



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Andrea Sedvall

# Budgivarens bundenhet vid takeovererbjudanden

– en studie av Aktiemarknadsnämndens uttalanden om  
fullföljandevillkor

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet  
30 högskolepoäng

Handledare: Katarina Olsson

Termin för examen: Period 1 VT20

# Innehåll

<b>SUMMARY .....</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING.....</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD.....</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR OCH ORDLISTA .....</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING.....</b>	<b>5</b>
1.1 BAKGRUND .....	5
1.2 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNINGAR .....	6
1.3 METOD OCH MATERIAL.....	7
1.4 AVGRÄNSNINGAR .....	9
1.5 DISPOSITION .....	9
<b>2 ALLMÄNT OM TAKEOVERERBJUDANDEN .....</b>	<b>11</b>
2.1 INLEDNING .....	11
2.2 LAGSTIFTNING OCH SJÄLVREGLERING.....	12
2.3 TOLKNING AV TAKEOVERREGLERNA.....	13
<b>3 BUNDENHET OCH ÅTERKALLELSE AV ERBJUDANDET .....</b>	<b>15</b>
3.1 BUDGIVARENS BUNDENHET VID DET LÄMNADE ERBJUDANDET.....	15
3.2 FULLFÖLJANDEVILLKOR .....	17
3.2.1 <i>Objektivitetskravet</i> .....	17
3.2.2 <i>Budgivarens avgörande inflytande</i> .....	19
3.2.3 <i>Kreditgivarens utbetalning av förvärvskrediten</i> .....	19
3.2.4 <i>Enkelhet och tydlighet</i> .....	20
3.3 BUDGIVARENS MÖJLIGHET ATT ÅTERKALLA ERBJUDANDET .....	20
3.3.1 <i>Inledning</i> .....	20
3.3.2 <i>Väsentlighetskravet</i> .....	21
3.3.3 <i>Förhållandet mellan II.4 och II.5 takeoverreglerna</i> .....	22
3.4 ÅTERKALLELSE UTAN FULLFÖLJANDEVILLKOR .....	22
3.4.1 <i>Inledning</i> .....	22
3.4.2 <i>Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:29: "OPC Enterprises" ....</i>	23
3.5 AVSLUTANDE KOMMENTARER .....	24
<b>4 AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN .....</b>	<b>26</b>
4.1 BETYDELSEN AV AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN .....	26
4.1.1 <i>Aktiemarknadsnämndens uppgift</i> .....	26
4.1.2 <i>Praxis och prejudikatbundenhet</i> .....	27
4.1.3 <i>Urval och sortering av uttalanden</i> .....	28
4.2 UTTALANDEN GÄLLANDE OBJEKTIVITETSKRAVET.....	28

4.2.1	<i>Objektivitetskravet - MAC-villkor</i> .....	28
4.2.1.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20: "Perstorpsfallet" .....	29
4.2.1.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:12: "Rambøll" .....	30
4.2.1.3	Analys .....	31
4.2.2	<i>Objektivitetskravet - Övrigt</i> .....	33
4.2.2.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:16: "Delaware" .....	34
4.2.2.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:41: "Momentum" .....	35
4.2.2.3	Analys .....	36
4.3	UTTALANDEN GÄLLANDE VÄSENTLIGHETSKRAVET .....	36
4.3.1	<i>Väsentlighetskravet - Styrelserekommendationer</i> .....	37
4.3.1.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:33 och 2005:36: "Old Mutual" .....	37
4.3.1.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18: "Bolaget E" .....	38
4.3.1.3	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16: "Providence " .....	38
4.3.1.4	Analys .....	39
4.3.2	<i>Väsentlighetskravet - Obligationslån och värdeöverföringar</i> .....	41
4.3.2.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:27: "Anonymt utländskt indstribolag" ...	41
4.3.2.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:20: "DKR/NSP Holding nr 2" .....	42
4.3.2.3	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:02: "Demeter" .....	42
4.3.2.4	Analys .....	43
4.4	UTTALANDEN GÄLLANDE ÖVRIGA VILLKOR .....	44
4.4.1	<i>Enkelhet och tydlighet</i> .....	45
4.4.1.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2009:11: "HHAB" .....	45
4.4.1.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:15: "Petrogrand" .....	45
4.4.1.3	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:09: "DKR/NSP Holding nr 1" .....	46
4.4.1.4	Analys .....	47
4.4.2	<i>Sammankopplade erbjudanden</i> .....	48
4.4.2.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:38 och 2006:42: "Semcon & Cybercom" .....	48
4.4.2.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2016:10: "Rezidor" .....	49
4.4.2.3	Analys .....	50
<b>5</b>	<b>SAMMANFATTANDE SLUTSATSER</b> .....	<b>51</b>
5.1	VILKA FULLFÖLJANDEVILLKOR FÅR UPPSTÄLLAS PÅ DEN SVENSKA AKTIEMARKNADEN? ..	51
5.2	HUR SKA FULLFÖLJANDEVILLKOR UTFORMAS FÖR ATT VARA TILLÅTNA ENLIGT AKTIEMARKNADSNÄMNDEN? .....	53
5.3	AVSLUTANDE KOMMENTARER .....	54
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b> .....	<b>55</b>
	<b>AKTIEMARKNADSNÄMNDENS UTTALANDEN</b> .....	<b>59</b>

# Summary

The Swedish Takeover Code is based on the offeror being bound by its offer. Consequently, the offeror may not withdraw an offer which has been submitted. However, the offeror may stipulate completion conditions. If a completion condition has not been, or cannot be, fulfilled, the offeror is entitled to withdraw the offer. There are formal requirements on the structure of completion conditions, but no limitations on which types of conditions may be allowed. The provisions regarding completion conditions are relatively general. Thus, interpretation difficulties may arise when the rules are to be applied in specific situations. The Swedish Securities Council's task is to issue rulings concerning the interpretation of the Swedish Takeover Code. This paper aims to analyze the Council's rulings in order to clarify which types of completion conditions that may be stipulated, and how these conditions should be structured.

The paper finds that the Council's rulings to some extent clarify which types of completion conditions that may be stipulated. Firstly, MAC-conditions and conditions regarding changes to the offeree company's financial position are treated restrictively. Secondly, completion conditions interconnecting several takeover bids with each other may be stipulated, if the interconnection is due to essential commercial or industrial reasons. Thirdly, takeover bids must generally not be conditional on the offeree company board's recommendation of the bid. However, the circumstances in the particular case may result in the condition being allowed. Further, completion of the offer may be conditional on a company other than the offeror being granted requisite regulatory approvals on terms that are acceptable to that company, if justified by the ownership of the companies. Finally, completion conditions that most likely cannot be met must not be stipulated. There are certainly other types of completion conditions that may be allowed besides the conditions mentioned above. The circumstances of the individual case seem to be the decisive factor in permitting a completion condition.

Slight changes in the structure of the completion condition may mean the difference of whether or not the condition is allowed. Conditions shall be structured with sufficient precision to allow an objective determination of the condition's fulfillment. It is desirable that numbers are used so that it is possible for a third party to verify whether or not the condition has been fulfilled. The condition or the offer document shall contain sufficient information to allow the shareholders of the offeree company to assess the condition's requirements.

The paper concludes that the Council's rulings regarding completion conditions are few. Additionally, they are usually concise. Too far-reaching conclusions cannot be drawn. However, the thesis is able to provide some guidance on the types of completion conditions allowed, and how these conditions should be structured.

# Sammanfattning

En av takeoverreglernas mest centrala bestämmelser är att budgivaren blir bunden av det lämnade erbjudandet. Budgivaren tillåts dock att uppställa fullföljandevillkor, som i vissa situationer kan användas för att återkalla takeovererbjudandet. Det finns formella krav på fullföljandevillkors utformning, men inga materiella begränsningar. Takeoverreglernas bestämmelser om fullföljandevillkor är relativt generellt utformade. Detta gör det svårt att utläsa vilka fullföljandevillkor som får uppställas när reglerna ska tillämpas i specifika situationer. Aktiemarknadsnämnden har till uppgift att tolka takeoverreglerna. Genom att analysera Aktiemarknadsnämndens praxis avser uppsatsen förtydliga vilka fullföljandevillkor som får uppställas och hur dessa villkor ska utformas.

Uppsatsen finner att Aktiemarknadsnämndens praxis i viss utsträckning tydliggör vilka fullföljandevillkor som får uppställas. MAC-villkor och villkor som tar sikte på förändringar i målbolagets finansiella ställning tycks behandlas med restriktivitet. Fullföljandevillkor som innebär att flera erbjudanden sammankopplas med varandra tillåts normalt om anledningen är väsentliga kommersiella eller industriella skäl. Villkor som rör rekommendationer från målbolagets styrelse uppfyller i sig inte väsentlighetskravet. Omständigheterna i övrigt kan dock göra att villkoret ändå får uppställas. Vidare tillåts fullföljandevillkor med innebörden att någon annan än budgivaren erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor, om detta är motiverat på grund av ägarförhållandena i bolagen. Slutligen är fullföljandevillkor som med största sannolikhet inte kan uppfyllas inte tillåtna. Det finns givetvis andra typer av fullföljandevillkor som tillåts som inte behandlats av Aktiemarknadsnämnden. Det avgörande för ett fullföljandevillkors tillåtelse tycks vara omständigheterna i det enskilda fallet.

Uppsatsen konstaterar att små skillnader i fullföljandevillkors utformning kan avgöra huruvida villkoret tillåts eller inte. Fullföljandevillkor ska utformas med sådan precision att det går att göra en objektiv bedömning av villkorets uppfyllelse. Det är även eftersträvansvärt att siffror eller procenttal används för att villkoret ska vara möjligt att verifiera av en utomstående person. Ett fullföljandevillkor kan även behöva utformas så att aktieägarna kan förstå villkorets motiv, om inte motivet annars tydligt framgår. Dessutom ska villkoret eller erbjudandehandlingen i övrigt innehålla tillräckligt mycket information för att målbolagets aktieägare ska kunna bedöma vad som krävs för att villkoret ska uppfyllas.

Slutligen konstateras att Aktiemarknadsnämndens uttalanden gällande fullföljandevillkor är relativt få i antal. Dessutom är de ofta kortfattade. Följaktligen är det svårt att dra alltför långtgående slutsatser. Uppsatsen kan dock ge viss vägledning kring vilka fullföljandevillkor som tillåts på den svenska aktiemarknaden och hur dessa villkor ska vara utformade.

# Förord

Det känns ofattbart och minst sagt lite sorgligt att åren i Lund redan är över. Jag kommer för alltid minnas min studietid. Ibland kommer jag säkert längta tillbaka. Som tur är delar jag minnena med nya vänner för livet. Stort tack till er för allt vi gjort under åren på juristprogrammet: resor, baler, fester, middagar och mycket mer.

Simon. Tack för att du har delat nästan varje dag med mig. Det hade inte varit i närheten så kul om inte du varit med.

Det största tacket vill jag rikta till mamma och pappa. Tack för att ni tror på mig mest av alla.

Slutligen vill jag tacka min handledare Katarina Olsson för värdefulla kommentarer.

Nu ser jag med spänning fram emot nästa kapitel i livet.

Lund, 22 maj 2020

Andrea Sedvall

# Förkortningar och ordlista

Budgivare	Bolaget som lämnar ett takeovererbjudande.
Equity Cure	En bestämmelse som gör det möjligt för låntagarens aktieägare att injicera eget kapital i låntagaren för att "bota" en överträdelse av låneavtalet som uppkommit på grund av bristande kassaflöde.
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.
Målbolag	Bolaget vars aktier är föremål för ett takeovererbjudande.
NBK	Näringslivets Börskommitté.
Obligationslån	Kan kortfattat beskrivas som ett skuldebrev som staten eller företag säljer, och där innehavaren av skuldebrevet får ränta.
Takeover Code	The City Code on Takeovers and Mergers.
Takeovererbjudande eller erbjudande	Ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier.
Takeoverdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.
Takeoverreglerna	Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM.
VPML	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

När ett aktiebolag noteras inträder flera följder för bolaget. Den kanske viktigaste följden är att noteringen gör det möjligt att handla med bolagets aktier på en organiserad marknadsplats. Köpare och säljare av aktierna kan på marknadsplatsen göra aktieaffärer utan att ha en direkt förbindelse med varandra.<sup>1</sup> Av Sveriges cirka 590 000 aktiebolag är enbart omkring 1 600 publika, varav cirka 800 är noterade.<sup>2</sup> Trots att de noterade bolagen är förhållandevis få till antalet utgör de en mycket betydande del av näringslivet<sup>3</sup> då de innefattar några av landets största och viktigaste bolag.<sup>4</sup>

Ett takeovererbjudande är en typ av företagsförvärv. Till skillnad från vid privata företagsförvärv tillkommer det vid takeovererbjudanden problem med ett betydligt mer spritt ägande och ett mer omfattande regelverk.<sup>5</sup> Eftersom takeovererbjudanden avser noterade bolag rör de ofta ansevärliga belopp. Dessutom påverkar de oftast aktiekursen i de berörda bolagen. Det är därför lätt att se varför takeovererbjudanden har stor betydelse för värdepappersmarknaden, enskilda aktieägare och näringslivet i stort.<sup>6</sup>

Takeovererbjudanden regleras i stor utsträckning genom självreglering. En betydande del av denna självreglering utgörs av takeoverreglerna, vilka har utformats av experter på marknaden med praktisk erfarenhet.<sup>7</sup> När ett takeovererbjudande lämnas är en grundläggande bestämmelse att budgivaren blir bunden av det lämnade erbjudandet. Erbjudandet får följaktligen inte återkallas.<sup>8</sup> I vissa fall kan budgivaren ha mycket starka skäl för att vilja återkalla takeovererbjudandet. Budgivarens vilja och möjlighet att genomföra erbjudandet kan vara beroende av att vissa förutsättningar uppfylls.<sup>9</sup> Takeoverreglerna tillåter därför budgivaren att uppställa vissa villkor för erbjudandets fullföljande (fullföljandevillkor).<sup>10</sup> Om fullföljandevillkorens förutsättningar inte uppfylls kan budgivaren återkalla erbjudandet. Eftersom aktiekursen i bolagen som berörs av

---

<sup>1</sup> Eklund och Stattin (2016), s. 384.

<sup>2</sup> Sandström (2020), s. 62.

<sup>3</sup> Hansson (2009), s. 26.

<sup>4</sup> Sandström (2020), s. 62.

<sup>5</sup> Broneus och Stattin (2010), s. 17.

<sup>6</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>7</sup> Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Om självregleringen på värdepappersmarknaden*.

<sup>8</sup> II.5 takeoverreglerna.

<sup>9</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>10</sup> II.4 takeoverreglerna.



takeovererbjudandet kan påverkas negativt vid ett återkallande ställer takeoverreglerna upp vissa begränsningar för hur fullföljandevillkor får utformas. Dessa begränsningar är relativt generellt utformade.<sup>11</sup>

Till följd av den generella utformningen kan tolkningsproblem uppkomma när reglerna ska tillämpas i specifika situationer. Vid sådana tolkningsproblem har Aktiemarknadsnämnden fått till uppgift att tolka reglerna.<sup>12</sup> Aktiemarknadsnämndens tolkning publiceras genom offentligtgjorda uttalanden. På så sätt skapas en typ av praxis. För att förtydliga de generella kraven som takeoverreglerna uppställer för fullföljandevillkors utformning behöver denna praxis sammanställas och analyseras. Någon sådan heltäckande sammanställning av Aktiemarknadsnämndens uttalanden gällande fullföljandevillkor har mig veterligen inte gjorts tidigare. Det finns därför både ett teoretiskt och praktiskt värde av detta.

Inspirationen till uppsatsens ämne fick jag när jag år 2019 läste Lunds universitets fördjupningskurs Företagsförvärv. Som examinationsuppgift skrev jag en uppsats om väsentlighetskravet, det vill säga det krav på väsentlig betydelse för budgivarens förvärv som ett fullföljandevillkor måste ha för att erbjudandet ska få återkallas.<sup>13</sup> Jag såg då ett behov av en djupare utredning av fullföljandevillkor eftersom dessa getts en förhållandevis begränsad plats i både doktrin och andra examensarbeten.

## 1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med uppsatsen är att redogöra för budgivarens bundenhet vid takeovererbjudanden samt att utreda under vilka förutsättningar ett erbjudande kan återkallas genom att budgivaren uppställer fullföljandevillkor. För att uppnå syftet kommer följande frågeställningar att besvaras:

- Vilka fullföljandevillkor får uppställas och användas för att återkalla ett takeovererbjudande på den svenska aktiemarknaden?
- Hur ska fullföljandevillkor utformas för att vara tillåtna enligt Aktiemarknadsnämnden?

---

<sup>11</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>12</sup> Inledningen till takeoverreglerna.

<sup>13</sup> Uppsatsens titel var "Aktiemarknadsnämndens tolkning av II.5 takeoverreglerna".

## 1.3 Metod och material

I uppsatsen används en rättsdogmatisk metod som innebär att tolka och fastställa gällande rätt.<sup>14</sup> Detta görs med ledning av de allmänt accepterade rättskällorna, det vill säga lagstiftning, rättspraxis, lagförarbeten och doktrin.<sup>15</sup>

Den primära svagheten med vald metod är att utbudet av lagstiftning, rättspraxis och förarbeten är begränsat. Anledningen till detta är att den huvudsakliga regleringen på området som uppsatsen avser att behandla utgörs av självreglering. I uppsatsen söks därmed svar på uppsatsens frågeställningar i annat material än de vedertagna rättskällorna.<sup>16</sup> Självregleringen kan beskrivas som att den är konstruerad på ett sätt som påminner om rättsregler, men har tillkommit utanför normerna för den traditionella rättsbildningen.<sup>17</sup> Takeoverreglerna och Aktiemarknadsnämndens uttalanden har ingen formell status som rättskällor. Uttalandena från Aktiemarknadsnämnden kan inte jämföras med avgöranden från exempelvis Högsta domstolen.<sup>18</sup> Samtidigt betraktas och behandlas takeoverreglerna och uttalandena av de berörda bolagen och deras rådgivare som om de ingår i gällande rätt.<sup>19</sup> På grund av att takeoverreglerna och Aktiemarknadsnämndens uttalanden har tydliga likheter med lagstiftning och rättspraxis, samt att uppsatsens syfte är att utreda gällande rätt, anser jag ändå att den rättsdogmatiska metoden passar uppsatsens syfte väl.

Argumentationen som förs i uppsatsen är huvudsakligen menad att uppfylla uppsatsens syfte genom att beskriva gällande rättsläge. Den kan därför bäst beskrivas som en de lege lata-argumentation.<sup>20</sup> Det har varit motiverat att tillämpa en löpande analys eftersom uppsatsen behandlar en förhållandevis stor mängd uttalanden. Den löpande analysen möjliggör en tydligare argumentation och gör det enklare att plocka ut det centrala från varje uttalande. Det hade sannolikt försvårat för läsaren att följa med i uppsatsens resonemang om hela analysen utförts i ett avslutande kapitel. Uppsatsens femte och sista kapitel som innehåller sammanfattande slutsatser blir därför relativt kortfattat.

---

<sup>14</sup> Sandgren (2018), s. 49.

<sup>15</sup> Kleineman (2018), s. 21.

<sup>16</sup> Sandgren (2018), s. 49.

<sup>17</sup> Beyer (2011), s. 23.

<sup>18</sup> Kleineman (2018), s. 28; Lehrberg (2019), s. 100.

<sup>19</sup> Beyer (2011), s. 25.

<sup>20</sup> Kleineman (2018), s. 36.

I uppsatsen har takeoverreglerna och dess kommentarer använts flitigt. Störst fokus har lagts på takeoverreglernas bestämmelser som rör budgivarens bundenhet och möjlighet att uppställa fullföljandevillkor.<sup>21</sup> Eftersom uppsatsens syfte är att analysera Aktiemarknadsnämndens uttalanden utgör dessa en betydande del av uppsatsens material. En stor del av arbetet har gått ut på att systematisera den mängd uttalanden som berörs för att göra det möjligt att bearbeta och analysera materialet. Då uppsatsen avser att utgöra en heltäckande analys av Aktiemarknadsnämndens uttalanden har i princip samtliga uttalanden som hittats med relevans för tolkningen av fullföljandevillkor använts. Uttalandena som används är offentliggjorda mellan år 2000 till år 2019.<sup>22</sup>

En hel del av uttalandena som används i uppsatsen är gamla. Vissa bygger dessutom på NBK:s rekommendationer istället för på takeoverreglerna. Eftersom dagens takeoverregler i stort sett är likalydande anser jag inte att detta är ett problem. Det har funnits en begränsning i tillgången på uttalanden. Antalet uttalanden jag funnit relevanta är omkring tjugo stycken. Detta är ett förhållandevis litet antal i jämförelse med exempelvis uttalanden som rör budplikt. Dessutom är Aktiemarknadsnämndens uttalanden ofta kortfattade. På grund av detta har analysen försvårats och gjort det svårt att dra allt för långtgående slutsatser.

Av den doktrin som används i uppsatsen kan särskilt nämnas Nyström, Ohlsson, Sjöman och Skogs kommentarer till takeoverreglerna som gett mycket bra bidrag till tolkning och tillämpning av takeoverreglernas bestämmelser. Även Stattins *Takeover - offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt* har varit till stor hjälp. I detta avseende bör uppmärksammas att Stattins bok är från år 2009. Eftersom takeoverreglerna inte har ändrats i någon större utsträckning sedan dess anser jag inte detta vara något som påverkar uppsatsens tillförlitlighet.

Mängden doktrin som används i uppsatsen är begränsad. På takeoverområdet finns det relativt lite material i jämförelse med många andra rättsområden. Doktrinen som finns behandlar främst takeovererbjudanden i allmänhet och fäster inte särskilt stor vikt vid fullföljandevillkor. Det har dock varit möjligt att hitta visst material i juridiska tidskrifter.

Slutligen kan förtydligas att anledningen till att uppsatsen saknar ett kapitel om forskningsläge är den begränsade mängd doktrin på området vilken beskrivits ovan. Det finns därför inte någon betydande forskning att

---

<sup>21</sup> II.4 och II.5 takeoverreglerna inklusive kommentarer.

<sup>22</sup> Uttalande 2003:15, som visserligen rör fullföljandevillkor, har valts bort eftersom uttalandet inte längre är relevant på grund av en ändring i takeoverreglerna.

diskutera som rör uppsatsens ämne. Nyström m.fl.<sup>23</sup> berör visserligen merparten av Aktiemarknadsnämndens offentliggjorda uttalanden, men dessa kommenteras oftast endast mycket kort.

## 1.4 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsas till att endast behandla takeovererbjudanden och fullföljandevillkor avseende aktier som är upptagna till handel på Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM. Uppsatsen kommer således inte att beröra takeovererbjudanden som avser aktier noterade på någon annan handelsplattform. Noteras kan dock att Nasdaq First North, Nordic MTF och AktieTorget har regler som i allt väsentligt motsvarar takeoverreglerna. Det är därför sannolikt att uppsatsens slutsatser även kan appliceras på dessa regler.

Uppsatsen avgränsas även till att endast behandla frivilliga takeovererbjudanden. Vilka fullföljandevillkor som får uppställas i erbjudanden som lämnats till följd av reglerna om budplikt kommer således inte att utredas.

Vidare avgränsas uppsatsen till att inte redogöra för budgivarens möjlighet att ändra ett lämnat erbjudande. Detta trots att ändringar har nära sammankoppling med budgivarens bundenhet och möjlighet att återkalla ett erbjudande.

Slutligen avgränsas uppsatsen till att inte redogöra för budgivarens bundenhet vid det lämnade erbjudandet enligt avtalsrättsliga regler (anbudsbundenhet). Anledningen är att diskussionen kring en eventuell anbudsbundenhet är minde relevant i praktiken sedan införandet av LUA, som stadgar att en budgivare måste följa takeoverreglerna.<sup>24</sup>

## 1.5 Disposition

Uppsatsen inleds med en beskrivning av gällande rätt på takeoverområdet samt en ingående beskrivning av regleringen gällande fullföljandevillkor. Därefter redogörs för och analyseras Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Analys sker löpande genom uppsatsen. Uppsatsens kapitel disponeras enligt följande:

---

<sup>23</sup> I Takeover-reglerna: en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsens takeover-regler.

<sup>24</sup> Nyström m.fl. (2018), s. 169.

Uppsatsens andra kapitel redogör för regleringen av takeovererbjudanden. Både självreglering och relevant lagstiftning beskrivs. Kapitlet förklarar även hur Aktiemarknadsnämndens tolkning av takeoverreglerna går till. Kapitlets huvudsakliga syfte är att bidra med grundläggande förståelse som bakgrund till uppsatsens resterande delar.

Uppsatsens tredje kapitel redogör för budgivarens bundenhet vid ett lämnat takeovererbjudande. Kapitlet redogör vidare för de krav som finns på fullföljandevillkors utformning samt vad som krävs för att ett erbjudande ska tillåtas att återkallas (väsentlighetskravet). Slutligen behandlar kapitlet vad som sker om en budgivare återkallar ett takeovererbjudande utan att ha uppställt fullföljandevillkor.

Uppsatsens fjärde kapitel inleds med en beskrivning av Aktiemarknadsnämndens uppgift samt nämndens prejudikatbundenhet. Resterande del av kapitlet utgörs av en redogörelse för samt analys av Aktiemarknadsnämndens uttalanden gällande fullföljandevillkor.

Uppsatsens femte och sista kapitel består av sammanfattande slutsatser. Analysen som skett löpande genom främst uppsatsens tredje och fjärde kapitel sammanfattas och avslutas.

# 2 Allmänt om takeovererbjudanden

## 2.1 Inledning

Motiven till varför ett företag lämnar ett takeovererbjudande kan variera. Det kan till exempel vara ett sätt att nå ökad tillväxt, minskade kostnader eller ökade marknadsandelar.<sup>25</sup> Vid ett takeovererbjudande har de inblandade parterna ofta olika intressen. Målbolagets aktieägares huvudsakliga intresse är hur attraktivt erbjudandet är, alltså vilket pris de erbjuds för att överlåta sina aktier. Aktiemarknaden och allmänhetens intresse är snarare att aktiekursen inte påverkas otillbörligt av erbjudanden som inte är allvarligt menade. För samhället är det angeläget att underlätta en effektiv allokering av resurser då takeovererbjudanden ofta rör mycket stora belopp.<sup>26</sup>

Takeovererbjudanden utmärks av att det normalt sett inte finns någon direktkontakt mellan budgivaren och målbolagets aktieägare. Till skillnad från vid ett privat företagsförvärv sker det inte någon direkt förhandling mellan dessa parter. Istället erbjuds målbolagets aktieägare att överlåta sina aktier i målbolaget till budgivaren enligt ett visst pris. Erbjudandet kan de inom en viss period välja att acceptera eller avslå. Eftersom aktierna vid takeovererbjudanden normalt är upptagna till handel på en reglerad marknad är aktierna tillgängliga för allmänheten. Målbolagets aktieägare kan därför vara av kraftigt varierande kunskapsnivå.<sup>27</sup> Vissa kan vara stora företag medan andra är små privatsparare. Den spridda ägarkretsen resulterar i att information måste nå samtliga aktieägare samtidigt för att undvika att någon part får ett informationsövertag.<sup>28</sup> Detta, i kombination med att ingen förhandling sker mellan parterna, innebär att det finns behov av regelverk som tillförsäkrar aktieägarna i målbolaget en rättvis behandling och vissa grundläggande rättigheter.<sup>29</sup>

---

<sup>25</sup> Sevenius (2011), s. 44 f.

<sup>26</sup> Stattin (2009), s. 29.

<sup>27</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>28</sup> Sevenius och Örtengren (2017), s. 271.

<sup>29</sup> SOU 2005:58, s. 200.

## 2.2 Lagstiftning och självreglering

Takeoverdirektivet implementerades i svensk rätt år 2006 genom LUA. Innan dess reglerades det svenska takeoverområdet av NBK:s rekommendationer.<sup>30</sup> Takeoverdirektivets syfte var främst att garantera målbolagets aktieägare en rättvis och rimlig behandling. Direktivet skulle även möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet.<sup>31</sup> I utredningen som föranledde takeoverdirektivets implementering konstaterades att självregleringen på takeoverområdet var väl förankrad i näringslivet och fungerade på ett tillfredsställande sätt. Självregleringen skulle därför även fortsättningsvis finnas kvar.<sup>32</sup> Den huvudsakliga regleringen på området utgörs numera av takeoverreglerna, som har sin förebild i brittiska Takeover Code.<sup>33</sup> Sedan införandet av LUA är flera grundläggande bestämmelser avseende takeovererbjudanden nu stadgade i lag.<sup>34</sup> Den svenska lagstiftningen avseende takeovererbjudanden är dock fortfarande begränsad i omfattning.<sup>35</sup>

En börs ska ha regler om takeovererbjudanden som avser aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad som drivs av börsen. Reglerna ska uppfylla kraven som ställs i takeoverdirektivet.<sup>36</sup> Vidare får ett takeovererbjudande endast lämnas av den som gentemot börsen som driver den reglerade marknaden där bolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att följa reglerna som börsen fastställt för sådana erbjudanden.<sup>37</sup> Dessutom följer av takeoverreglerna att budgivaren är skyldig att i erbjudandehandlingen ange att takeoverreglerna gäller för erbjudandet.<sup>38</sup>

Takeoverreglerna innehåller ingående och detaljerade bestämmelser som reglerar hela processen vid ett takeovererbjudande. Kommentarer till takeoverreglerna ska enligt Aktiemarknadsnämnden ses som en integrerad del av regelverket.<sup>39</sup>

---

<sup>30</sup> Prop. 2005/06:140, s. 37.

<sup>31</sup> SOU 2005:58, s. 47; Se exempelvis skäl 2, 3 och 9 i takeoverdirektivet.

<sup>32</sup> SOU 2005:58, s. 75.

<sup>33</sup> SOU 2005:58, s. 49; Munck (2006), s. 557; Söderström (2019), s. 182.

<sup>34</sup> Exempelvis reglerna om budplikt i 3 kap. LUA samt reglerna om försvarsåtgärder i 5 kap. LUA.

<sup>35</sup> Stattin (2009), s. 36 f.

<sup>36</sup> 13 kap. 8 § VPML.

<sup>37</sup> 2 kap. 1 § LUA.

<sup>38</sup> II.3 11 p. takeoverreglerna; Nyström och Sjöman (2011), s. 84; Stattin (2009), s. 102 ff.

<sup>39</sup> Nyström m.fl. (2018), s. 101.

## 2.3 Tolkning av takeoverreglerna

Takeoverreglernas bestämmelser är ofta relativt generellt utformade. Aktiemarknadsnämnden har därför getts i uppdrag att ge besked hur bestämmelserna ska tolkas i enskilda fall. Nämnden får även bevilja dispens från reglerna.<sup>40</sup> Tolkningen kan göras för att komplettera regelverket med sådant som inte regleras uttryckligen, eller för att nämnden ska uttala sig om förhållanden som inte regleras över huvud taget.<sup>41</sup>

Aktiemarknadsnämndens tolkning ska göras mot bakgrund av reglernas syfte. Det är således inte endast bestämmelsernas ordalydelse, utan även deras ändamål som ska respekteras. Härutöver vilar takeoverreglerna på vissa principer som har hämtats från takeoverdirektivet. I de fall då reglerna inte ger besked om vad som gäller bör principerna tjäna som vägledning. Detsamma gäller om reglerna inte visat sig vara ändamålsenliga i det enskilda fallet.<sup>42</sup> Principerna är i korthet följande:

- målbolagets aktieägare som innehar värdepapper av samma slag ska likabehandlas;
- målbolagets aktieägare ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet;
- målbolagets styrelse ska handla med beaktande av målbolagets intresse;
- marknaden för värdepappren i målbolaget, budgivaren, eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte påverkas otillbörligen, så att värdepapprens kurs stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids; samt
- erbjudandet får offentliggöras först då budgivaren säkerställt att kontant vederlag kan utbetalas till fullo, och först då budgivaren vidtagit rimliga åtgärder för att säkerställa utbetalning av andra typer av vederlag.<sup>43</sup>

Dessa principer kan sålunda användas som vägledning av Aktiemarknadsnämnden när en bedömning av fullföljandevillkors tillåtlighet ska göras. Utöver dessa principer kan nämnas att takeovererbjudanden så långt som möjligt ska utformas så att de präglas av enkelhet och tydlighet och så att

---

<sup>40</sup> Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens uppdrag*.

<sup>41</sup> Aktiemarknadsnämnden, *Om Aktiemarknadsnämnden*.

<sup>42</sup> Inledningen till takeoverreglerna.

<sup>43</sup> Inledningen till takeoverreglerna.



komplikerade moment kan förstås.<sup>44</sup> Även detta ska nämnden ha i beaktning när en bedömning av fullföljandevillkor görs i det enskilda fallet.

Gällande Aktiemarknadsnämndens tolkning av takeoverreglerna kan framhållas att, i de delar regleringen inte bygger på takeoverdirektivet, bygger den i stor utsträckning på brittiska Takeover Code. Det är därför i vissa fall nödvändigt att beakta den brittiska regleringen. Dessutom har takeoverdirektivet utvecklats med Takeover Code som grund, vilket ytterligare betonar vikten av detta. Takeover Code är mer omfattande än takeoverreglerna. Aktiemarknadsnämnden har därför ofta goda möjligheter att hämta tolkningshjälp därifrån.<sup>45</sup> Detta har de gjort i flera offentliga uttalanden.<sup>46</sup>

Även i den mån brittiska Takeover Panel (motsvarande Aktiemarknadsnämnden) eller andra europeiska rättstillämpare tolkar takeoverdirektivet menar Stattin att det kan vara av stort intresse för hur de svenska takeoverreglerna ska tolkas. Den utländska tolkningen kan dock inte anses ha någon direkt prejudikatverkan för svenska förhållanden. Istället kan den tillämpas som argumentativt stöd i den svenska kontexten. När motsvarande bestämmelser som finns i de svenska takeoverreglerna tolkas av europeiska motsvarigheter till Aktiemarknadsnämnden kan även dessa avgöranden användas som argument för hur en bestämmelse ska tolkas i Sverige. Detsamma tycks Stattin mena gäller när motsvarande bestämmelser saknas i de svenska takeoverreglerna, men det finns skäl att fylla ut de svenska bestämmelserna med likartade regler.<sup>47</sup>

---

<sup>44</sup> Inledningen till takeoverreglerna.

<sup>45</sup> Stattin (2009), s. 81 f.

<sup>46</sup> Exempel på detta är Perstorpsfallet där Aktiemarknadsnämnden skriver i sin bedömning att "Nämnden har därför funnit skäl att under sina överväganden även beakta vad som i dessa hänseenden gäller enligt den brittiska [Takeover Code]".

<sup>47</sup> Stattin (2009), s. 117 f.

# 3 Bundenhet och återkallelse av erbjudandet

## 3.1 Budgivarens bundenhet vid det lämnade erbjudandet

Takeoverreglerna bygger på att budgivaren blir bunden av det lämnade takeovererbjudandet. Detta innebär att budgivaren som huvudregel inte tillåts att återkalla erbjudandet.<sup>48</sup> Denna huvudregel syftar till att skydda målbolagets aktieägare som har accepterat, eller funderar på att acceptera, ett takeovererbjudande. Anledningen är att aktieägarna i målbolaget kan drabbas av ekonomisk skada om erbjudandet återkallas. Målbolagets aktiekurs sjunker nämligen normalt om en återkallelse av erbjudandet sker. Målbolagets aktieägare drabbas då eftersom de dels inte kan sälja sina aktier till budgivaren till priset de erbjudits i takeovererbjudandet, och dels inte kan sälja aktierna på börsen till den aktiekurs som gällde innan erbjudandet återkallades. Dessutom finns möjligheten att vissa aktieägare förvärvade sina aktier efter tidpunkten då erbjudandet offentliggjordes. Erbjudandet kan ha lett till en kursuppgång, och återkallelsen därmed resulterat i en kursnedgång.<sup>49</sup> Sammantaget föreligger därför anledningar att förhindra sådana återkallelser genom att göra budgivaren bunden av sitt erbjudande.

Budgivarens intresse och förmåga av att genomföra erbjudandet kan vara avgörande av att vissa förutsättningar är för handen.<sup>50</sup> En avvägning måste därför göras mellan dels att det ansetts vara för betungande att i alla lägen hålla budgivaren bunden vid erbjudandet,<sup>51</sup> och dels att takeovererbjudanden har starka implikationer för prisbildningen på de berörda bolagen. Därutöver måste beaktas att takeovererbjudanden riktas till en stor krets aktieägare som har varierande förmåga att bedöma erbjudandet.<sup>52</sup>

Ett exempel på en förutsättning som budgivaren kan anse vara av avgörande betydelse för att den ska vilja fullfölja erbjudandet är att aktieägare motsvarande minst 90 % av målbolagets röster och kapital accepterar erbjudandet. När ett bolag genom ett takeovererbjudande förvärvat mer än 90 % av röster och kapital i ett svensk bolag har det förvärvande bolaget

---

<sup>48</sup> II.5 takeoverreglerna inklusive kommentaren.

<sup>49</sup> Lundblad (2003), s. 336 f.

<sup>50</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>51</sup> Holm (2009), s. 149; II.4 takeoverreglerna inklusive kommentaren.

<sup>52</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

enligt aktiebolagslagen rätt att tvångsinlösa resterande utomstående aktier i bolaget för att bli ensam ägare.<sup>53</sup> Ett annat exempel är att budgivaren kan vara beroende av att vissa nödvändiga myndighetstillstånd erhålls för att den tänkta verksamheten ska kunna bedrivas efter förvärvet. Ett sådant nödvändigt myndighetstillstånd kan exempelvis vara godkännande från relevanta konkurrensmyndigheter.

Takeoverreglerna tillåter därför budgivaren att uppställa så kallade fullföljandevillkor.<sup>54</sup> Om fullföljandevillkoren inte uppfylls kan budgivaren med hänvisning till villkoren återkalla erbjudandet.<sup>55</sup> Takeoverreglernas bestämmelser angående fullföljandevillkor utgör därför ett undantag till huvudregeln om budgivarens bundenhet vid erbjudandet. Om ett erbjudande lämnas ovillkorat, det vill säga utan att budgivaren uppställt några fullföljandevillkor, får erbjudandet inte under några omständigheter återkallas.

Budgivarens bundenhet understryks ytterligare av att en förutsättning för att ett takeovererbjudande ens ska få lämnas är att budgivaren har genomfört tillräckliga förberedelser för att genomföra förvärvet (på de eventuella fullföljandevillkor som anges i erbjudandehandlingen).<sup>56</sup> Eftersom takeovererbjudanden har stor betydelse för aktiekursen och aktiehandeln måste det säkerställas att erbjudanden offentliggörs endast då budgivaren har en allvarligt menad avsikt att genomföra erbjudandet. Budgivaren måste även ha vidtagit noggranna förberedelser inför budet.<sup>57</sup> Indikativa bud, det vill säga bud som inte är bindande, är därför inte förenliga med takeoverreglerna eller principerna som reglerna vilar på.<sup>58</sup>

Kravet på tillräcklig förberedelse innebär att budgivaren ska ha förvissat sig om att ha tillräckliga finansiella resurser för att kunna genomföra erbjudandet om det är ett helt eller delvis kontant erbjudande.<sup>59</sup> Skälet till detta är att det skulle skapa oro på aktiemarknaden, och i förlängning sannolikt lägre förtroende, om ett takeovererbjudande kunde falla på att tillräckliga finansiella förberedelser inte genomförts.<sup>60</sup> Kravet tydliggör att budgivaren inte tillåts återkalla ett erbjudande på grund av att tillräcklig finansiering inte erhållits. Budgivaren får inte heller återkalla erbjudandet

---

<sup>53</sup> 22 kap. 1 § Aktiebolagslag (2005:551); Bergström och Samuelsson (2015), s. 126.

<sup>54</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>55</sup> II.5 1 p. takeoverreglerna.

<sup>56</sup> II.1 takeoverreglerna.

<sup>57</sup> Kommentaren till II.1 takeoverreglerna.

<sup>58</sup> Nyström m.fl. (2018), s. 130; Princip e) i takeoverreglernas inledning.

<sup>59</sup> Kommentaren till II.1 takeoverreglerna.

<sup>60</sup> Stattin (2009), s. 193.

till följd av någon annan anledning som tyder på att tillräckliga förberedelser inte gjorts.

## 3.2 Fullföljandevillkor

Budgivaren tillåts i princip att uppställa vilka fullföljandevillkor som helst. Takeoverreglerna sätter dock vissa begränsningar för hur villkoren får vara utformade.<sup>61</sup> Det finns följaktligen formella krav på villkorens utformning, men inga materiella begränsningar för vilken typ av villkor som tillåts.<sup>62</sup> Stattin menar att en bortre gräns för ett villkors tillåtlighet går vid god sed på aktiemarknaden, men att det i varje fall år 2009 inte var möjligt att besvara vart denna gräns går.<sup>63</sup>

Även om takeoverreglerna inte klargör vilka materiella villkor som är tillåtna eller inte, finns det i takeoverreglerna exempel på villkor som normalt sett tillåts.<sup>64</sup> Dessa exempel inkluderar villkor av innebörden att en viss anslutning uppnås i erbjudandet, att nödvändiga myndighetstillstånd erhålls, att inte någon annan offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i målbolaget på villkor som för överlåtaren är förmånligare än budgivarens erbjudande och att målbolaget inte vidtar någon sådan åtgärd som avses i 5 kap. 1 § LUA.<sup>65</sup> Dessa typer av villkor är sannolikt några av de vanligaste som används i takeovererbjudanden. Det finns givetvis en stor mängd andra typer av villkor som tillåts av Aktiemarknadsnämnden. Detta exemplifieras i uppsatsen fjärde kapitel. De formella kraven på fullföljandevilkors utformning redogörs för nedan.

### 3.2.1 Objektivitetskravet

Ett fullföljandevillkor ska vara utformat så att det objektivt går att fastställa om villkoret är uppfyllt eller inte.<sup>66</sup> För att objektivitetskravet ska uppfyllas bör det enligt takeoverreglerna eftersträvas att det är möjligt för en utomstående att verifiera villkorets uppfyllelse.<sup>67</sup> Objektivitetskravet beskrivs av Stattin som att budgivaren inte får förbehålla sig en subjektiv tolkningsrätt över huruvida ett fullföljandevillkor är uppfyllt eller inte.<sup>68</sup> Detta innebär att det normalt sett inte är tillåtet för budgivaren att uppställa fullföljandevillkor som utformats på så sätt att det är budgivarens egen

---

<sup>61</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>62</sup> Stattin (2009), s. 289.

<sup>63</sup> Stattin (2009), s. 289.

<sup>64</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>65</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>66</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>67</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>68</sup> Stattin (2009), s. 289.

bedömning som avgör huruvida ett villkor är uppfyllt eller inte. Takeoverreglernas objektivitetskrav är inte heller uppfyllt om fullföljandevillkoret anger att resultatet av någonting ska vara tillfredsställande.<sup>69</sup> Min uppfattning är att det skulle vara mycket svårt för målbolagets aktieägare att förstå om, och när, ett fullföljandevillkor uppfyllts om liknande formuleringar skulle tillåtas. Det finns knappast en objektiv gräns för när ett resultat blir tillfredsställande.

Objektivitetskravet gäller även så kallade MAC-villkor. MAC-villkor innebär att budgivaren förbehåller sig rätten att återkalla erbjudandet om det sker väsentliga (ekonomiska) förändringar i målbolaget. För att uppfylla objektivitetskravet behöver MAC-villkor vara utformade med sådan precision att villkoret kan uppfattas och förstås av målbolagets aktieägare.<sup>70</sup>

Ord som *väsentlig* eller *allvarlig* kan i vissa fall tillåtas trots objektivitetskravet. Villkoret behöver således inte kopplas till specifika och kvantifierbara storlekar. Villkoret får dock inte vara så pass allmänt hållet att målbolagets aktieägare inte kan förstå dess principiella och konkreta innebörd.<sup>71</sup>

Trots objektivitetskravet tillåts budgivaren att villkora erbjudandets fullföljande av att budgivaren på för denne acceptabla villkor erhåller nödvändiga myndighetstillstånd.<sup>72</sup> Att ett nödvändigt myndighetstillstånd erhålls är visserligen ett objektiva villkor. Eftersom budgivarens subjektiva bedömning av villkorets uppfyllelse tillåts, "på för denne acceptabla villkor", utgör bestämmelsen dock ett undantag från objektivitetskravet. I doktrin har undantaget ansetts tillämpligt först då det står klart att tillstånd på acceptabla villkor inte kommer att lämnas.<sup>73</sup>

När det gäller nödvändiga myndighetstillstånd ges således budgivaren ett slags tolkningsföreträde beträffande huruvida förutsättningarna för att fullfölja erbjudandet fortfarande föreligger.<sup>74</sup> I takeoverreglerna uttrycks det som att det finns vissa typer av villkor där det inte går att förlita sig på objektiva kriterier. Ett visst inslag av subjektivitet måste i sådana fall accepteras. Myndighetstillstånd kan vara förknippade med sådana krav att det endast är budgivaren själv som kan avgöra huruvida förutsättningarna

---

<sup>69</sup> Stattin (2009), s. 289.

<sup>70</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna; Stattin (2009), s. 290.

<sup>71</sup> Nyström m.fl (2018), s. 161.

<sup>72</sup> II.4 3 st. takeoverreglerna.

<sup>73</sup> Stattin (2009), s. 290.

<sup>74</sup> Nyström m.fl (2018), s. 161 f.

för att fullfölja erbjudandet kvarstår. Detta kan exempelvis gälla i fråga om beslut från konkurrensmyndigheter.<sup>75</sup>

### 3.2.2 Budgivarens avgörande inflytande

Ett fullföljandevillkor får inte vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över dess uppfyllande.<sup>76</sup> Ett exempel på när budgivaren anses ha ett sådant avgörande inflytande är om fullföljandevillkoret rör ett avtal där budgivaren själv är part, och således själv kan påverka.<sup>77</sup> Villkor som budgivaren fritt kan styra över, och därmed själv välja om den vill fullfölja erbjudandet eller inte, tillåts inte.<sup>78</sup>

I de fall då budgivaren har möjlighet att påverka huruvida uppställda villkor fullföljs, till exempel genom att ansöka om relevanta tillstånd, innebär kravet att budgivaren är skyldig att göra detta.<sup>79</sup> Vidare menar Stattin att kravet även innebär att det inte är tillåtet för budgivaren att skapa en "negativ stämning" kring erbjudandet.<sup>80</sup> Vad Stattin menar med negativ stämning tycks vara att budgivaren inte får agera på så sätt att förutsättningarna för villkorets uppfyllelse minskar. Jag har dock i praktiken mycket svårt att se varför en budgivare skulle vilja skapa en negativ stämning kring erbjudandet. En budgivare som har lämnat ett takeovererbjudande har rimligtvis lagt ner mycket tid och resurser för att erbjudandet ska kunna genomföras.

### 3.2.3 Kreditgivarens utbetalning av förvärvskrediten

Det är tillåtet för budgivaren att villkora erbjudandet av att en kreditgivare utbetalar förvärvskrediten som budgivaren avsett använda för att finansiera erbjudandet.<sup>81</sup> Budgivaren får dock inte återkalla erbjudandet med hänvisning till ouppfyllda villkor i förvärvskreditavtalet. Om förvärvskreditavtalet innehåller villkor för kreditens utbetalning som budgivaren vill kunna åberopa för att återkalla erbjudandet måste förvärvskreditvillkoren istället uppställas som fullföljandevillkor.<sup>82</sup> Detta innebär i sin tur att förvärvskreditvillkoren behöver uppfylla takeoverreglernas krav på fullföljandevillkors utformning. Bestämmelsen utgör ett skydd

---

<sup>75</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>76</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>77</sup> Stattin (2009), s. 289.

<sup>78</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna; Nyström m.fl. (2018), s. 159.

<sup>79</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>80</sup> Stattin (2009), s. 290.

<sup>81</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>82</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

för målbolagets aktieägare. Budgivaren hade annars kunnat hänvisa till villkor i förvärvskreditavtalet för att återkalla ett erbjudande, trots att kreditvillkoren inte uppfyllt takeoverreglernas krav för att få uppställas som fullföljandevillkor. Detta hade varit ett relativt enkelt sätt att undvika takeoverreglernas utformningskrav.

Budgivaren kan acceptera att kreditgivaren uppställer förvärvskreditvillkor utan att dessa tas in som fullföljandevillkor för erbjudandet. Om dessa villkor inte uppfylls och leder till att krediten inte betalas ut, får budgivaren själv stå risken och kan inte med hänvisning till detta återkalla erbjudandet.<sup>83</sup>

### **3.2.4 Enkelhet och tydlighet**

Fullföljandevillkor ska så långt som möjligt utformas så att de är enkla och tydliga.<sup>84</sup> Anledningen är att takeovererbjudanden riktas till en stor mängd aktieägare med varierande förmåga att bedöma erbjudandet.<sup>85</sup> Aktieägarna kan exempelvis både vara andra stora börsbolag och enskilda privatpersoner. En avvägning ska dock göras mot budgivarens behov av att uppställa fullföljandevillkor. Omfattande arbete läggs i de flesta fall ner på att få ett takeovererbjudande så klart och tydligt som möjligt, varför det normalt sett inte heller uppkommer något behov av att Aktiemarknadsnämnden ska tolka erbjudandet.<sup>86</sup>

## **3.3 Budgivarens möjlighet att återkalla erbjudandet**

### **3.3.1 Inledning**

Som huvudregel får budgivaren inte återkalla det lämnade erbjudandet. Takeoverreglerna ger dock budgivaren möjlighet att återkalla erbjudandet om budgivaren uppställt fullföljandevillkor, och det står klart att dessa villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas. Budgivaren måste då offentliggöra erbjudandets återkallande.<sup>87</sup> Kraven gällande fullföljandevilkors utformning har redogjorts för ovan. För att fullföljandevillkoret faktiskt ska få användas för att återkalla erbjudandet måste emellertid det inträffade vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget.<sup>88</sup> Om

---

<sup>83</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>84</sup> kommentaren till II.4 takeoverreglerna; Stattin (2009), s. 288.

<sup>85</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>86</sup> Stattin (2009), s. 291.

<sup>87</sup> II.5 takeoverreglerna.

<sup>88</sup> II.5 2 p. takeoverreglerna.

budgivaren villkorat erbjudandet av att denne uppnår en viss anslutning i erbjudandet, och denna anslutning inte uppnåtts, finns dock inget krav på väsentlig betydelse för att erbjudandet ska få återkallas.<sup>89</sup>

### 3.3.2 Väsentlighetskravet

Att ett fullföljandevillkor måste vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget för att få användas för att återkalla erbjudandet säkerställer att budgivaren inte har möjlighet att återkalla ett erbjudande på grund av en petitess. Väsentlighetskravet skyddar därmed aktieägarna i målbolaget. De kan vara säkra på att erbjudandet kommer att fullföljas, så länge budgivaren inte har ett mycket viktigt skäl som uppfattas vara av väsentlig betydelse för budgivaren för att återkalla erbjudandet.<sup>90</sup>

Redan i anslutning till de uppställda fullföljandevillkoren måste budgivaren ange att erbjudandet endast får återkallas om väsentlighetskravet är uppfyllt.<sup>91</sup> Budgivaren måste redan då ha gjort en noggrann avvägning kring huruvida villkoret faktiskt kan uppfylla väsentlighetskravet. Villkoret får nämligen inte uppställas om en bristande uppfyllelse av villkoret praktiskt taget aldrig kan antas vara av väsentlig betydelse för förvärvet (om Aktiemarknadsnämnden inte meddelat dispens).<sup>92</sup> Med tanke på att enkelhet och tydlighet eftersträvas i takeovererbjudanden är detta rimligt. Om fullföljandevillkor uppställdes som aldrig skulle kunna uppfylla väsentlighetskravet skulle det kunna förvirra målbolagets aktieägare.

Takeoverreglerna ger ingen tydlig klarhet i vad som krävs för att väsentlighetskravet ska anses vara uppfyllt. Viss vägledning ges dock kring hur väsentlighetskravet ska tolkas. Väsentlighetskravets uppfyllelse ska avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Vid generellt utformade villkor ska det normalt ställas högre krav på att budgivaren kan visa att den bristande uppfyllelsen av villkoret uppfyller väsentlighetskravet.<sup>93</sup>

Ett fullföljandevillkor som innebär att målbolagets styrelse ska rekommendera aktieägarna att acceptera erbjudandet anses normalt inte uppfylla väsentlighetskravet. Detsamma gäller villkor som innebär att målbolagets styrelse inte återtar en sådan lämnad rekommendation.<sup>94</sup> Villkor som innebär att budgivarens bolagsstämma eller målbolaget fattar ett visst beslut

---

<sup>89</sup> II.5 1 p. takeoverreglerna.

<sup>90</sup> Jämför kommentaren till II.1 takeoverreglerna.

<sup>91</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>92</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

<sup>93</sup> Kommentaren till II.5 takeoverreglerna.

<sup>94</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.



kan ibland uppenbart uppfylla väsentlighetskravet. Exempelvis om bolagsstämmbeslutet krävs för utgivande av aktier som ska utgöra erbjudandets vederlag.<sup>95</sup> Att takeoverreglerna inte klargör väsentlighetskravets innebörd tydligare kan bero på att fullföljandevillkoren som uppställs beror på omständigheterna i det enskilda takeovererbjudandet. Det finns därför behov av en relativt öppen reglering.

### **3.3.3 Förhållandet mellan II.4 och II.5 takeoverreglerna**

II.4 takeoverreglerna ger budgivaren möjlighet att uppställa fullföljandevillkor. Bestämmelsen reglerar även hur dessa villkor tillåts vara utformade. Om ett fullföljandevillkor har uppställts och budgivaren vill använda villkoret för att återkalla erbjudandet, ska detta ske enligt II.5 takeoverreglerna. För samtliga villkor förutom villkor som rör lägsta anslutningsgrad innebär detta att erbjudandet endast får återkallas om det är av väsentlig betydelse för förvärvet.<sup>96</sup> Det är således inte tillräckligt att uppställa fullföljandevillkor enligt II.4 takeoverreglerna. En budgivare behöver även beakta bestämmelsen i II.5 takeoverreglerna för att erbjudandet ska kunna återkallas.

## **3.4 Återkallelse utan fullföljandevillkor**

### **3.4.1 Inledning**

Kort kan nämnas vad som skulle hända om en budgivare återkallar ett takeovererbjudande utan att ha uppställt några fullföljandevillkor, eller utan hänvisning till sådana villkor. En sådan situation kan uppkomma om en budgivare inte har rätt att återkalla erbjudandet som lämnats, men inte heller har någon möjlighet att genomföra erbjudandet. Ett exempel på när detta kan ske är om en budgivare varit beroende av utbetalning av en förvärvskredit men inte uppställt förvärvskreditvillkoren som fullföljandevillkor. Om förvärvskreditvillkoren inte uppfylls kanske budgivaren inte har någon ekonomisk möjlighet att fullfölja erbjudandet. Samtidigt finns det i en sådan situation inte någon tillåten möjlighet för budgivaren att återkalla erbjudandet. Budgivarens agerande skulle då både bryta mot regeln om budgivarens bundenhet av det lämnade erbjudandet och mot regeln som stadgar att budgivaren ska ha genomfört tillräckliga förberedelser innan ett erbjudande får lämnas. Ett uttalande där Aktiemarknadsnämnden har bedömt en liknande situation redogörs för nedan.

---

<sup>95</sup> Kommentaren till II.5 takeoverreglerna.

<sup>96</sup> II.4 takeoverreglerna; Stattin (2009), s. 291.

### 3.4.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:29: "OPC Enterprises"

Den 15 juli år 2003 offentliggjorde OPC Enterprises ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i Optovent. I pressmeddelandet angavs att erbjudandet inte var villkorat av att finansiering kunde erhållas. Finansiering skulle ske genom ett ovillkorat finansieringslöfte. Den 4 september år 2003 meddelade dock OPC Enterprises att erbjudandet återkallades. Anledningen till återkallandet uppgavs vara att inga medel, trots finansieringslöftet, hade kommit OPC Enterprises tillhanda.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att erbjudandet inte hade villkorats av att finansiering kunde erhållas. Samtidigt byggde erbjudandet på förutsättningen att finansieringen skulle ske genom krediter utbetalade av en kreditgivare som angavs ha lämnat ett ovillkorat finansieringslöfte. Trots detta betalades ingen kredit ut till budgivaren. Att finansieringen uteblev gav enligt Aktiemarknadsnämnden anledning till antagandet att OPC Enterprises inte haft tillräcklig grund för att utgå från att erbjudandet skulle bli finansierat på det sätt som angavs i pressmeddelandet. Dessutom ansåg Aktiemarknadsnämnden att kreditgivaren inte var ett väletablerat kreditinstitut. OPC Enterprises borde därför antingen ha avvaktat med att lämna erbjudandet tills dess att krediten faktiskt hade utbetalats, eller uppställt ett fullföljandevillkor med innebörden att kreditgivaren skulle uppfylla sitt finansieringslöfte. Istället satte sig OPC Enterprises i en situation där erbjudandet inte fick återkallas. Samtidigt saknade OPC Enterprises möjlighet att fullgöra sina skyldigheter gentemot målbolagets aktieägare i enlighet med erbjudandet. Aktiemarknadsnämndens bedömning var att ett sådant förfarande riskerar att urholka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Förfarandet var därför oacceptabelt och föranledde allvarlig kritik från Aktiemarknadsnämnden.

OPC Enterprises är det enda offentliggjorda uttalandet av Aktiemarknadsnämnden som rört ett återkallande som gjorts utan att budgivaren uppställt fullföljandevillkor. Återkallandet strider mot takeoverreglernas grundläggande bestämmelser. Bestämmelserna stadgar att budgivaren är bunden vid det lämnade erbjudandet samt att ett erbjudande endast får lämnas efter tillräckliga förberedelser. Det är därför inte oväntat att Aktiemarknadsnämnden uttrycker sig så pass kraftfullt, med ord som *oacceptabelt* och *allvarligt kritik*, mot det inträffade. Jag har inte sett att en så pass allvarlig kritik uttryckts av Aktiemarknadsnämnden varken förr eller senare. Uttalandet betonar därför att budgivarens bundenhet är en grundläggande bestämmelse i takeoverreglerna.

Återkallandets implikationer för prisbildningen på målbolagets aktier visade sig av att vissa aktieägare köpte aktier till budnivån 3:60 kr per aktie, men att aktiekursen efter återkallandet föll till 2 kr per aktie. Det mycket kraftiga prisfallet innebar således skada både för bolaget och för aktieägarna.<sup>97</sup> Jag är enig med Aktiemarknadsnämnden om att likartade förfarandet riskerar att urholka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Att någon liknande situation inte uppkommit sedan dess beror säkerligen på de negativa konsekvenser som drabbade budgivaren.

### 3.5 Avslutande kommentarer

Avvägningen mellan dels aktieägarnas behov av att skyddas från att budgivaren återkallar erbjudandet, dels budgivarens behov av att i vissa fall kunna återta ett lämnat erbjudande anser jag vara tydlig. Som huvudregel är budgivaren bunden av erbjudandet. Budgivaren behöver genomföra omfattande förberedelser innan ett erbjudande får lämnas. Av den allvarliga kritik som Aktiemarknadsnämnden riktade i uttalandet OPC Enterprises tydliggörs de konsekvenser ett bolag riskerar när ett erbjudande återkallas utan tillåtelse.

Exakt vilka fullföljandevillkor som får uppställas och användas för att återkalla ett erbjudande framgår emellertid inte av takeoverreglerna. Min uppfattning är att takeoverreglernas bestämmelser endast sätter upp lösa ramar för fullföljandevilkors utformning som kan uppfattas olika av olika personer. Vägledningen kring hur kraven på takeoverreglernas utformning ska tolkas är så pass generellt utformad att det är mycket svårt att förstå vilka villkor som i praktiken uppfyller kraven. Takeoverreglerna ger dessutom endast några få exempel på vilka slags fullföljandevillkor som normalt anses uppfylla takeoverreglernas krav. Att dessa exempel ges är sannolikt eftersom de är exempel på vanligt förekommande fullföljandevillkor. Eftersom olika takeovererbjudanden kan omgärdas av helt olika omständigheter skulle det knappast vara möjligt att i takeoverreglerna göra en fullständig uppräknings av samtliga förutsättningar som en budgivare skulle kunna anse vara avgörande för dennes intresse av att fullfölja erbjudandet. En generell utformning är därför nödvändig för att regleringen ska ge budgivaren tillräcklig flexibilitet.

Orden väsentligt, enkelt och tydligt öppnar upp för subjektiva bedömningar för den som läser takeoverreglerna. Även objektivitetskravet, som vid första anblick kan tyckas tydligt eftersom innebörden av ordet bör vara klart för de

---

<sup>97</sup> Suneson (2003).

flesta, kan vara svårt att bedöma i praktiken när gränsen mot subjektivitet ska dras. Det är därför i synnerhet dessa krav som jag anser vara särskilt otydliga. Det är sannolikt svårt att som aktieägare i målbolaget få tillräcklig insikt i budgivarens verksamhet för att på förhand förstå vad som kan vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Väsentlighetskravet öppnar därför upp för bedömningar i det enskilda fallet samt argumentation från budgivarens sida. Det gör även det svårt för målbolagets aktieägare att på förhand bedöma erbjudandets sannolikhet att uppfyllas.

Kravet på enkelhet och tydlighet förstår jag det som existerar eftersom det är eftersträvansvärt att så många aktieägare som möjligt ska förstå och bedöma erbjudandet. Oavsett är det sannolikt svårt för enskilda småsparare som inte är särskilt insatta att förstå de komplicerade moment ett takeovererbjudande kan innehålla. Framför allt när erbjudandet är beroende av att fullföljandevillkor uppfylls.<sup>98</sup> Utifrån takeoverreglernas bestämmelser gällande enkelhet och tydlighet kan ingen ytterligare ledning dras än att bolag företrädesvis ska välja så enkla lösningar som möjligt, och inte i onödan komplicera fullföljandevillkor. För att tydligare förstå kraven som takeoverreglerna uppställer på fullföljandevillkors utformning och vilka fullföljandevillkor som tillåts på den svenska aktiemarknaden är det nödvändigt att se till Aktiemarknadsnämndens uttalanden.

---

<sup>98</sup> För exempel på en komplicerad erbjudandehandling se Demeters uppköpserbjudandehandling till aktieägarna i DDM Holding. Se framför allt 3 p. under rubriken "Villkor för Erbjudandets fullföljande" i News - Powered by Cision, *Demeter Finance offentliggör ett kontant offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i DDM Holding*.

# 4 Aktiemarknadsnämndens uttalanden

## 4.1 Betydelsen av Aktiemarknadsnämndens uttalanden

### 4.1.1 Aktiemarknadsnämndens uppgift

Som påvisats i uppsatsens tidigare kapitel är takeoverreglernas bestämmelser om fullföljandevillkor i stor utsträckning relativt generellt utformade. Aktiemarknadsnämnden har rätt att tolka och meddela dispens från reglerna.<sup>99</sup> Tolkningen ska ske i enlighet med takeoverreglernas syfte.<sup>100</sup>

Aktiemarknadsnämnden kan avgöra ärenden efter framställning eller på eget initiativ.<sup>101</sup> Det är vanligt att nämnden lämnar en sorts förhandsbesked. I sådana fall har sökanden kontaktat nämnden angående en planerad åtgärd, exempelvis ett planerat takeovererbjudande, med en begäran om tolkning kring huruvida det planerade förfarandet är tillåtet eller inte.<sup>102</sup> Aktiemarknadsnämnden utgår då från den information som den sökande redovisat, varför det är viktigt att samtliga relevanta omständigheter angetts.<sup>103</sup> Det är upp till nämnden att avgöra om den vill ta upp en framställan till behandling. Särskilt ska beaktas om frågan är av praktisk betydelse för aktiemarknaden eller av principiell natur.<sup>104</sup>

Normalt lämnar Aktiemarknadsnämnden snabba besked.<sup>105</sup> Deras uttalanden är alltid skriftliga.<sup>106</sup> Aktiemarknadsnämndens uttalanden ska offentliggöras, om inte nämnden i ett visst ärende på särskilda skäl ser anledning till att inte göra detta. Genom offentliggörande av sina uttalanden bidrar nämnden till vägledning kring tolkning av reglerna samt utvecklandet av god sed på aktiemarknaden. Ibland offentliggörs uttalanden anonymiserade för att inte röja känslig information. Om uttalandet gäller en planerad åtgärd får uttalandet inte offentliggöras utan sökandes tillåtelse innan åtgärden

---

<sup>99</sup> I.2 takeoverreglerna.

<sup>100</sup> Kommentaren till I.2 takeoverreglerna.

<sup>101</sup> SOU 2005:58, s. 55.

<sup>102</sup> Skog (2011), s. 33.

<sup>103</sup> Bexhed (2013), s. 67.

<sup>104</sup> Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens arbetsätt*.

<sup>105</sup> Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens arbetsätt*; SOU 2005:58, s. 57.

<sup>106</sup> Aktiemarknadsnämnden, *Om nämndens uttalanden*.

vidtagits eller blivit allmänt känd på annat sätt.<sup>107</sup> Nämnden har under de senaste åren offentliggjort cirka 50 uttalanden per år. Totalt har cirka 900 uttalanden gjorts av nämnden, varav ungefär tre fjärdedelar har offentliggjorts.<sup>108</sup>

Aktiemarknadsnämnden kan utfärda kritik i sina uttalanden. Kritiken innebär inte någon formell sanktion. Däremot kan andra aktörer, företag och rådgivare frivilligt välja att undvika bolag som ådragit sig sådan kritik. Ett bolag som inte följer takeoverreglerna "svartlistas" ofta av andra bolag som inte vill ta någon befattning med det svartlistade bolaget.<sup>109</sup> Detta kan sägas vara Aktiemarknadsnämndens främsta sanktionsmöjlighet.<sup>110</sup> Nämndens viktigaste funktion kan därför beskrivas som preventiv,<sup>111</sup> eftersom bolag inte vill riskera att bryta mot reglerna om det innebär att andra bolag då undviker dem. Utöver detta kan Nasdaqs disciplinnämnd besluta om sanktioner mot bolag som ådragit sig Aktiemarknadsnämndens kritik eller åsidosatt Aktiemarknadsnämndens tolkning av takeoverreglerna.<sup>112</sup> Dessa sanktioner inkluderar varningar, monetära böter och i värre fall avnotering från börsen.<sup>113</sup>

## 4.1.2 Praxis och prejudikatbundenhet

Aktiemarknadsnämnden har inte någon prejudicerande funktion på så sätt att den binder andra rättsliga instanser. Dess funktion skiljer sig därför från exempelvis Högsta domstolens. Stattin menar att det finns ett starkt ideologiskt och rättsligt betingat intresse av att lika fall behandlas lika i takeoverfrågor. Detta intresse bör innebära att Aktiemarknadsnämnden strävar efter likabehandling i sina avgöranden.<sup>114</sup> Nämnden hänvisar dessutom ofta tillbaka till sina tidigare avgörande och de "regler" som ställts upp där. Stattins uppfattning är därför att det kan antas att Aktiemarknadsnämnden tillämpar någon form av prejudikatlära.<sup>115</sup> Vidare respekterar aktörerna på aktiemarknaden nämndens tolkning. Deras uttalanden kan uppfattas som en god tolkning av gällande rätt.<sup>116</sup>

Jag är enig med Stattin om detta synsätt. När Aktiemarknadsnämndens uttalanden studeras är det tydligt att nämnden fäster mycket stor vikt vid

---

<sup>107</sup> Skog (2011), s. 35.

<sup>108</sup> Aktiemarknadsnämnden, *Om nämndens uttalanden*.

<sup>109</sup> Sjöman (2005), s. 96.

<sup>110</sup> Munck (2006), s. 565.

<sup>111</sup> Boman (2011), s. 60.

<sup>112</sup> Boman (2011), s. 59.

<sup>113</sup> Nasdaq, *Stockholm Disciplinary Process*.

<sup>114</sup> Stattin (2009), s. 109.

<sup>115</sup> Stattin (2009), s. 118 f.

<sup>116</sup> Stattin (2009), s. 120.

sina tidigare avgöranden.<sup>117</sup> Jag delar därför uppfattningen att nämnden tillämpar en prejudikatlära. Samtidigt kan konstateras att nämnden tar stor hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Detta visas av att fullföljandevillkor som vanligtvis inte är tillåtna, till exempel sådana som rör positiva styrelserekommendationer, ibland tillåts av nämnden på grund av omständigheterna i det enskilda fallet.<sup>118</sup>

Eftersom Aktiemarknadsnämnden agerar som att de är prejudikatbundna till sina egna uttalanden är det intressant och relevant att sammanställa nämndens uttalanden för att tydligare kunna utröna vilka fullföljandevillkor som tillåts på den svenska aktiemarknaden.

### **4.1.3 Urval och sortering av uttalanden**

Urvalsmässigt redogör uppsatsen för nästan samtliga av Aktiemarknadsnämndens uttalanden som rör fullföljandevillkor för att möjliggöra en heltäckande sammanställning. Antalet uttalanden i detta kapitel är sjutton stycken. Vid redogörelsen för varje uttalande tas endast de omständigheter som är relevanta för fullföljandevillkor upp. Uttalandena är därför i många fall kraftigt nedkortade. Vissa av uttalandena behandlar i fulltext även andra frågor gällande takeovererbjudanden.

Sortering har gjorts utifrån tre olika huvudrubriker: objektivitetskravet, väsentlighetskravet och övrigt. Om ett uttalande faller under flera kategorier har uttalandet lagts under den rubrik uttalandet huvudsakligen gäller. Under varje huvudrubrik är uttalandena sorterade ämnesvis, baserat på typ av fullföljandevillkor. Detta har gjorts för att läsaren ska få en bättre överblick av uttalandena samt för att möjliggöra en enklare analys.

## **4.2 Uttalanden gällande objektivitetskravet**

Kapitlet redogör för Aktiemarknadsnämndens uttalanden som behandlar objektivitetskravet, sorterat utifrån typ av fullföljandevillkor.

### **4.2.1 Objektivitetskravet - MAC-villkor**

MAC står för Materially Adverse Changes. Begreppet kan på svenska ungefär översättas till väsentligen ogynnsamma förändringar. MAC-

---

<sup>117</sup> För exempel på detta se Aktiemarknadsnämndens uttalande 2016:10, uttalande 2007:18 samt uttalande 2019:02.

<sup>118</sup> Se mer om detta i kapitel 4.3.1.

klausuler kan användas i avtal för att reglera vad som ska gälla om något väsentligt och negativt inträffar som kan få betydelse för avtalet. I uttalandena som redogörs för nedan har MAC-villkor använts som fullföljandevillkor. Villkorens syfte är då att ge budgivaren rätt att återkalla takeovererbjudandet om väsentligt ogynnsamma förändringar inträffar.

Noteras kan dock att Aktiemarknadsnämnden i nuläget inte har haft anledning att pröva under vilka förutsättningar ett MAC-villkor faktiskt får åberopas för att återkalla erbjudandet. Uttalandena rör endast huruvida sådana villkor får uppställas. Om villkoret i praktiken uppfyller kravet på väsentlig betydelse för budgivarens förvärv har ännu inte prövats.<sup>119</sup> Brittiska Takeover Panel har dock i sitt uttalande 2001/15 ("WPP-Tempus") prövat en liknande fråga. I uttalandet intog de en restriktiv hållning vid bedömningen av huruvida ett MAC-villkor uppfyller väsentlighetskravet i brittiska Takeover Code:

*"meeting [the materiality test] requires an adverse change of very considerable significance striking at the heart of the purpose of the transaction in question [...] something that would justify frustration of a legal contract".<sup>120</sup>*

Frustration of a legal contract innebär att ett avtal blir omöjligt att uppfylla. Eftersom Aktiemarknadsnämnden kan ta ledning från brittiska Takeover Panel när frågor som ännu inte prövats enligt de svenska takeoverreglerna uppkommer<sup>121</sup> skulle detta kunna tyda på att även Aktiemarknadsnämnden skulle vara restriktiva med att tillåta en återkallelse med hänvisning till MAC-villkor.

#### **4.2.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20: "Perstorpsfallet"**

Den 10 april år 2000 offentliggjorde Perstorp Intressenter ("Intressenter") ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier och konvertibla skuldebrev utgivna av Perstorp. Intressenter villkorade erbjudandets fullföljande av att sedvanliga villkor för utbetalning av den del av förvärvsfinansieringen som avsågs ske genom lån uppfylldes. Ett sådant "sedvanligt villkor" som kreditgivarna uppställt var att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkades negativt innan erbjudandet fullföljts.

Den 28 september år 2000 lämnade Intressenter och Perstorp ett gemensamt pressmeddelande. I pressmeddelandet angavs att Perstorp skulle redovisa ett

---

<sup>119</sup> Nyström m.fl. (2018), s. 170; Takeover Panels uttalande 2001/15 p. 16.

<sup>120</sup> Nyström m.fl. (2018), s. 170; Takeover Panels uttalande 2001/15 p. 16.

<sup>121</sup> Se exempelvis Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20.



sämre resultat än förväntat på grund av svårigheter inom Perstorps laminatgolvsverksamhet. Pressmeddelandet angav även att den negativa utvecklingen innebar att erbjudandet inte längre skulle fullföljas eftersom samtliga fullföljandevillkor inte kunde uppfyllas. Den 2 oktober år 2000 lämnades även ett separat pressmeddelande av Intressenter där det informerades om att Intressenters förvärvsfinansiering för erbjudandet inte längre kunde erhållas med anledning av att Perstorp redovisat ett väsentligt sämre resultat och mer osäkra framtidsutsikter än förväntat.

Aktiemarknadsnämnden gjorde en bedömning av huruvida fullföljandevillkoret, det vill säga att Perstorps verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkades negativt, var tillåtet. Noteras kan att bestämmelserna om fullföljandevillkor infördes i takeoverreglerna först år 2003. Vid tidpunkten för Perstorpsfallet innehöll alltså inte takeoverreglerna något objektivitetskrav. När Aktiemarknadsnämnden behövde ta ställning till fullföljandevillkoret och budgivarens bundenhet var detta nytt på den svenska marknaden för takeovererbjudanden.<sup>122</sup> Eftersom reglering kring fullföljandevillkor saknades i de svenska reglerna tog Aktiemarknadsnämnden vägledning från brittiska Takeover Code. Den brittiska regleringen krävde att fullföljandevillkor ska utformas så att det objektivt går att fastställa om de uppfyllts eller inte. Det vill säga samma krav som de svenska takeoverreglerna numera innehåller.

Aktiemarknadsnämndens bedömning i Perstorpsfallet var att objektivitetskravet skulle gälla även på den svenska marknaden, trots att bestämmelsen saknades i takeoverreglerna. Enligt Aktiemarknadsnämnden innebar objektivitetskravet att det inte var godtagbart att villkora ett erbjudande av att målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning. Villkoret måste vara mer preciserat än så. Dessutom bör det vara utformat så att det är möjligt för till exempel en revisor att verifiera att villkoret har eller inte har uppfyllts.

#### **4.2.1.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:12: "Rambøll"**

Den 17 februari år 2003 offentliggjorde Rambøll ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier och teckningsoptioner i Scandiaconsult. För finansiering av erbjudandet hade Rambøll erhållit ett villkorat lånelöfte från kreditgivare. Rambøll uppställde som fullföljandevillkor att utbetalning av förvärvsfinansieringen skulle ske enligt erhållet lånelöfte.

---

<sup>122</sup> Nyström och Sjöman (2011), s. 86 f.

Kreditgivarna hade villkorat låneutbetalningen av att det inte förelåg någon bristande uppfyllelse av de garantier och utfästelser som Rambøll lämnat under kreditavtalet. En sådan utfästelse var att det inte inträffade någon händelse utanför Rambølls eller Scandiaconsults kontroll som inte skäligen kunnat förutses och som påverkade Rambølls eller Scandiaconsults likviditet eller resultat väsentligt negativt, eller som orsakade en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter.

Aktiemarknadsnämndens bedömning av fullföljandevillkoret var att takeoverreglernas objektivitetskrav innebär att det är förenligt med reglerna att villkora ett erbjudande av att det inte inträffar någon oförutsedd händelse som påverkar budgivarens eller målbolagets likviditet eller resultat väsentligt negativt. Villkorets första del var alltså tillåtet. Anledningen var att villkoret, trots att det var någorlunda obestämt, var utformat så att aktieägarna i målbolaget borde kunna förstå dess principiella innebörd. Därutöver var det möjligt att i förhållande till tidigare redovisat resultat och likviditet göra en objektiv bedömning av huruvida villkoret var uppfyllt.

Aktiemarknadsnämnden menade emellertid att det inte var tillåtet att villkora ett erbjudande av en oförutsedd händelse som orsakar en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg och teknikkonsulter. Villkoret var så pass allmänt hållet att det sannolikt skulle vara mycket svårt för målbolagets aktieägare att göra sig en föreställning om villkorets konkreta innebörd. Sådana villkor konstaterade Aktiemarknadsnämnden riskerar att undergräva principen om budgivaren bundenhet vid ett lämnat takeovererbjudande.

#### **4.2.1.3 Analys**

I de två uttalandena som redogjorts för kan tre så kallade MAC-villkor urskiljas:

- Perstorpsfallet: att budgivarens verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkas negativt (ej tillåtet villkor);
- Rambøll: att budgivarens eller målbolagets likviditet eller resultat inte påverkas väsentligt negativt (tillåtet villkor);
- Rambøll: att det inte orsakas en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter (ej tillåtet villkor).

Det är tydligt att de två översta villkoren har betydande likheter. Trots detta godkändes det ena villkoret av Aktiemarknadsnämnden, medan det andra ansågs otillåtet. Detta visar att mycket små skillnader i hur ett villkor

utformas kan vara avgörande för villkorets tillåtlighet. Aktiemarknadsnämndens bedömning i Perstorpsfallet var att fullföljandevillkor bör utformas så att det är möjligt att verifiera huruvida villkoret har eller inte har uppfyllts. Min uppfattning är att ordet väsentligt gör att villkoret blir mycket svårt att verifiera. Budgivaren och målbolagets aktieägare kan ha helt olika uppfattning av vad ordets betydelse innebär i praktiken. En så pass öppen formulering gör det dessutom mycket svårt för målbolagets aktieägare att förstå när villkoret faktiskt kan tillämpas. För att en objektiv bedömning ska kunna göras bör villkoret istället utformas med siffror eller procenttal. Ett exempel är att budgivarens resultat inte får vara ett visst procenttal lägre än ett tidigare resultat. Med en sådan utformning minskar möjligheten till argumentation kring villkorets uppfyllelse drastiskt, och villkoret uppfyller utan tvekan objektivitetskravet.

Till skillnad från i Perstorpsfallet tillät dock Aktiemarknadsnämnden Rambølls användning av ordet väsentligt i fullföljandevillkoret. Väsentligt är otvivelaktigt ett ord som öppnar upp för en subjektiv bedömning. I praktiken skulle det vara mycket svårt, om inte omöjligt, att i de fall bolagets resultat faktiskt utvecklas negativt dra gränsen mellan väsentligt och icke väsentligt. Det är därför i min uppfattning anmärkningsvärt att ordet tilläts i ett fullföljandevillkor, trots takeoverreglernas objektivitetskrav. Detta då fullföljandevillkoret i Rambøll knappast heller är möjligt att verifiera. Takeoverreglerna stadgar ju att ett fullföljandevillkor *ska* vara utformat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller inte.<sup>123</sup> Samtidigt överensstämmer Aktiemarknadsnämndens bedömning med takeoverreglerna som stadgar att det *bör* eftersträvas att det är möjligt för en utomstående att verifiera villkorets uppfyllelse.<sup>124</sup> Verifierbarhet är alltså inget strikt krav för att ett villkors utformning ska uppfylla objektivitetskravet.

I ljuset av Rambøll tycks det vara bristen på precision i utformningen av fullföljandevillkoret, snarare än bristen på verifierbarhet, som gjorde fullföljandevillkoret i Perstorpsfallet otillåtet. Det krävdes enligt nämndens bedömning mer precision än att villkora erbjudandet av att målbolaget rent allmänt utvecklas i en ogynnsam riktning. I Rambøll tilläts fullföljandevillkoret, trots att det var någorlunda obestämt, eftersom det var utformat så att aktieägarna borde kunna förstå dess innebörd och kunna göra en objektiv bedömning av huruvida villkoret var uppfyllt i förhållande till tidigare redovisat resultat och likviditet. Precisionsmässigt finns det en skillnad mellan Perstorpsfallets och Rambølls fullföljandevillkor. I Perstorpsfallet användes orden verksamhet och finansiella ställning. I Rambøll användes

---

<sup>123</sup> II.4 takeoverreglerna.

<sup>124</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

istället orden resultat och likviditet. Utöver dessa skillnader var villkoren i det närmaste identiskt utformade. Skillnaden i ordval anser jag vara den huvudsakliga anledningen till varför villkoren bedömdes olika. Målbolagets aktieägare i Rambøll borde enligt Aktiemarknadsnämnden kunna kontrollera huruvida villkoret var uppfyllt genom att jämföra tidigare resultat och likviditet. I Perstorpsfall tycks orden verksamhet och finansiella ställning rent allmänt syfta på hur det går för bolaget. Det blir därför betydligt svårare att göra en jämförelse. Perstorpsfallens fullföljandevillkor utformades därför på ett sätt som lämnade ett betydligt större utrymme för en subjektiv bedömning.

Gällande Rambølls fullföljandevillkor angående den nordiska kapitalmarknaden eller marknaden för bygg- och teknikkonsulter är villkoret mycket allmänt skrivet. Min uppfattning är att det brister både i verifierbarhet och precision. Det är sannolikt mycket svårt för målbolagets aktieägare att veta vad som ska anses vara den nordiska kapitalmarknaden eller marknaden för bygg- och teknikkonsulter. Det framgår inte heller av villkoret vad som ska anses utgöra en sådan allvarlig störning som syftas på i fullföljandevillkoret. Villkoret hade kunnat preciseras ytterligare för att objektivitetskravet skulle uppfyllas.

Sammantaget är min tolkning att MAC-villkor är ett slags fullföljandevillkor som normalt tillåts enligt Aktiemarknadsnämndens bedömning. För att villkoret ska uppfylla objektivitetskravet är det dock essentiellt att villkoret utformas med tillräcklig precision. Kravet på precision innebär att villkoret ska vara så pass preciserat att det är möjligt att exempelvis göra en jämförelse med ett tidigare resultat eller liknande. För att uppfylla detta krav måste budgivaren utforma fullföljandevillkoret genom att använda sådana ord som gör att det blir tydligt vad fullföljandevillkoret tar sikte på.

Aktiemarknadsnämnden förtydligar enligt mig i Rambøll att det dock inte krävs att ett fullföljandevillkor är utformat så att det kan verifieras. För att vara säker på att ett fullföljandevillkor tillåts i praktiken tolkar jag det som att villkoret i största möjliga mån ändå bör hänvisa till siffror eller liknande eftersom det dels gör villkoret mer preciserat, och dels gör det enklare för målbolagets aktieägare att förstå när villkoret uppfyllts. Om en aktieägare ska bedöma vad som ska anses vara väsentligt ställs det mycket höga krav på denne.

## **4.2.2 Objektivitetskravet - Övrigt**

Uttalandena nedan rör övriga fullföljandevillkor där Aktiemarknadsnämnden uttalat sig om objektivitetskravet. Uttalande 2005:16 ("Delaware") rör

fullföljandevillkor som uppställts på grund av amerikansk rätt. Uttalande 2019:41 ("Momentum") rör nödvändiga myndighetstillstånd.

#### **4.2.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:16: "Delaware"**

År 2005 planerade ett anonymt amerikanskt bolag inregistrerat i den amerikanska delstaten Delaware ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i ett anonymt svenskt bolag.

Enligt staten Delawares lagstiftning hade styrelser för bolag inregistrerade i delstaten en skyldighet att verka för aktieägarnas bästa, en så kallad fiduciary obligation. Det amerikanska bolagets (budgivarens) amerikanska jurister Dorsey & Whitney LLP menade att amerikansk praxis innebar att denna fiduciary obligation medförde att styrelser i ett målbolag behövde bibehålla sin möjlighet att verka för aktieägarnas bästa. Detta gällde enligt de amerikanska juristerna även om målbolaget ingått ett bindande förvärvsavtal. Enligt juristernas uppfattning borde därför inte ett bolag inregistrerat i Delaware ingå avtal som skulle förhindra målbolagets styrelse att iaktta denna skyldighet i samband med ett förvärv, annat än i undantagsfall.

Om en tredje part skulle offentliggöra ett takeovererbjudande avseende aktierna i det amerikanska bolaget (budgivaren), bedömde de amerikanska juristerna att ovanstående skyldighet, eller så kallade fiduciary obligation, enligt Delawares lagstiftning skulle bli tillämplig på budgivarens styrelse. Detta trots att bolaget var budgivare och inte målbolag i den planerade transaktionen. Följaktligen rådde de amerikanska juristerna det amerikanska bolaget (budgivaren) att skyldigheten enligt Delawares lagstiftning kunde kräva att budgivarens styrelse i en sådan situation drar tillbaka erbjudandet i syfte att kunna acceptera ett bud från en tredje part, om budgivarens styrelse skulle bedöma att det var ett mer fördelaktigt alternativ än att fullfölja erbjudandet.

På grund av skyldigheten enligt Delawares lagstiftning samt de omständigheter som angetts ovan önskade budgivaren villkora erbjudandet av "*att ingen köpare offentliggör ett erbjudande att förvärva aktier i budgivaren, vilket, baserat på budgivarens styrelses bedömning av sina skyldigheter gentemot dess aktieägare, enligt amerikansk rätt, resulterar i ett tillbakadragande av eller en i negativ bemärkelse väsentligt förändrad rekommendation från styrelsen till aktieägarna i budgivaren att på extra bolagsstämma godkänna nyemission av aktier i samband med erbjudandet*".

För att förtydliga villkorets innebörd var det att budgivaren gavs en rätt att återkalla erbjudandet i det fall ett takeovererbjudande lämnades av en tredje part avseende aktierna i budgivaren, och budgivarens styrelse bedömde att den på grund av detta, enligt amerikansk rätt, var tvungen att återkalla erbjudandet avseende det svenska bolaget eller återta sin rekommendation till aktieägarna att vid den planerade bolagsstämman rösta för en nyemission av aktier som avsågs utgöra vederlag i erbjudandet avseende det svenska bolaget.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att ett sådant villkor var förenligt med takeoverreglerna och god sed på aktiemarknaden, om styrelsens bedömning grundades i en juridiskt sakkunnig analys av amerikansk rätt.

#### **4.2.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:41: "Momentum"**

År 2019 övervägde Momentum att lämna ett takeovererbjudande avseende aktierna i Swedol. Nordstjernen var den största aktieägaren i både Momentum och Swedol. Om Nordstjernen skulle acceptera erbjudandet, och välja aktievederlag som betalning, skulle Nordstjernen kunna komma att uppnå kontroll över Momentum i konkurrensrättslig mening. Därmed skulle Nordstjernen omfattas av lagar och regler om så kallad förvärvskontroll. Nordstjernen skulle då vara skyldig att anmäla förvärvet till relevanta konkurrensmyndigheter. Momentum ville därför uppställa ett fullföljandevillkor med innebörden att Nordstjernen skulle erhålla nödvändiga tillstånd från konkurrensmyndigheter på för Nordstjernen godtagbara villkor. Takeoverreglerna tillåter budgivaren att villkora erbjudandets fullföljande av att budgivaren erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor.<sup>125</sup> Det framgår dock inte av bestämmelsen huruvida budgivaren får uppställa ett fullföljandevillkor med innebörden att någon annan (i detta fall huvudägaren Nordstjernen) erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att villkoret uppfyllde kravet på att budgivaren inte får ha ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Gällande objektivitetskravet och det undantag som finns för myndighetstillstånd konstaterade nämnden att det aktuella fullföljandevillkoret låg utanför bestämmelsens ordalydelse. I ljuset av ägarförhållandet i de berörda bolagen ansåg Aktiemarknadsnämnden att villkoret trots det skulle anses vara förenligt med bestämmelsens syfte. Villkoret tilläts därför.

---

<sup>125</sup> II.4 takeoverreglerna.

### **4.2.2.3 Analys**

Aktiemarknadsnämndens bedömning i Delaware var att fullföljandevillkoret var tillåtet endast om styrelsens bedömning grundade sig i en juridiskt sakkunnig analys av amerikansk rätt. Det räckte således inte att styrelsen själva gjorde bedömningen. Detta anser jag sammanfalla med objektivitetskravet. Styrelsens subjektiva bedömning är inte tillräcklig för att villkoret ska tillåtas. Vad kravet på juridiskt sakkunnig analys innebär framgår inte. Det kan rimligtvis antas att det krävs att någon som är särskilt kunnig inom området är enig i bedömningen. Detta skulle exempelvis kunna vara någon som har särskild utbildning i eller arbetar med liknande frågor i amerikansk rätt. I Delaware tydliggjorde inte Aktiemarknadsnämnden hur ett fullföljandevillkor får utformas. Själva utformandet av villkoret anmärktes inte på. Däremot klargjorde Aktiemarknadsnämnden vilken typ av fullföljandevillkor som tillåts på den svenska aktiemarknaden. Det väsentliga i uttalandet anser jag vara att fullföljandevillkor som innebär att takeovererbjudandet kan återkallas om budgivaren annars riskerar att bryta mot tillämpliga bestämmelser i utländsk rätt kan godtas, om återkallandet grundas i en sakkunnig analys av den utländska rätten.

I Momentum ville budgivaren villkora erbjudandets fullföljande av att huvudägaren erhöll nödvändiga myndighetstillstånd på för huvudägaren godtagbara villkor. Eftersom huvudägarens subjektiva bedömning av huruvida tillståndets villkor är godtagbara eller inte tillåts, bryter villkoret mot objektivitetskravet. Aktiemarknadsnämnden godtog att det aktuella fullföljandevillkoret omfattades av takeoverreglernas undantag från objektivitetskravet, trots att fullföljandevillkoret egentligen inte föll inom undantagsbestämmelsens ordalydelse. Jag anser att även detta uttalande visar vilken typ av fullföljandevillkor som tillåts, snarare än hur fullföljandevillkor ska utformas. Takeoverreglerna tillåter budgivaren att villkora erbjudandets fullföljande av att budgivaren erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor. Momentum visar att Aktiemarknadsnämnden även tillåter fullföljandevillkor med innebörden att någon annan än budgivaren erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor, om detta är motiverat på grund av ägarförhållandena i bolagen.

## **4.3 Uttalanden gällande väsentlighetskravet**

Kapitlet redogör för Aktiemarknadsnämndens uttalanden som behandlar väsentlighetskravet, sorterat utifrån typ av fullföljandevillkor.

### **4.3.1 Väsentlighetskravet - Styrelserekommendationer**

Följande uttalanden rör fullföljandevillkor kopplade till rekommendationer från målbolagets styrelse.

#### **4.3.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:33 och 2005:36: "Old Mutual"**

År 2005 offentliggjorde Old Mutual ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i Skandia. Old Mutual övervägde ett fullföljandevillkor med innebörden att Skandias styrelse inom två till tre veckor från offentliggörandet av erbjudandet skulle offentliggöra en positiv rekommendation till bolagets aktieägare avseende erbjudandet. Enligt fullföljandevillkoret fick rekommendationen inte återtas eller ändras på ett för Old Mutual negativt sätt. Skandias styrelse skulle enligt villkoret även underteckna ett transaktionsavtal.

Aktiemarknadsnämndens bedömning av fullföljandevillkoret var att villkoret som innebar att Skandia skulle lämna en positiv styrelserekommendation samt att denna rekommendation inte fick återtas uppfyllde objektivitetskravet. Att rekommendationen inte skulle ändras på ett för budgivaren negativt sätt uppfyllde dock inte objektivitetskravet. Fullföljandevillkoret i sin helhet uppfyllde emellertid inte takeoverreglernas krav på väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Aktiemarknadsnämndens bedömning av väsentlighetskravet skedde i samråd med brittiska Takeover Panel. Takeover Panel hade inte ansett att motsvarande villkor var förenliga med det brittiska regelverket. Värt att notera är att det numera klargjorts i takeoverreglerna att fullföljandevillkor med innebörden att en positiv styrelserekommendation ska lämnas, eller att en sådan rekommendation inte får återtas, normalt inte anses vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv och därför normalt inte får uppställas.<sup>126</sup>

På grund av ytterligare frågor från Old Mutual offentliggjorde Aktiemarknadsnämnden ett kompletterande uttalande (2005:36). I uttalandet yttrade Aktiemarknadsnämnden att ett villkor med innebörden att målbolagets styrelse på målbolagets vägnar ska ingå ett samarbetsavtal med budgivaren kan uppfylla väsentlighetskravet. Anledningen är att ett samarbetsavtal, till skillnad från en positiv styrelserekommendation, helt eller delvis kan vara av avgörande betydelse för budgivarens möjlighet att fullfölja erbjudandet. Det kan därför inte uteslutas att en vägran från målbolagsstyrelsen att ingå ett samarbetsavtal kan vara av sådan väsentlig betydelse att budgivaren

---

<sup>126</sup> Kommentaren till II.5 takeoverreglerna.



tillåts återkalla erbjudandet. Huruvida så verkligen är fallet i en specifik situation får dock bedömas utifrån omständigheterna i det enskilda fallet.

#### **4.3.1.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18: "Bolaget E"**

Bolaget E planerade att lämna ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i bolaget M. E och M ingick ett transaktionsavtal som reglerade vissa frågor kring erbjudandet. Det var av avgörande betydelse för E att erbjudandet och samgåendet av bolagen skulle genomföras med en hög grad av enighet mellan bolagens styrelser. Det skulle annars försvåra uppnåendet av de synergi- och andra positiva effekter som bolaget E eftersträvade. I transaktionsavtalet angavs därför att målbolagsstyrelsen i samband med att erbjudandet lämnades skulle göra ett positivt uttalande om erbjudandet samt att denna rekommendation inte fick återkallas. Bolaget E ville även uppställa ett fullföljandevillkor med innebörden att erbjudandet fick återkallas om målbolagsstyrelsens rekommendation till målbolagets aktieägare att acceptera erbjudandet återtogs.

Aktiemarknadsnämndens bedömning av fullföljandevillkoret var att väsentlighetskravet fick antas vara uppfyllt om transaktionsavtalet innehöll även andra bestämmelser som var avgörandet för samgåendet mellan bolagen, och en tillbakadragen rekommendation skulle innebära att transaktionsavtalet upphörde att gälla. Om transaktionsavtalet skulle fortsätta att gälla trots en tillbakadragen rekommendation uppfyllde villkoret dock inte väsentlighetskravet.

#### **4.3.1.3 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16: "Providence "**

År 2000 övervägde Providence att lämna ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i AcadeMedia. Providence kontrollerades av en fond. Fonden och fondens verksamhet reglerades av ett bolagsavtal. I bolagsavtalet förelåg det begränsningar för hur en investering fick göras av fonden. En sådan begränsning var att fonden förhindrades att överta kontrollen av ett publikt bolag om det publika bolagets styrelse motsatte sig detta. En överträdelse av bestämmelsen i bolagsavtalet riskerade att resultera i att fonden blev skadeståndsskyldig gentemot dess investerare. Dessutom kunde en investering i strid med bolagsavtalets bestämmelser medföra att fondens anseende påverkades väsentligt negativt. För att förhindra en överträdelse av bolagsavtalets bestämmelse i samband med takeovererbjudandet ville Providence uppställa ett fullföljandevillkor. Fullföljandevillkorets innebörd skulle vara att Providence fick återkalla takeovererbjudandet om målbolagsstyrelsens rekommendation till aktieägarna att acceptera

erbjudandet återkallades eller ändrades på ett sätt som motsvarade ett återkallande.

Aktiemarknadsnämndens bedömning av fullföljandevillkoret var att likartade villkor normalt inte uppfyller väsentlighetskravet enligt takeoverreglernas kommentar.<sup>127</sup> Kommentaren ska ses i ljuset av att takeovererbjudanden riktas till målbolagets aktieägare, och att målbolagsstyrelsens rekommendation ofta endast är en av flera faktorer som påverkar aktieägarnas ställningstagande till erbjudandet. I det aktuella fallet riskerade fonden (som var den verkliga budgivaren snarare än Providence) att ådra sig ett skadeståndsansvar gentemot dess investerare. Enligt Aktiemarknadsnämnden skulle väsentlighetskravet under dessa omständigheter redan på förhand anses vara uppfyllt. Fullföljandevillkoret tilläts därför att uppställas.

#### 4.3.1.4 Analys

I uttalandena fanns tre olika fullföljandevillkor som på olika sätt gällde rekommendationer från målbolagets styrelse, och ett fullföljandevillkor som innebar att målbolagsstyrelsen skulle ingå ett samarbetsavtal:

- Old Mutual: att målbolagets styrelse inom 2-3 veckor från offentliggörande av erbjudandet skulle offentliggöra en positiv rekommendation av erbjudandet, samt att rekommendationen inte fick återtas eller ändras på ett för budgivaren negativt sätt (ej tillåtet).
- Old Mutual: att målbolagsstyrelsen på målbolagets vägnar skulle ingå ett samarbetsavtal med budgivaren (kan vara tillåtet).
- Bolaget E: att erbjudandet fick återkallas om målbolagsstyrelsens rekommendation till aktieägarna att acceptera erbjudandet återkallades (kan vara tillåtet).
- Providence: att erbjudandet fick återkallas om målbolagsstyrelsens rekommendation till aktieägarna att acceptera erbjudandet återkallades eller ändrades på ett sätt som motsvarade ett återkallande (tillåtet).

I takeoverreglerna klargörs att ett fullföljandevillkor med innebörden att målbolagsstyrelsen ger en positiv styrelserekommendation samt att denna rekommendation inte återkallas normalt inte uppfyller väsentlighetskravet.<sup>128</sup> Trots detta bedömde Aktiemarknadsnämnden att två av tre uppställda fullföljandevillkor med denna innebörd uppfyllde eller kunde uppfylla väsentlighetskravet. När fullföljandevillkoren i Old Mutual, Bolaget E och Providence jämförs är det tydligt att de i princip är identiska. Enligt

---

<sup>127</sup> Kommentaren till II.5 takeoverreglerna.

<sup>128</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

takeoverreglerna ska väsentlighetskravet avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Fullföljandevillkoren gällande styrelserekommendationer bör enligt min uppfattning rimligtvis anses tillhöra samma "art" av villkor. På grund av takeoverreglernas kommentar angående styrelserekommendationer anser jag att liknande typer av villkor bör ses på med restriktivitet.

Den uppfattning som styrelsen i målbolaget har om erbjudandet är många gånger av stort intresse för aktieägarna när de ska ta ställning till erbjudandet. Styrelsen har i regel sådan insikt i förhållandena, att det är av värde att den syn som styrelsen har på erbjudandet kommer aktieägarna till del.<sup>129</sup> Det är dock slutligen aktieägarna själva som väljer att acceptera eller neka ett erbjudande, vilket de kan göra i strid mot en rekommendation. Endast det faktum att styrelsen inte är positiva behöver därför inte visa på det slutliga utfallet i erbjudandet. Jag tolkar det som att man, trots kommentaren till takeoverreglerna, dock inte ska se det som att det inte är tillåtet att uppställa ett fullföljandevillkor avseende en positiv styrelserekommendation. Däremot uppnår inte fullföljandevillkorets art i sig väsentlighetskravet. Om det finns några omständigheter i övrigt som föranleder att budgivaren har ett annat mycket viktigt skäl att uppställa villkoret kan det ändå uppfylla väsentlighetskravet.

Eftersom de tre villkoren bedömts olika tyder det på att det var omständigheterna i det enskilda fallet som inneburit att vissa villkor uppfyllt väsentlighetskravet. I Bolaget E var den avgörande omständigheten som gjorde att väsentlighetskravet kunde uppfyllas att en tillbakadragen styrelserekommendation skulle innebära att ett transaktionsavtal med bestämmelser avgörande för samgåendet mellan bolagen upphörde att gälla. I Providence var den avgörande omständigheten att fonden (den verkliga budgivaren) riskerade att ådra sig ett skadeståndsansvar om styrelserekommendationen återkallades. Uttalandena klargör i min mening vilken typ av omständigheter som kan vara tillräckliga för att uppfylla väsentlighetskravet i de fall villkorets art normalt inte gör detta. I Bolaget E tolkar jag Aktiemarknadsnämnden som att det inte räcker att omständigheterna är av stort intresse för budgivaren. Det krävs istället att villkorets uppfyllelse i princip ska vara av avgörande betydelse för förvärvet. Avgörande betydelse tolkar jag som att förvärvet i princip inte går att genomföra utan, alternativt att budgivarens syfte med förvärvet inte längre kan uppnås. Utöver detta visar Providence att en risk för skadeståndsansvar är en sådan omständighet som kan vara tillräcklig för att väsentlighetskravet ska uppfyllas.

---

<sup>129</sup> Kommentaren till II.19 takeoverreglerna.

I det kompletterande uttalandet Old Mutual ansågs att ett fullföljandevillkor med innebörden att målbolagsstyrelsen på målbolagets vägnar skulle ingå ett samarbetsavtal med budgivaren kan uppfylla väsentlighetskravet. Detta tolkar jag snarare som att det är villkorets art som tillmätts betydelse. Ingående av samarbetsavtal tycks enligt Aktiemarknadsnämndens uttalande vara av sådan art att det normalt uppfyller väsentlighetskravet, eftersom ett samarbetsavtal helt eller delvis kan vara av avgörande betydelse för budgivarens möjlighet att fullfölja erbjudandet.

### **4.3.2 Väsentlighetskravet - Obligationslån och värdeöverföringar**

Följande uttalanden rör fullföljandevillkor kopplade till obligationslån och värdeöverföringar. Det fullföljandevillkoren nedan har gemensamt är att de rör villkor som är avsedda att skydda budgivarens eller målbolagets finansiella ställning.

#### **4.3.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:27: "Anonymt utländskt industribolag"**

Ett utländskt industribolag övervägde att lämna ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i ett svenskt bolag. Budgivaren ville uppställa ett fullföljandevillkor med innebörden att budgivaren förbehöll sig rätten att justera erbjudandets vederlag om målbolaget lämnade utdelning eller genomförde någon annan typ av värdeöverföring. Enligt fullföljandevillkoret gavs budgivaren även rätt att istället för att justera vederlaget, åberopa värdeöverföringen för att återkalla erbjudandet. Villkoret avsågs att få följande utformning: *"Budgivaren förbehåller sig rätten att justera vederlaget i erbjudandet om målbolaget skulle betala vinstutdelning eller genomföra annan form av värdeöverföring [...]. Budgivaren förbehåller sig rätten att avgöra om [vederlagsjustering] eller om villkor (iii) för erbjudandets fullföljande [som rör åtgärd från målbolaget som är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande] ska åberopas."*

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att det inte fanns några hinder mot att uppställa villkoret. Möjligheten att återkalla erbjudandet förutsatte dock att det inträffade (värdeöverföringen) uppfyllde väsentlighetskravet. Väsentlighetskravets uppfyllelse kunde emellertid först avgöras med kännedom om den genomföra värdeöverföringen.

#### **4.3.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:20: "DKR/NSP Holding nr 2"**

År 2015 offentliggjorde DKR ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier och konvertibler i NSP Holding. Erbjudandet innehöll ett fullföljandevillkor som rörde obligationer som NSP Holding hade emitterat till ett nominellt värde om 200 miljoner SEK. Enligt obligationsvillkoren hade obligationsinnehavarna rätt till återbetalning av hela obligationslånet om NSP Holdings aktier skulle avnoteras under obligationslånets löptid. DKR hade planerat att avnotera NSP Holdings aktier efter erbjudandets fullföljande. En förtida återbetalningsskyldighet av obligationslånet skulle ha en mycket negativ inverkan på NSP Holdings finansiella ställning. DKR uppställde därför ett fullföljandevillkor med innebörden att en tillräcklig majoritet av obligationsinnehavarna skulle acceptera en avnotering av NSP Holdings aktier, utan att kräva förtida återbetalning av obligationslånet.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att en bristande uppfyllelse av fullföljandevillkoret skulle ha en så pass negativ inverkan på NSP Holdings finansiella ställning att väsentlighetskravet var uppfyllt.

#### **4.3.2.3 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:02: "Demeter"**

År 2018 offentliggjorde Demeter ett takeovererbjudande avseende aktierna i DDM. Erbjudandet innehöll fullföljandevillkor som gällde två stycken obligationslån utgivna av DDMs dotterbolag. Obligationslån 1 hade ett nominellt värde på 85 miljoner EUR. Obligationslån 2 hade ett nominellt värde på 50 miljoner EUR. Villkoren för obligationslån 2 var mer förmånliga för DDM än villkoren för obligationslån 1. Detta kan illustreras av att räntan för obligationslån 2 var 8 %, att jämföra med 9,5 % för obligationslån 1. Enligt villkoren i obligationslån 2 hade DDM även under en viss period rätt till den förmånliga bestämmelsen Equity Cure.

Fullföljandevillkoren som uppställdes innebar att Demeter förbehöll sig rätten att återkalla erbjudandet enligt två olika alternativ. Det första alternativet innebar att erbjudandet fick återkallas om (i) en tillräcklig majoritet av obligationsinnehavarna i obligationslån 1 inte samtyckte till ägarförändringen. Obligationslån 1 innehöll nämligen en så kallad change of control-klausul som innebar att lånet kunde behöva betalas tillbaka med ett inlösenbelopp på 101 % av lånets nominella belopp, (ii) en tillräcklig majoritet av obligationsinnehavarna i obligationslån 1 inte samtyckte till förlängning av slutförfallodag från år 2020 till år 2022 eller senare samt (iii) att en tillräcklig majoritet av obligationsinnehavarna i obligationslån 1 inte samtyckte till förändringar av obligationsvillkoren så att de motsvarade de

för bolaget mer förmånliga villkoren i obligationslån 2. Det andra alternativet innebar att erbjudandet fick återkallas om minst 60 % av obligationsinnehavarna inte accepterade att byta sina obligationer till nya obligationer med villkor enligt det första alternativet.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att den grundläggande bestämmelsen i takeoverreglerna enligt vilken ett takeovererbjudande får lämnas endast efter förberedelser som utvisat att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet<sup>130</sup> ger anledning till restriktivitet ifråga om uppställandet av fullföljandevillkor som tar sikte på mer begränsade förändringar i målbolagets finansiella ställning. Fullföljandevillkoren, med undantag från villkoret att change of control-klausulen inte utnyttjades, kunde inte antas uppfylla väsentlighetskravet. Demeter hade därför genom att uppställa fullföljandevillkoren handlat i strid med takeoverreglerna.

#### 4.3.2.4 Analys

Följande villkor gällande obligationslån och värdeöverföringar hade uppställts i Aktiemarknadsnämndens uttalanden:

- Anonymt utländskt industribolag: erbjudandet fick återkallas om målbolaget lämnade utdelning eller genomförde någon annan typ av värdeöverföring (kan vara tillåtet)
- DKR/NSP Holding nr 2: att en tillräcklig majoritet av obligationsinnehavarna skulle acceptera en avnotering av NSP Holdings aktier, utan att kräva förtida återbetalning av obligationslånet (tillåtet)
- Demeter: att en change of control-klausul inte utnyttjades för att inlösa ett obligationslån i förtid (tillåtet). Att en tillräcklig majoritet av obligationsinnehavarna accepterade att ändra obligationsvillkor till för målbolaget mer förmånliga villkor (ej tillåtet).

Aktiemarknadsnämndens bedömningar i uttalandena var mycket kortfattade. Det är därför svårt att dra allt för långtgående slutsatser kring deras tolkning av väsentlighetskravet. Konstateras kan dock att gemensamt för samtliga villkor är att de syftade till att skydda målbolagets finansiella ställning från att påverkas negativt. Min uppfattning är därför att det rör sig om liknande slags villkor. Villkorets art är enligt takeoverreglerna en omständighet som ska avgöra huruvida väsentlighetskravet är uppfyllt eller inte.<sup>131</sup> Aktiemarknadsnämnden ger viss vägledning kring deras ståndpunkt avseende villkor av liknande slag i uttalandet Demeter. Deras uppfattning var att takeoverreglernas bestämmelse som anger att ett takeovererbjudande endast får lämnas

---

<sup>130</sup> II.1 takeoverreglerna.

<sup>131</sup> Kommentaren till II.5 takeoverreglerna.

efter förberedelser som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet<sup>132</sup> ger anledning till restriktivitet ifråga om uppställandet av fullföljandevillkor som tar sikte på mer begränsade förändringar i målbolagets finansiella ställning.

Jag tolkar Aktiemarknadsnämnden som att det inte alls är säkert att en budgivare tillåts uppställa fullföljandevillkor av liknande slag, såvida det inte finns omständigheter i det enskilda fallet som gör att villkoret kan accepteras. Liknande tolkning görs av Nyström m.fl.: "*av punkten följer således betydande begränsningar i utrymmet för att alls acceptera olika slags villkorlighet i budgivarens finansieringsarrangemang*".<sup>133</sup>

Omständigheterna i det enskilda fallet kan medföra att villkor av samma slag, som ger anledning till restriktivitet, ändå uppfyller väsentlighetskravet. En omständighet Aktiemarknadsnämnden anser uppfylla väsentlighetskravet i både DKR/NSP Holding nr 2 och Demeter är en risk för förtida återbetalning av mycket stora lånebelopp. Den främsta omständighet som Aktiemarknadsnämnden tycks tillmäta betydelse är vilken grad av finansiell inverkan det skulle innebära om situationen villkoret tar sikte på inträffar. Aktiemarknadsnämndens uttalanden ger anledning att anta att Aktiemarknadsnämnden endast kommer att tillåta mycket avgörande förändringar i målbolagets finansiella ställning. Detta bekräftas av DKR/NSP Holding 2: det var en *så pass negativ inverkan* att fullföljandevillkoret fick uppställas. Detta ger vägledning kring vilket typ av värdeöverföring som skulle tillåtas i uttalandet Anonymt utländskt industribolag där väsentlighetskravets uppfyllelse kunde bedömas först efter att värdeöverföringen hade skett.

Det avgörande tycks inte vara storleken på värdeöverföringen, utan hur värdeöverföringen påverkar bolaget. Jag är av uppfattningen att en värdeöverföring på samma belopp skulle kunna avgöras olika i olika uttalanden beroende på dess faktiska påverkan på målbolagets finansiella ställning. Att Aktiemarknadsnämnden uttrycker att villkor av samma slag i *normala fall* ger anledning till restriktivitet gör att nämnden öppnar upp för att det ibland kan finnas särskilda skäl att villkora erbjudandet av även mer begränsade finansiella förändringar i målbolaget.

## 4.4 Uttalanden gällande övriga villkor

Kapitlet redogör för Aktiemarknadsnämndens uttalanden som behandlar övriga krav på fullföljandevillkor och fullföljandevillkors utformning.

---

<sup>132</sup> II.1 takeoverreglerna.

<sup>133</sup> Nyström m.fl. (2018), s. 162.

Uttalandena sorteras utifrån villkor som brustit i enkelhet och tydlighet samt villkor som rör sammankopplade erbjudanden.

#### **4.4.1 Enkelhet och tydlighet**

Följande uttalanden rör fullföljandevillkor som brustit i enkelhet och tydlighet och därför inte är tillåtna på aktiemarknaden.

##### **4.4.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2009:11: "HHAB"**

Den 19 januari år 2009 offentliggjorde HHAB ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier och konvertibler i HHC. HHAB uppställde som fullföljandevillkor *"att det konsortium i Mellanöstern som HHC diskuterar med om en eventuell försäljning av Hebi Pharmaceutical Raw Material inte slutför sina due diligence-arbeten och lämnar ett bud på Hebi Pharmaceutical Raw Material som för HHCs aktieägare är förmånligare än de villkor som gäller enligt erbjudandet."* Hebi Pharmaceutical Raw Material var HHCs största tillgång.

Den 12 februari år 2009 meddelade HHC att de erhållit ett bud om att sälja Hebi Pharmaceutical Raw Material. Samtidigt offentliggjorde HHAB att de i enlighet med fullföljandevillkoret återkallade sitt takeovererbjudande till aktieägarna i HHC. Anledningen var att HHAB bedömde konsortiets bud som mer förmånligt för aktieägarna i HHC.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att det är angeläget att takeovererbjudanden så långt som möjligt präglas av enkelhet och tydlighet.<sup>134</sup> Aktiemarknadsnämnden menade att HHABs takeovererbjudande får antas ha lämnats på basis av en bedömning att förvärvet av HHC skulle vara till fördel för HHABs aktieägare. Därför framstår det som svårförklarligt varför erbjudandet villkorades av att aktieägarna i HHC inte fick ett erbjudande som var mer fördelaktigt för dem än HHABs erbjudande. Vidare ansåg Aktiemarknadsnämnden att fullföljandevillkoret brast i enkelhet och tydlighet. HHAB skapade sig dessutom en möjlighet att själva bestämma huruvida konsortiets bud var mer fördelaktigt för HHCs aktieägare. Sammantaget ansåg Aktiemarknadsnämnden att fullföljandevillkoret stred mot god sed på aktiemarknaden.

##### **4.4.1.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:15: "Petrogrand"**

Den 11 januari år 2014 offentliggjorde Shelton ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i Petrogrand. Den 14 mars 2014 offentliggjorde

---

<sup>134</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.



Shelton att erbjudandet skulle fullföljas och att acceptfristen skulle löpa till och med den 28 mars år 2014.

Den 21 mars år 2014 offentliggjorde Petrogrand ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier i Shelton, det vill säga ett motbud. Petrogrand ville uppställa ett fullföljandevillkor med innebörden att det totala antalet aktier i Shelton inte uppgick till fler än 16 585 929. Syftet med villkoret var att Petrogrand önskade fixera erbjudandets totala värde. Styrelsen i Shelton hade nämligen bemyndigats att emittera nya aktier vid en extra bolagsstämma som vederlag i Sheltons bud på Petrogrand.

Petrogrand gjorde flera misstag i erbjudandehandlingen. Exempelvis angavs först ett felaktigt antal aktier i fullföljandevillkoret. Uppgiften rättades först fyra dagar senare. Dessutom inkluderade Petrogrand av misstag något som uppfattades som ett fullföljandevillkor av den som läste erbjudandehandlingen. Detta misstag rättades inte av Petrogrand. Petrogrand upplyste inte heller marknaden om att det inte var avsett som ett fullföljandevillkor. Aktiemarknadsnämnden ansåg därför att Petrogrand brustit i enkelhet och tydlighet i utformandet av erbjudandet.

Aktiemarknadsnämndens bedömning av fullföljandevillkoret var att villkoret uppfyllde objektivitetskravet. Med hänsyn till att Shelton med mycket stor sannolikhet skulle emittera nya aktier som vederlag i Sheltons bud på Petrogrand, och att detta skulle komma att ske under tiden för Petrogrands bud på Shelton, var villkoret utformat så att villkoret med mycket stor sannolikhet inte skulle kunna uppfyllas. Detta ansåg Aktiemarknadsnämnden måste ha stått klart för Petrogrand. Ett sådant villkor strider mot syftet bakom II.4 takeoverreglerna och får därför inte uppställas.

#### **4.4.1.3 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:09: "DKR/NSP Holding nr 1"**

År 2015 offentliggjorde DKR ett takeovererbjudande avseende samtliga aktier och konvertibler i NSP Holding. DKR uppställde som fullföljandevillkor att obligationsinnehavare skulle acceptera en avnotering av NSP Holdings aktier.

Aktiemarknadsnämndens bedömning var att fullföljandevillkoret inte kunde anses uppfylla kravet på enkelhet och tydlighet. Anledningen var att motivet för villkoret inte framgick. Det framgick inte heller om obligationsinnehavarna förutsattes lämna besked om sin inställning till frågan om avnotering

under acceptfristen. Aktiemarknadsnämnden uppmanade därför DKR att klargöra motivet för villkoret samt villkorets innebörd.<sup>135</sup>

#### 4.4.1.4 Analys

HHAB och DKR/NSP Holding nr 1 gällde två helt olika typer av fullföljandevillkor. Aktiemarknadsnämndens anledning till varför fullföljandevillkoren stred mot kravet på enkelhet och tydlighet var dock likartad i de båda uttalandena.

I HHAB uttryckte Aktiemarknadsnämnden det som att det var svårförklarligt varför fullföljandevillkoret uppställdes. I DKR/NSP Holding nr 1 uppmanade Aktiemarknadsnämnden budgivaren att klargöra motivet för villkoret samt villkorets innebörd. I båda uttalandena tolkar jag det som att villkoren brast i enkelhet och tydlighet eftersom det inte gick att förstå varför fullföljandevillkoren uppställdes. I DKR/NSP Holding nr 1 var det även otydligt vad villkorets faktiska innebörd var. Fullföljandevillkoret hade utformats på så sätt att det saknade väsentlig information. Villkoret angav endast att obligationsinnehavarna behövde godkänna en avnotering. Varför och när obligationsinnehavarna skulle inkomma med sin inställning till frågan eller hur stor andel av obligationsinnehavarna som behövde godkänna avnoteringen framgick inte. När ett fullföljandevillkor har en så pass otydlig utformning försvårar det för målbolagets aktieägare att förstå under vilka förutsättningar villkoret kan uppfyllas.

Takeoverreglerna innehåller inte någon bestämmelse som stadgar att ett fullföljandevillkor måste utformas så att motivet till fullföljandevillkoret framgår. För att uppfylla kravet på enkelhet och tydlighet tycks Aktiemarknadsnämnden dock mena att detta i vissa fall kan krävas.

I uttalandet HHAB ansåg nämnden att anledningen till varför fullföljandevillkoret uppställdes var svårförklarligt. Om villkoret istället hade utformats på så sätt att motivet förklarades är det möjligt att Aktiemarknadsnämnden hade tillåtit villkoret. Jag tolkar Aktiemarknadsnämndens uttalanden som att fullföljandevillkor vars motiv inte är uppenbara, kan behöva utformas på så sätt att motivet framgår. Villkoret i NSP Holding nr 1 hade även kunnat utformas genom att väsentlig information hade lagts till. I Petrogrand konstaterade Aktiemarknadsnämnden att Petrogrands takeovererbjudande brast i enkelhet och tydlighet eftersom det innehöll många felaktigheter som inte rättades, eller som rättades sent. Det är tämligen självklart att ett fullföljandevillkor ska utformas så att det inte innehåller slarvfel eller dylikt.

---

<sup>135</sup> Detta ledde slutligen fram till fullföljandevillkoret som redogjordes för i kapitel 1.3.2 i uttalande 2015:20 "DKR/NSP Holding nr 2".

I Petrogrand uttalade sig Aktiemarknadsnämnden om en typ av fullföljandevillkor som inte får uppställas. Det är fullföljandevillkor som med största sannolikhet inte kan uppfyllas. Av kommentaren till takeoverreglerna framgår det att om en bristande uppfyllelse av ett villkor praktiskt taget aldrig kan antas vara av väsentlig betydelse budgivarens förvärv, får villkoret inte uppställas eftersom det skulle skapa förvirring på aktiemarknaden.<sup>136</sup> Det är därför rimligt att ett villkor som i princip inte kan uppfyllas inte heller får uppställas. Anledningen till detta är enligt min tolkning att huvudregeln är att budgivaren är bunden av sitt lämnade erbjudande. Om ett villkor uppställs som med mycket stor säkerhet innebär att erbjudandet kommer att återkallas strider detta mot budgivarens bundenhet och erbjudandet borde inte ha lämnats över huvud taget.

## **4.4.2 Sammankopplade erbjudanden**

Följande uttalanden rör fullföljandevillkor där två olika erbjudanden sammankopplats med varandra.

### **4.4.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:38 och 2006:42: "Semcon & Cybercom"**

År 2006 lämnade JCE takeovererbjudanden avseende samtliga aktier i både Semcon och Cybercom. Semcon och Cybercom var två olika bolag. Bolagen var helt fristående från varandra och hade olika aktieägare. De två erbjudandena villkorades av varandras fullföljande. Erbjudandena blev på så sätt sammankopplade med varandra. Det sammankopplade fullföljandevillkoret utformades på så sätt att JCE förbehöll sig rätten att återkalla erbjudandet till det ena bolaget om fullföljandevillkoren avseende erbjudandet till det andra bolaget inte uppfylldes eller kunde uppfyllas, om den bristande uppfyllelsen var av väsentlig betydelse för JCEs förvärv av aktierna i det andra bolaget. Anledningen till att JCE ville villkora de två erbjudandena av varandra var att syftet med JCEs förvärv av bolagen var att skapa en större och konkurrenskraftigare koncern inom IT-konsultsektorn. Bolagen verkade inom samma bransch och kompletterade varandra.

Aktiemarknadsnämnden konstaterade att JCE ansåg att väsentliga kommersiella skäl talade för den valda konstruktionen. Enligt Aktiemarknadsnämnden sänkades anledning till något annat antagande än att JCE var övertygad om att tillskapandet av en sådan koncern som beskrivits skulle erbjuda väsentliga fördelar. Vidare menade Aktiemarknadsnämnden att det inte utan vidare är godtagbart att en budgivare uppställer fullföljandevillkor som gör två erbjudanden beroende av varandra. Om sammankopplingen

---

<sup>136</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

grunds på väsentliga kommersiella eller industriella skäl är ett sådant förfarande dock förenligt med takeoverreglerna.

#### **4.4.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2016:10: "Rezidor"**

År 2016 övervägde HNA ett förvärv avseende samtliga aktier i Carlson Hotels från Carlson Hospitality Group. Carlson Hotels ägde cirka 51 % av aktierna i det börsnoterade bolaget Rezidor. Villkoren för HNAs förvärv av Carlson Hotels skulle regleras i ett aktieöverlåtelseavtal. Aktieöverlåtelseavtalet skulle vara villkorat av att konkurrensgodkännande samt andra väsentliga myndighetstillstånd erhöles i flera länder ( däribland Kina, USA och EU).

HNAs bedömning var att ett indirekt kontrollägarskifte i Rezidor skulle ske i och med förvärvet av Carlson Hotels. Detta skulle kunna utlösa budplikt. HNA övervägde i anledning av detta att lämna ett frivilligt takeovererbjudande till aktieägarna i Rezidor i samband med ingåendet av aktieöverlåtelseavtalet. Erbjudandet skulle villkoras av att HNA erhöles nödvändiga myndighets- och konkurrensgodkännanden för förvärvet av Carlson Hotels. Dessutom skulle erbjudandet villkoras av de eventuella myndighets- och konkurrensgodkännanden som skulle kunna krävas för genomförandet av erbjudandet.

Om erbjudandet lämnades i samband med offentliggörandet av att HNA ingått aktieöverlåtelseavtalet för förvärvet av Carlson Hotels, skulle HNA i det läget inte ha vetskap om huruvida nödvändiga myndighets- och konkurrenstillstånd skulle erhållas för förvärvet. Enligt HNA:s uppfattning var det därför av största vikt att kunna villkora erbjudandet av att myndighets- och konkurrenstillstånd erhöles för förvärvet av Carlson Hotels. Om sådana tillstånd inte kunde erhållas skulle HNA nämligen inte kunna förvärva Carlson Hotels. HNA skulle då inte heller ha något intresse av att förvärva aktier i Rezidor.

Aktiemarknadsnämnden klargjorde i sin bedömning av fullföljandevillkoret återigen att det inte utan vidare är godtagbart att en budgivare samtidigt offentliggör erbjudanden till aktieägare i två målbolag och uppställer fullföljandevillkor som innebär att erbjudandena blir beroende av varandra. Om sammankopplingen grundas på väsentliga kommersiella eller industriella skäl är detta dock acceptabelt. Fullföljandevillkoret var därför förenligt med takeoverreglerna.

#### 4.4.2.3 Analys

Aktiemarknadsnämndens resonemang i uttalandena var entydigt. Det är inte utan vidare godtagbart att göra två olika erbjudanden beroende av varandra. Om sammankopplingen grundas på väsentliga kommersiella eller industriella skäl ska det dock tillåtas. Huruvida sammankopplingen grundas på sådana skäl tycks till stor del vara upp till budgivaren själv att avgöra. I JCE skrev Aktiemarknadsnämnden att budgivaren ansåg att väsentliga kommersiella skäl talade för den valda konstruktionen och att det saknades anledning till något annat antagande. Det tycks därför vara budgivaren som i liknande fall ska övertyga Aktiemarknadsnämnden om att så är fallet. Fullföljandevillkor som innebär att två erbjudanden sammankopplas med varandra där anledningen är väsentliga kommersiella eller industriella skäl är därmed en typ av fullföljandevillkor som normalt ska tillåtas. Det är således inte ett krav på fullföljandevillkorets utformning. Budgivaren tycks ha möjlighet att övertyga Aktiemarknadsnämnden om att väsentliga kommersiella eller industriella skäl talar för den valda instruktionen. Fullföljandevillkor där budgivaren vill sammankoppla erbjudanden av varandra på grund av någon annan anledning riskerar dock att vara otillåtna.

# 5 Sammanfattande slutsatser

## 5.1 Vilka fullföljandevillkor får uppställas på den svenska aktiemarknaden?

Takeoverreglerna innehåller inga materiella begränsningar för vilka fullföljandevillkor som får uppställas. Vissa exempel ges på vilken typ av villkor som normalt är tillåtna.<sup>137</sup> Av Aktiemarknadsnämndens praxis går det att utläsa nämndens uppfattning av några andra typer av fullföljandevillkor än de som nämns i takeoverreglerna. Både fullföljandevillkor som normalt är tillåtna, och villkor som ska behandlas med restriktivitet.

Den första typen av fullföljandevillkor är MAC-villkor och sådana villkor som tar sikte på förändringar i målbolagets finansiella ställning. Det väsentliga i huruvida villkor av detta slag tillåts eller inte tycks vara vilken grad av finansiell inverkan det skulle innebära om situationen villkoret tar sikte på inträffar. Aktiemarknadsnämndens bedömning tycks vara att det finns anledning till restriktivitet i bedömningen av huruvida sådana typer av fullföljandevillkor ska tillåtas, om villkoret rör mer begränsade finansiella förändringar. Aktiemarknadsnämnden öppnar dock upp för att det i vissa fall kan finnas särskilda skäl att tillåta även villkor som tar sikte på mer begränsade förändringar. Gällande MAC-villkor är det möjligt att Aktiemarknadsnämnden skulle iaktta en restriktiv hållning om en budgivare ville använda ett sådant fullföljandevillkor för att återkalla erbjudandet, på grund av Takeover Panels bedömning av likartade villkor.

Den andra typen av fullföljandevillkor är villkor som gör att två (eller flera) erbjudanden sammankopplas med varandra. Om anledningen är väsentliga kommersiella eller industriella skäl är detta en typ av fullföljandevillkor som Aktiemarknadsnämnden tillåter. Fullföljandevillkor där budgivaren vill sammankoppla erbjudanden med varandra på grund av någon annan anledning riskerar dock att vara otillåtna.

Den tredje typen av fullföljandevillkor är villkor som innebär att målbolagets styrelse ska utfärda en rekommendation av erbjudandet, eller att denna rekommendation inte får återtas eller ändras. I takeoverreglerna stadgas att denna typ av villkor normalt inte får uppställas. Av Aktiemarknadsnämndens uttalanden tolkar jag det inte som att sådana fullföljandevillkor är otillåtna. Däremot uppfyller inte typen av villkor i sig väsentlighets-

---

<sup>137</sup> Kommentaren till II.4 takeoverreglerna.

kravet. Omständigheterna i övrigt kan dock göra att villkoret uppfyller väsentlighetskravet och därmed får uppställas. Omständigheterna i övrigt ska då vara av avgörande betydelse för förvärvet, det vill säga att förvärvet i princip inte går att genomföra utan. I uttalandet Providence visar Aktiemarknadsnämnden att en risk för skadeståndsansvar är en sådan omständighet som kan vara tillräcklig för att denna typ av villkor ska få uppställas. Detta kan jämföras med uttalandet Delaware där det kan utläsas att ett fullföljandevillkor som innebär att takeovererbjudandet kan återkallas om budgivaren annars riskerar att bryta mot tillämpliga bestämmelser i utländsk rätt kan godtas, om återkallandet grundas på en sakkunnig analys av den utländska rätten.

Den fjärde typen av fullföljandevillkor är villkor som innebär att en huvudägare erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor. Takeoverreglerna tillåter budgivaren att villkora erbjudandets fullföljande av att budgivaren erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor. Momentum visar att Aktiemarknadsnämnden även tillåter fullföljandevillkor med innebörden att någon annan än budgivaren erhåller nödvändiga myndighetstillstånd på för denne acceptabla villkor, om detta är motiverat på grund av ägarförhållandena i bolagen.

Den femte typen av fullföljandevillkor är villkor som med största sannolikhet inte kan uppfyllas. Dessa villkor tillåts inte på den svenska aktiemarknaden.

Slutligen kan konstateras att det givetvis finns flertalet andra typer av fullföljandevillkor som kan uppställas av en budgivare eftersom takeoverreglerna inte ställer upp några materiella begränsningar. När Aktiemarknadsnämndens uttalanden läses är det tydligt att nämnden tar stor hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet. Det är därför rimligt att anta att olika typer av villkor kan tillåtas beroende på de specifika omständigheterna som omgärdar takeovererbjudandet i fråga. Eftersom omständigheterna i två olika erbjudanden sällan är identiska är det svårt att uppställa materiella begränsningar kring vilka villkor som tillåts. Det som snarare tycks vara avgörande för vilka fullföljandevillkor som tillåts på den svenska aktiemarknaden är hur villkoren utformats.

## 5.2 Hur ska fullföljandevillkor utformas för att vara tillåtna enligt Aktiemarknadsnämnden?

Analysen av Aktiemarknadsnämndens uttalanden försvåras av att det finns relativt få uttalanden där fullföljandevillkor behandlas. Dessutom är uttalandena som finns ofta kortfattade. Detta kan bero på att Aktiemarknadsnämnden eftersträvar att ge så skyndsamma svar som möjligt. Detta gör att det är svårt att dra allt för långtgående slutsatser gällande fullföljandevillkors utformning. Eftersom Aktiemarknadsnämnden tycks tillämpa en prejudikatbundenhet där de följer sina egna avgöranden kan vissa slutsatser ändå dras kring hur fullföljandevillkor ska utformas för att vara tillåtna enligt Aktiemarknadsnämnden.

Takeoverreglerna innehåller ett krav på att fullföljandevillkor ska utformas så att det objektivt kan fastställas om villkoret uppfyllts eller inte. Vid första anblick tycks det inte svårt att konstatera vad som objektivt kan fastställas och inte. När gränsen mellan subjektivitet ska dras kan det dock bli problematiskt.

Av Aktiemarknadsnämndens uttalanden går det att utläsa att ett villkor för att uppfylla objektivitetskravet ska utformas med tillräcklig precision. Ju mer precist ett villkor är, desto enklare blir det för målbolagets aktieägare att göra en objektiv jämförelse av villkorets uppfyllelse. Desto större chans är det även att villkoret uppfyller objektivitetskravet enligt Aktiemarknadsnämnden. Rambøll och Perstorpsfallet visar att små skillnader i ett fullföljandevillkors utformning kan utgöra skillnaden av om villkoret uppfyller objektivitetskravet eller inte. I Rambøll användes mer preciserade begrepp vilket gjorde att fullföljandevillkoret tilläts. Med en mer preciserad utformning är det även större chans att fullföljandevillkoret får användas för att återkalla erbjudandet. Takeoverreglerna stadgar nämligen att det vid generella utformningar ska ställas högre krav på att budgivaren kan visa att det inträffade uppfyller väsentlighetskravet. Utöver precision kan objektivitetskravets uppfyllelse underlättas om siffror eller liknande används och villkoret är möjligt att verifiera av en utomstående person. Dessutom kan konstateras att Aktiemarknadsnämnden tycks tillåta en viss mån av subjektiva inslag. Det väsentliga är att fullföljandevillkoret utformats med tillräcklig precision så att det går att göra en objektiv bedömning av dess uppfyllelse.



Aktiemarknadsnämndens uttalanden gällande kravet på enkelhet och tydlighet innebär att fullföljandevillkor kan behöva utformas så att aktieägarna kan förstå villkorets motiv, om inte motivet annars tydligt framgår. Även om detta inte stadgas av takeoverreglerna tycks Aktiemarknadsnämnden mena att det kan följa av kravet på enkelhet och tydlighet. Dessutom ska villkoret eller erbjudandehandlingen i övrigt innehålla tillräckligt mycket information för att målbolagets aktieägare ska kunna bedöma vad som krävs för att villkoret ska uppfyllas. Det blir annars problematiskt för aktieägarna att ta ställning till erbjudandet. Vidare framgår av uttalandet Petrogrand att fullföljandevillkor inte ska innehålla felaktigheter eftersom de då riskerar att bryta mot kravet på enkelhet och tydlighet.

### **5.3 Avslutande kommentarer**

Det finns förhållandevis få uttalanden från Aktiemarknadsnämnden som rör fullföljandevillkor och återkallande av erbjudanden. Detta kan tyda på att det är ovanligt att erbjudanden faktiskt återkallas. Anledningen kan vara att en budgivare som lämnar ett takeovererbjudande är klar med sina avsikter eftersom erbjudandet först får lämnas efter tillräckliga förberedelser som visar att erbjudandet kan genomföras. Det kan dessutom bli kostsamt och få negativa effekter för målbolaget om erbjudandet återkallas. Ett takeovererbjudande lämnas därför sannolikt inte om inte budgivaren i princip är helt säker på att erbjudandet kommer att genomföras.

Takeoverreglerna och Aktiemarknadsnämndens uttalanden ger inte några tydliga svar på vilka fullföljandevillkor som är tillåtna på den svenska aktiemarknaden. En generell utformning av takeoverreglerna är emellertid nödvändig för att regleringen ska ge tillräcklig flexibilitet. Att ramarna utformats för att säkerställa att budgivaren begränsas i sin möjlighet att återkalla ett lämnat erbjudande bör vara tillräckligt för att ge aktieägarna i målbolaget ett erforderligt skydd. Det är angeläget att understryka att Aktiemarknadsnämndens uttalanden är beroende av omständigheterna i det enskilda fallet. Det är därför inte möjligt att konstatera något klart svar, varken gällande vilka fullföljandevillkor som får uppställas eller hur dessa villkor ska utformas för att tillåtas. I slutändan beror dessutom huruvida ett erbjudande faktiskt kan återkallas på om villkoret anses uppfylla väsentlighetskravet, någon som ofta först kan avgöras i efterhand. Uppsatsens slutsatser och analys kan dock ses som riktlinjer och vägledning kring fullföljandevillkor och dess utformning.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

Prop. 2005/06:140 *Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.*

SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden.*

## Självreglering

Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2018-04-11, inklusive kommentarer.

## Litteratur

Bergström, Claes och Samuelsson, Per (2015). *Aktiebolagets grundproblem*, femte upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit: Bergström och Samuelsson (2015)].

Bexhed, Jan-Mikael (2013). *Lagrådet och Aktiemarknadsnämnden – några synpunkter* i Aktie, aktiebolag, aktiemarknad – en vänbok till Johan Munck, Corporate Governance Forum, Stockholm. [Cit: Bexhed (2013)].

Beyer, Claes (2011). *Aktiemarknadsnämnden - en del av regleringen på aktiemarknaden*, i Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm. [Cit: Beyer (2011)].

Boman, Ragnar (2011). *Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?* i Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm. [Cit: Boman (2011)].

Broneus, Sandra och Stattin, Daniel (2010). *Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden: kommentarer och referenser*, Thomson Reuters, Stockholm. [Cit: Broneus och Stattin (2010)].

Eklund, Karin och Stattin, Daniel (2016). *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, andra upplagan, Iustus, Uppsala. [Cit: Eklund och Stattin (2016)].

Hansson, Sigurd (2009). *Aktier, optioner, obligationer: en introduktion*, elfte upplagan, Studentlitteratur, Lund. [Cit: Hansson (2009)].

Holm, Jessica (2009). *Ofullständiga budmeddelanden på aktiemarknaden* i Aktiemarknadsrättslig skriftserie nummer 1, Uppsala universitet. [Cit: Holm (2009)].

Kleineman, Jan (2018). *Rättsdogmatisk metod* i Juridisk metodlära, andra upplagan, Studentlitteratur, Lund, 2018. [Cit: Kleineman (2018)].

Lehrberg, Bert (2019). *Praktisk juridisk metod*, elfte upplagan, Iuste, Uppsala. [Cit: Lehrberg (2019)].

Nyström, Gösta, Ohlsson, Robert, Sjöman, Erik och Skog, Rolf (2018). *Takeover-reglerna: en kommentar till lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden och börsens takeover-regler*, femte upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit: Nyström m.fl. (2018)].

Nyström, Gösta och Sjöman, Erik (2011). *Den svenska takeover-regleringen - ett samspel mellan regelmakaren och Aktiemarknadsnämnden i Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm. [Cit: Nyström och Sjöman (2011)].

Nääv, Maria och Zamboni Mauro (2018). *Juridisk metodlära*, andra upplagan, Studentlitteratur, Lund. [Cit: Nääv och Zamboni (2018)].

Sandgren, Claes (2018). *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare: ämne, material, metod och argumentation*, fjärde upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit: Sandgren (2018)].

Sandström, Torsten (2020). *Svensk aktiebolagsrätt*, sjunde upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit: Sandström (2020)].

Sevenius, Robert (2011). *Företagsförvärv*, andra upplagan, Studentlitteratur, Lund. [Cit: Sevenius (2011)].

Sevenius, Robert och Örtengren, Torsten (2017). *Börsrätt*, fjärde upplagan, Studentlitteratur, Lund. [Cit: Sevenius och Örtengren (2017)].

Sjöman, Erik (2005). *Om villkorade och ovillkorade "anbud" vid offentliga uppköpserbjudanden i Avtalslagen 90 år - Aktuell Nordisk Rättspraxis*, Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit: Sjöman (2005)].

Skog, Rolf (2011). *Aktiemarknadsnämndens verksamhet - en tillbakablick i Aktiemarknadsnämnden 25 år - en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm. [Cit: Skog (2011)].

Stattin, Daniel (2009). *Takeover - offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, andra upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm. [Cit: Stattin (2009)].

Söderström, Rebecca (2019). *Kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Iustus, Uppsala. [Cit: Söderström (2019)].

## Artiklar

Lundblad, Johannes (2003). *När kan man återta ett offentligt erbjudande om aktieförvärv? - Lojalitetsprincipen vid offentliga erbjudanden i ljuset av Perstorpsfallet*, Juridisk Tidskrift 2003/04, s. 327-340. [Cit: Lundblad (2003)].

Munck, Johan (2006). *Självregleringen på värdepappersmarknaden*, Juridisk Tidskrift 2006/07, s. 553-565. [Cit: Munck (2006)].

Suneson, Björn (2003). *Återtaget bud får bister kritik*, Svenska Dagbladet (SvD Näringsliv). <<https://www.svd.se/atertaget-bud-far-bister-kritik>>. Artikeln publicerad 2003-11-11. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Suneson (2003)].

## Elektroniska källor

Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens arbetsätt*. <[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/aktiemarknadsnamndens-arbetssatt\\_\\_3600](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/aktiemarknadsnamndens-arbetssatt__3600)>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens arbetsätt*].

Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens uppdrag*. <[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/aktiemarknadsnamndens-uppdrag\\_\\_3598](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/aktiemarknadsnamndens-uppdrag__3598)>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämndens uppdrag*].

Aktiemarknadsnämnden, *Om Aktiemarknadsnämnden*. <[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/om-aktiemarknadsnamnden\\_\\_3597](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/om-aktiemarknadsnamnden__3597)>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Aktiemarknadsnämnden, *Om Aktiemarknadsnämnden*].

Aktiemarknadsnämnden, *Om nämndens uttalanden*. <[http://www.aktiemarknadsnamnden.se/uttalanden/om-namndens-uttalanden\\_\\_3603](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/uttalanden/om-namndens-uttalanden__3603)>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Aktiemarknadsnämnden, *Om nämndens uttalanden*].

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Om självregleringen på värdepappersmarknaden*. <[http://www.bolagsstyrning.se/om-kollegiet/om-sjalvregleringen-pa-vardepappersmarkn\\_\\_3643](http://www.bolagsstyrning.se/om-kollegiet/om-sjalvregleringen-pa-vardepappersmarkn__3643)>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Om självregleringen på värdepappersmarknaden*].

Nasdaq, *Stockholm Disciplinary Process*. <<https://www.nasdaq.com/solutions/stockholm-disciplinary-processes>>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: Nasdaq, *Stockholm Disciplinary Process*].

News - Powered by Cision, *Demeter Finance offentliggör ett kontant offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i DDM Holding*. <<https://news.cision.com/se/demeter-finance-s-a-r-l-/r/demeter-finance-offentliggor-ett-kontant-offentligt-uppkopserbjudande-till-aktieagarna-i-ddm-holding,c2701807>>. Hämtad 2020-05-20. [Cit: News - Powered by Cision, *Demeter Finance offentliggör ett kontant offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i DDM Holding*].

### **Uttalanden från The Panel on Takeovers and Mergers**

Uttalande 2001/15, lämnat den 6 november 2001. Uttalandet gällde parterna Wpp Group PLC (budgivare) och Tempus Group PLC (målbolag).

# Aktiemarknadsnämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 "Perstorpsfallet"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:12 "Rambøll"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:29 "OPC Enterprises"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:16 "Delaware"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:33 "Old Mutual"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:36 "Old Mutual"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:27 "Anonymt utländskt  
industribolag"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:38 "Semcon & Cybercom"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:42 "Semcon & Cybercom"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18 "Bolaget E"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2009:11 "HHAB"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16 "Providence"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:15 "Petrogrand"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:09 "DKR/NSP Holding nr 1"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:20 "DKR/NSP Holding nr 2"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2016:10 " Rezidor"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:02 "Demeter"

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:41 "Momentum"