att ålägga AMN större utredningsskyldighet. Detta anser jag emellertid vara en så stor förändring av nämndens arbete att det är motiverat att ge AMN offentlighetsrättslig ställning fullt ut. Om AMN:s funktion som delvis självreglerande, delvis offentlighetsrättsligt organ behålls finns emellertid andra åtgärder att vidta som säkrar att handläggning och prövning av ärenden blir bättre och att LUA:s effekt som skyddslagstiftning i aktieägarnas perspektiv förbättras.

Redan idag har nämnden befogenhet att inhämta fakta samt begära att sökanden kompletterar sin ansökan. Enligt min mening bör detta i sådana fall vara beroende av att nämnden faktiskt värderar sökandens framställan. Görs detta, och föreläggs om komplettering eller inhämtar nämnden fakta bör detta framgå av nämndens beslut. På så sätt skapas bättre legitimitet, som aktieägare hade man kunnat vara trygg i förvisningen om att nämnden granskat styrelsens informationsbroschyr och pressklipp i samband med budet på Scania från MAN, och att beslutet att åtgärderna är tillåtna därmed är riktigt.

Idag beslutas flertalet av ärendena ensamt av direktören, som har befogenhet till detta om dylika beslut redan varit för nämndens prövning. Denna

ordning bör avskaffas. Övriga ärenden bör dock beslutas såsom huvudregeln i nämndens stadgar anger: av minst fyra och högst åtta ledamöter. För att säkerställa att minoritetsaktieägarnas intressen tillgodoses i prövningen föreslår jag att en av ledamöterna, vid varje ärendes prövning, utgörs av en representant för dessa intressen. Min tanke är att någon från *Sveriges Aktiespararnas Riksförbund* skall vara ständig representant i AMN.¹³⁹ Förbundet arbetar som ombud för de minoritetsaktieägare som är medlemmar genom att bland annat närvara på bolagsstämmor, övervaka de marknadsnoterade bolagen och arbeta för bättre kontroll och insyn i dessa. Dessutom har förbundet agerat som remissinstans till regeringen vid flertalet fall, bland annat vid LUA:s tillkomst.¹⁴⁰ De negativa aspekterna med AMN:s ensidiga handläggning skulle enligt min mening kunna stävjas genom att förbundet har en uttrycklig representant i nämnden som kan tillse att en korrekt intresseavvägning görs vid nämndens beslutsfattande.

6.3.4 Slutsats

Analysen har behandlat tre förslag på förbättringar av tillsynen över LUA. Förslaget att FI tar över tillsynen helt och hållet är inte omöjligt men medför samtidigt att ett organ med 20 års erfarenhet av offentliga uppköps-erbjudanden ställs åt sidan. Min slutsats är att det framstår som ett bättre och mer effektivt alternativ att vidareutveckla AMN som tillsynsorgan. Två alternativ ter sig möjliga. Det första alternativet är att ge AMN offentlig-rättslig ställning och större utredningsbefogenheter som innebär att ärendena blir tillräckligt utredda och därmed bättre motiverade. Det andra alternativet syftar till att förbättra handläggningen och prövningen hos AMN som partiellt offentlighetsrättsligt organ. I det ingår att granska sökandens framställan kritiskt och inhämta fakta och redovisa i uttalandet att detta har gjorts. AMN:s sammansättning bör också förändras på det sätt att en representant från en intresseförening; förslagsvis *Aktiespararnas Riksförbund*, utgör en ständig representant i nämnden samt att beslut inte skall kunna fattas av direktören eller ordföranden ensam.

De senare två förslagen innebär ett bättre skydd för aktieägarna i handläggningen och prövningen av ärenden. Detta kommer till viss del att ske på bekostnad av den snabba handläggningstid som nämnden annars uppvisar. LUA uppställer dock krav på att målbolagets aktieägare visas tillbörlig hänsyn och lagens krav bör gå före behovet att meddela beslut inom ett dygn.

¹³⁹ Idag är inte föreningen representerad i AMN enligt Anna Jansson, jurist på Aktiespararnas Intressebevakning.

¹⁴⁰ För mer information om förbundets arbete: www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/.

7 Avslutning

*Men strunt är strunt och snus är snus om ock i gyllne dosor*¹⁴¹

Uppsatsen har visat att minoritetsaktieägare sällan visas hänsyn av AMN i dess handläggning och prövning av ärenden. Ändå finns anledning att fråga sig om det man på akademisk nivå ser som ett problem även är ett problem i den praktiska verkligheten. Ovanstående recitering av Gustav Frödings dikt får inleda detta sista avsnitt. Är strunt är strunt, om ock i akademiskt tryck?

Den tredje mars i år offentliggjordes nyheten att Volkswagen köper samtliga Investors och Wallenbergsstiftelsernas A-aktier i Scania för 200 kronor styck. Affären innebär att Volkswagen nu kontrollerar 68,6 % av rösterna i Scania. Budplikt utlöses inte för Volkswagen, bolaget kontrollerade innan köpet 49,9 % av rösterna i Scania och erhöll genom AMN 2007:36 en generell dispens för att förvärva obegränsat med aktier. Motiveringen från AMN:s sida var att något kontrollägarskifte inte skulle ske även om Volkswagen utökade sitt innehav. Beslutet har även varit föremål för kritik i denna uppsats. Affären uppmärksammas nu i medierna och kritik riktas också mot AMN för bristande hänsynstagande till Sveriges småsparare.

Volkswagen har varit mäktiga ägare i Scania sedan länge och kontrollerar även 29,9 % av rösterna i MAN och har representanter i MAN:s styrelse. MAN gick ut med ett offentligt bud på Scania under hösten 2006, vilket avvisades av både styrelse och aktieägare. Budet drogs tillbaka i januari 2007 och hade då medfört att MAN lyckats förvärva 17 % av rösterna i Scania. Nu, i samband med Volkswagens senaste förvärv, kontrollerar bolaget (tillsammans med MAN) drygt 85 % av rösterna i Scania men det är oklart om de två bolagen är närstående i lagens mening, någon förfrågan därom har inte gjorts till AMN. FI har emellertid på eget initiativ inlett en utredning härom.¹⁴²

Affären kritiserar för att övriga aktieägare åsidosätts. Budplikten gäller inte i och med AMN 2007:36, det står fritt för Volkswagen att göra ett riktat bud till Wallenbergssfären. Strax efter det att affären offentliggjordes sjönk aktiekursen till 146,50 kronor för A-aktien och 133 kronor för B-aktien. Slutsatsen som dras i medierna är att Investor och stiftelserna får upp till 45 % bättre betalt än vad minoritetsaktieägarna kan tillgodogöra sig genom försäljning på börsen. AMF Pension och Swedbank Robur fonder äger en

¹⁴¹ Citatet är hämtat från dikten *Idealism och realism* av Gustav Fröding, från Albert Bonniers förlags antologi: *Gustav Frödings dikter – Den svenska lyriken* (1960, nytryck: 2001) s. 157.

¹⁴² Efter att denna uppsats färdigställdes publicerades FI:s beslut avseende MAN:s eventuella fullgörande av budplikt i Scania. Inspektionen kom fram till att MAN inte var det bolag som under LUA var budpliktig. Denna plikt åvilade istället Volkswagen, som emellertid var befriad från budplikt genom AMN:s dispensbeslut (2007:36). Frågan om närståendeförhållandet mellan MAN och Volkswagen behandlades därmed inte av FI. Se vidare: FI Dnr 08-3068 *Beslut om eventuell budplikt i Scania AB (publ)*.

minoritet av aktierna i Scania och ställer sig starkt kritiska till affären och menar att budplikten urholkas genom de dispenser som majoritetsaktieägarna beviljas av AMN. I Dagens Industri berättas om hur Scantias aktieägare blir ”brutalt åsidosatta”, Dagens Nyheter rubricerar sin artikel ”Småägare diskrimineras i Scaniaaffär”. I Svenska Dagbladet skrivs att minoritetsaktieägarna drabbas av en mindre likvid aktie och sämre kursutveckling på grund utav Volkswagens förvärv och kritik riktas mot AMN för att ha beviljat dispens från budplikten. I en annan artikel i samma tidning beskrivs AMN som ”tandlös” och som ett ”rundningsmärke i de stora båtarnas farled”.¹⁴³

Volkswagens förvärv av aktier i Scania förevisar denna uppsats slutsats på ett högst konkret sätt. AMN tillgodoser inte det skydd som minoritetsaktieägare har genom LUA, och när nämnden brister på detta sätt i sin handläggning och prövning har den inte bara ställt det viktiga minoritetsskyddet åt sidan, den förlorar den också den legitimitet och respekt som behövs för att skapa balans på aktiemarknaden.

Minoritetsaktieägarnas intressen är följaktligen inte strunt.

¹⁴³ Transaktionen, omständigheterna kring den samt framförd kritik är hämtat från Dagens Industri ”Mindre ägare rasar”, nr 54, tisdag den 4 mars 2008 s. 9 samt från Dagens Nyheter ”Småägare diskrimineras i Scaniaaffär” och Svenska Dagbladet: ”Rävspelet fortsätter i Scania” och ”Skarp kritik mot affären”, tillgängliga på respektive tidnings hemsida.

Käll- och litteraturförteckning

LITTERATUR

Kristiansson, Björn (1995) *God sed på aktiemarknaden – Aktiemarknadsnämndens uttalanden*, Stockholm: Juristförlaget JF AB

Kristiansson, Björn (1996) *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Stockholm: Juristförlaget JF AB

Nyström, Göran; Ohlsson, Robert och Skog, Rolf (2004) *Nya Takeoverregler på den svenska aktiemarknaden*, Stockholm: Jure

af Sandeberg, Catarina och Sevenius, Robert red. (2008) *Börsrätt 2:a upplagan*, Lund: Studentlitteratur

Stattin, Daniel (2006) *Takeover, Offentliga uppköpserbjudanden – Reglering, tolkning och tillämpning*, Stockholm: Thomson Fakta

Sandgren, Claes (2006) *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare*, Stockholm: Norstedts Juridik

Strömberg, Håkan (2003) *Allmän Förvaltningsrätt 22:a upplagan*, Malmö: Liber Ekonomi

Westberg, Peter (1992) *Avhandlingsskrivande och val av forskningsansats – en idé om rättsvetenskaplig öppenhet* Festskrift till Per-Olof Bolding s. 421-446, Stockholm: Juristförlaget

JURIDISKA TIDSKRIFTER

Harju, Ilkka (2006) *Uppköpsdirektivets införlivande i Finland* Nordisk Tidskrift for Selskabsret nr 1 s. 84-96

Johnston, Andrew (2007) *Takeover Regulation: historical and theoretical perspectives on the city code* Cambridge Law Journal nr 66(2) juli, s. 422-460

Malmqvist, C. F. och Moalem, Dan (2006) *Implementering af overtagelsesdirektivet i dansk ret – herunder ny takeverbekendtgørelse* Nordisk Tidskrift for Selskabsret nr 3 s. 60-77

AFFÄRSPRESS

Nachemson-Ekwall, Sophie (2008) *Mindre ägare rasar* Dagens Industri nr 54, årgång 33: 4 mars s. 6-6

OFFENTLIGT TRYCK

Regeringens proposition 2005/06:140 *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*

SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*

Finansinspektionens skrivelse: FI Dnr 07-1845-610 *Utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden*

WEBDOKUMENT

Aktiemarknadsnämnden:

Om Aktiemarknadsnämnden:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Templates/Startsida.sppx?pId=25>

Verksamhetsberättelser:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Templates/Startsida.sppx?pId=42>

Stadgar:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Templates/Startsida.sppx?pId=44>

Förteckning över avgjorda ärenden:

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/Templates/Uttalsamtliga.aspx?pId=357>

Aktiespararnas Riksförbund

Om Aktiespararna

<http://www.aktiespararna.se/Sajt/om-oss/>

Finansinspektionen

Tal: FI:s och Aktiemarknadsnämndens roller vid uppköpserbjudanden

http://www.fi.se/Templates/Page_9940.aspx

Dagens Nyheter

Småägare diskrimineras i Scaniaaffär

<http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?d=3130&a=748459&maNo=-1>
(publicerad 2008-03-03)

Svenska Dagbladet

Rävspelet fortsätter i Scania

http://www.e24.se/analys/foretagochbors/artikel_298305.e24
(publicerad 2008-03-03)

Skarp kritik mot affären

http://www.e24.se/branscher/verkstadsindustri/artikel_299067.e24

(publicerad 2008-03-04)

Dagens Industri

Wallenberg/Investor uppe i 30,64 procent av rösterna

<http://www.di.se/Index/Nyheter/2006/11/07/209314.htm?src=xlink>

(publicerad 2006-11-07)

FI granskar Wallenbergarnas Scaniaförsvar

<http://www.di.se/Index/Nyheter/2006/11/08/209468.htm?src=xlink>

(publicerad 2006-11-08)

Investor kan köpa sig fritt

<http://www.di.se/Index/Nyheter/2006/11/14/210212.htm?src=xlink>

(publicerad 2006-11-14)

FI lägger ned undersökning om Scania

<http://www.di.se/Index/Nyheter/2006/11/14/210274.htm?src=xlink>

(publicerad 2006-11-14)

Rättsfallsförteckning

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

Uttalanden: Dispens från budplikt

AMN 2006:44 (Investor, Wallenbergsstiftelserna – Scania)
AMN 2007:01 (Choice Capital AB – Home Properties AB)
AMN 2007:02 (Forskarpatent i Syd AB – Taurus)
AMN 2007:03 (CICL – Eurovip)
AMN 2007:08 (Volkswagen – Scania)
AMN 2007:16 (Carlson Hotel Worldwide inc. – Rezidor)
AMN 2007:23 (Fangel – Gexco)
AMN 2007:32 (Borse Dubai, Nasdaq – OMX)
AMN 2007:36 (Volkswagen – Scania)
AMN 2007:37 (Fastighets AB Balder, Arnhult – Biolight)

Uttalanden: Tolkning av budplikt

AMN 2006:15 (Axel Johnsson AB – Mekonomen AB)
AMN 2006:34 (Rezidor Hotel Group)
AMN 2006:56 (Alted AB, DO intressenter - Doro)
AMN 2007:43 (Borse Dubai Ltd – OMX)

Uttalanden: Tolkning av försvarsåtgärder

AMN 2005:47 (Scandia)
AMN 2006:55 (Scania)

Uttalanden: Dispens från fyraveckorsfristen

AMN 2007:40 (Borse Dubai Ltd)
AMN 2007:26 (Nasdaq Stock Market Inc.)
AMN 2007:11 (CoolGuard AB)

Rättsfall från brittisk domstol

R. v. Spens [1991] 1 W.L.R. 624 (C.A.)