



JURIDISKA FAKULTETEN

VID LUNDS UNIVERSITET

Kasper Kirchhoff

Offentliga uppköpserbjudanden

Om fullföljandevillkor, lojalitet och god sed på aktie-
marknaden

JURM02 Examensarbete

Examensarbete på juristprogrammet

30 högskolepoäng

Handledare: David Dryselius

Termin: Vårterminen 2026

Innehåll

Summary	4
Sammanfattning	6
1 Inledning	8
1.1 Bakgrund och syfte	8
1.2 Frågeställningar	10
1.3 Metod	10
1.4 Material och forskningsläge	13
1.5 Avgränsningar	14
1.6 Disposition	14
2 Takeover-erbjudanden	16
2.1 Intressekonflikter i takeover-situationer	17
2.2 Fullföljandevillkors funktion	19
2.3 Återkallelse enligt regel II.5 och väsentlighetskravet	19
2.3.1 Frånfallande av fullföljandevillkor	21
2.3.2 Aktieägares rätt att återkalla accept	21
3 Det svenska takeover-regelverket	22
3.1 Självregleringen och takeover-reglernas grundläggande principer	23
3.2 Aktiemarknadsnämnden	24
3.2.1 Aktiemarknadsnämndens formella kompetens	24
3.2.2 Aktiemarknadsnämndens materiella kompetens	26
3.3 God sed på aktiemarknaden	27
4 Tillåtligheten av fullföljandevillkor	31
4.1 Objektivitetskravet	31
4.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 <i>Perstorps Intressenter</i>	32
4.1.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:12 <i>Rambøll</i>	32
4.1.3 Kommentar	33
4.2 Kravet på enkelhet och tydlighet	35
4.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2009:11 <i>Hebi Healthcare</i>	35
4.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:09 <i>DKR</i>	36
4.2.3 Kommentar	36
5 Åberopande av fullföljandevillkor	40
5.1 Budgivarens lojalitetsplikt	40
5.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 <i>Perstorps Intressenter</i>	40

5.1.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2025:45 <i>OsteoCentric</i>	41
5.1.3	Kommentar.....	43
5.2	Väsentlighetskravet	44
5.2.1	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:33 <i>Old Mutual II</i>	45
5.2.2	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:36 <i>Old Mutual III</i>	45
5.2.3	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:38 <i>JCE</i>	46
5.2.4	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18 <i>Anonymiserat</i>	46
5.2.5	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16 <i>Providence</i>	47
5.2.6	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:20 <i>DKR</i>	48
5.2.7	Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:02 <i>Demeter</i>	49
5.2.8	Kommentar.....	49
6	Slutsatser.....	53
6.1	Fullföljandevillkors tillåtlighet.....	53
6.2	Åberopande och återkallelse.....	54
6.3	Aktiemarknadsnämnden, god sed och normbildning	55
6.4	Rättslägets förutsebarhet	57
	Källförteckning	59

Summary

Public takeover offers have long constituted a central feature of the stock market and are characterised by a bidder making an offer to the shareholders of a listed company to sell their shares. Since such offers, as well as the withdrawal of such offers, may affect the target company's share price as well as confidence in the stock market, it is important that the bidding process is marked by clarity, equal treatment of shareholders, and predictability. At the same time, it is important for the bidder to protect itself against risks that may affect the possibility of completing the acquisition. In order to balance these interests, a public takeover offer may include so-called conditions for completion, which enable the bidder, under certain circumstances, to withdraw its offer.

The purpose of this thesis is to examine when a bidder may withdraw an offer. This purpose also encompasses an analysis of the requirements imposed on the formulation of conditions for completion, the limitations that apply to the bidder's ability to invoke such conditions, and the significance of the statements issued by the Swedish Securities Council and of the concept of good practice in the stock market for the assessment. In addition, the thesis problematises the Swedish Securities Council's norm-setting function from the perspective of predictability. To fulfil this purpose, a legal dogmatic method is employed. However, since Swedish takeover law is largely based on self-regulation, certain methodological issues arise. This self-regulation is expressed through the takeover rules, the statements of the Swedish Securities Council, and the concept of good practice in the stock market, three sources of law that have all emerged outside the traditional legislative process. Despite this, these sources of law in practice govern how public takeover offers are carried out, and they are therefore used as central material in the thesis.

The thesis demonstrates that conditions for completion are, as a main rule, permitted, but that the possibility of including and invoking them is limited by requirements of objectivity, clarity, loyalty, and materiality. The requirement of objectivity means that fulfilment of the condition may not depend on the bidder's subjective assessment, but must be capable of being determined on the basis of objectively verifiable circumstances. The requirement of simplicity and clarity means that shareholders must be able to understand not only the meaning of the condition, but also its significance for the offer. A condition for completion may therefore not be formulated in a manner that creates uncertainty as to when the bidder may withdraw its offer. The fact that a condition for completion may permissibly be included does not, however, mean that the bidder is free to invoke it. In order for the bidder to be entitled to withdraw its offer, it must have acted loyally and, where the materiality requirement applies, the non-fulfilment of the condition must be of material significance to the acquisition. The duty of loyalty means that the bidder may

not act in a manner that causes or exploits the non-fulfilment of a condition. The requirement that the non-fulfilment of the condition be of material significance, in turn, means that the assessment cannot stop at the mere fact that a condition has not been fulfilled, rather, there must be a strong connection between the deficiency and the conditions for the bidder's acquisition.

Furthermore, the thesis shows that the Swedish Securities Council plays a decisive role in the assessment of conditions for completion, and that it is through the Council's statements and interpretations of the concept of good practice that the takeover rules acquire their practical content. In this way, the Council contributes to ensuring that the legal area remains sufficiently flexible to address new and difficult situations, while this also means that the legal position is not always easy to predict.

In summary, the thesis shows that conditions for completion should not be understood as conferring a general right on a bidder not to be bound by its offer. Rather, such conditions should be regarded as a limited possibility for the bidder to manage potential risks associated with the acquisition.

Sammanfattning

Offentliga uppköpserbjudanden är sedan länge ett centralt inslag på aktiemarknaden och kännetecknas av att en budgivare lämnar ett erbjudande till aktieägarna i ett börsbolag att överlåta sina aktier. Eftersom sådana erbjudanden, och återkallande av sådana erbjudanden, kan påverka såväl målbolagets aktiekurs som aktiemarknadens förtroende är det viktigt att budprocessen präglas av tydlighet, likabehandling av aktieägarna och förutsebarhet. Samtidigt är det viktigt för budgivaren att skydda sig mot risker som kan påverka möjligheterna att genomföra förvärvet. För att balansera dessa intressen kan ett offentligt uppköpserbjudande innehålla så kallade fullföljandevillkor, vilka möjliggör för budgivaren att under vissa förutsättningar återkalla sitt bud.

Denna uppsats redogör för när en budgivare får återkalla ett erbjudande. Dessutom utreds vilka krav som ställs på fullföljandevillkors utformning, vilka begränsningar som gäller för budgivarens möjlighet att åberopa sådana villkor, samt vilken betydelse Aktiemarknadsnämndens uttalanden och begreppet god sed på aktiemarknaden har för bedömningen. Därutöver problematiseras Aktiemarknadsnämndens normbildande funktion ur ett förutsebarhetsperspektiv. För att uppfylla syftet används en rättsdogmatisk metod, men eftersom den svenska takeover-rätten i stor utsträckning bygger på självreglering uppstår vissa metodproblem. Självregleringen kommer till uttryck genom takeover-reglerna, Aktiemarknadsnämndens uttalanden och begreppet god sed på aktiemarknaden, tre rättskällor som alla tillkommit utanför den traditionella lagstiftningsprocessen. Trots detta styr rättskällorna i praktiken hur offentliga uppköpserbjudanden genomförs, och de används därför som ett centralt underlag i arbetet.

Uppsatsen visar att fullföljandevillkor som huvudregel är tillåtna, men att möjligheten att ställa och åberopa dem är begränsad genom krav på objektivitet, tydlighet, lojalitet och väsentlighet. Objektivitetskravet innebär att villkorets uppfyllelse inte får vara beroende av budgivarens subjektiva bedömning, utan ska kunna fastställas utifrån omständigheter som är objektivt verifierbara. Kravet på enkelhet och tydlighet innebär att aktieägarna måste kunna förstå villkorets innebörd men även dess betydelse för erbjudandet. Ett fullföljandevillkor får alltså inte utformas på ett sätt som skapar oklarhet om när budgivaren kan återkalla sitt bud. Att ett fullföljandevillkor är tillåtet att ställa innebär däremot inte att budgivaren fritt kan åberopa det. För att budgivaren ska få återkalla sitt bud krävs att han agerat lojalt och, i de fall väsentlighetskravet är tillämpligt, att villkorets bristande uppfyllelse är av väsentlig betydelse för förvärvet. Den takeover-rättsliga lojalitetsplikten innebär att budgivaren inte får agera på ett sätt som framkallar eller utnyttjar att ett villkor inte uppfylls. Att villkorets bristande uppfyllelse ska vara av väsentlig betydelse innebär i sin tur att bedömningen inte kan stanna vid att ett villkor inte är

uppfyllt, utan det måste finnas ett tydligt samband mellan bristen och förutsättningarna för budgivarens förvärv.

Vidare visar uppsatsen att Aktiemarknadsnämnden har en avgörande roll i bedömningen av fullföljandevillkor, och att det är genom nämndens uttalanden och tolkningar av begreppet god sed som takeover-reglerna ges sitt praktiska innehåll. På så sätt bidrar nämnden till att rättsområdet kan vara tillräckligt flexibelt för att hantera nya situationer, vilket samtidigt innebär att rättsläget inte alltid är enkelt att förutse. Sammanfattningsvis bör fullföljandevillkor därför inte förstås som en allmän rätt för en budgivare att inte vara bunden av sitt erbjudande, snarare bör villkoren ses som en begränsad möjlighet för budgivaren att hantera eventuella risker med förvärvet.

1 Inledning

1.1 Bakgrund och syfte

Under de senaste 50 åren har antalet företagsförvärv ökat kraftigt. Dels har själva handeln med företag ökat, dels har marknaden internationaliserats vilket ytterligare bidragit till ökningen.¹ Företagsförvärv av börsnoterade bolag genom offentliga uppköpserbjudanden, eller takeovers, utgör numera ett centralt inslag på aktiemarknaden.² Takeovers definieras i 1 kap. 2 § första punkten lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) som 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. I en sådan situation är budgivaren den aktör som lämnar erbjudandet och målbolaget det bolag vars aktier erbjudandet avser. Eftersom ägarkretsen i börsbolag ofta är spridd är det viktigt att erbjudandet riktas till samtliga aktieägare på samma villkor.³ Erbjudandet lämnas dessutom ofta till en premie, det vill säga ett pris som överstiger bolagets aktiekurs före erbjudandet. Om målbolagets aktie handlas för 100 kronor per aktie och budgivaren erbjuder 140 kronor per aktie, innebär erbjudandet en premie om 40 procent. Information om ett erbjudande kan därför få stor betydelse för aktiekursen, särskilt i bolag där handeln är begränsad och kursen är mer lättpåverkad.⁴ Detta skapar också en risk för att marknaden påverkas genom uppgifter om takeovers som senare inte genomförs. I svensk rätt regleras detta genom lagstiftning, självreglering och praxis, ett regelverk som syftar till att säkerställa aktieägarnas skydd, möjliggöra kapitaltillförsel till bolagen och främja omsättningen av varor och tjänster.⁵ En del av detta regelverk rör budgivarens möjlighet att uppställa villkor för att fullfölja sitt erbjudande att köpa aktierna, och att i vissa fall avstå från att fullfölja erbjudandet om villkoren inte uppfylls. Dessa villkor kallas fullföljandevillkor.⁶

Genom att ge budgivaren möjlighet att återkalla budet när förutsättningarna för förvärvet förändras fyller fullföljandevillkor en viktig funktion i takeover-situationer. Samtidigt innebär villkoren en potentiell risk för målbolagets aktieägare eftersom erbjudandet görs beroende av omständigheter som ibland är svåra att förutse. På grund av denna osäkerhet begränsar regelverket hur fullföljandevillkor får utformas och åberopas. Dessa begränsningar innehåller krav på objektivitet, tydlighet och väsentlighet, samtidigt som lojalitet och principen om god sed på aktiemarknaden spelar en viktig roll.⁷

¹ Forssman, s. 13.

² Nyström, Ohlsson & Skog, s. 9.

³ Se inledningen till takeover-reglerna.

⁴ Se kommentaren till II.4.

⁵ Stattin, s. 65.

⁶ Se II.4 och II.5.

⁷ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 23 f.

Trots att fullföljandevillkor sedan länge är en etablerad del av takeover-rätten⁸ är rättsläget oklart. Detta gäller särskilt frågan om hur långt budgivarens möjlighet att ställa upp villkor sträcker sig i praktiken. Vid första anblick innebär reglerna att budgivarens möjligheter att villkora och återkalla sitt erbjudande är relativt stora, men denna bild nyanseras av Aktiemarknadsnämndens uttalanden och av den betydelse dessa uttalanden fäster vid begreppet god sed.

Frågan ställdes på sin spets under sommaren 2025 när det amerikanska bolaget OsteoCentric lämnade ett bud på det svenska börsbolaget Integrum. Erbjudandet uppgick till 44 kronor per aktie, vilket motsvarade en premie om 124 procent jämfört med Integrums aktiekurs på 19,66 kronor dagen före budet.⁹ OsteoCentric hade förbehållit sig rätten att återkalla budet om det inte accepterades av 90 procent av aktieägarna, samtidigt som Integrums största aktieägare (huvudägaren) oåterkalleligen åtagit sig att sälja sitt innehav om 28 procent av det totala antalet aktier. När OsteoCentric sedermera presenterade erbjudandets utfall visade det sig att man endast uppnått en acceptgrad om 69 procent, trots huvudägarens åtagande. Men allting stod inte rätt till. Huvudägaren hade i sin accept angett felaktiga uppgifter om sitt värdepapperskonto, varför aktierna inte kunde göras tillgängliga för OsteoCentric och därmed tas med i beräkningen. I stället för att försöka åtgärda problemet och med hjälp av huvudägarens aktier uppnå ett ägande om totalt 97 procent så valde OsteoCentric att återkalla sitt bud, vilket resulterade i att Integrums aktiekurs föll med 46 procent.¹⁰ Aktiekursen har sedan fortsatt falla och handlas när detta skrivs för cirka 7 kronor. Aktiemarknadsnämnden framhöll i sitt efterföljande uttalande att ett sådant återkallande strider mot takeover-reglerna, trots att OsteoCentric på förhand villkorat erbjudandet med en viss acceptgrad och att denna slutligen inte hade uppnåtts.¹¹

Med ovanstående i beaktning syftar uppsatsen till att visa när en budgivare kan återkalla sitt uppköpserbud. Dessutom kommer den påverkan som Aktiemarknadsnämndens normbildande funktion har på budgivarens handlingsutrymme att problematiseras, samtidigt som rättsområdets förutsebarhet kritiskt analyseras.

⁸ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 9.

⁹ Dagens industri, *Osteocentric lägger bud på Integrum*.

¹⁰ Affärsvärlden, *Budet på Integrum föll – aktien rasar*.

¹¹ Se avsnitt 5.1.2.

1.2 Frågeställningar

Utifrån det syfte som presenterats i föregående avsnitt ska jag besvara följande frågeställningar:

Vilka krav ställer den svenska takeover-regleringen på fullföljandevillkor i offentliga uppköpserbjudanden?

Vilka begränsningar gäller för budgivarens möjlighet att återropa fullföljandevillkor och därigenom återkalla sitt erbjudande?

Vilken betydelse har Aktiemarknadsnämndens uttalanden och principen om god sed på aktiemarknaden för bedömningen av fullföljandevillkors tillåtlighet och tillämpning?

Hur påverkar denna normbildning rättslägets förutsebarhet för aktiemarknadens aktörer?

1.3 Metod

I uppsatsen används en rättsdogmatisk metod, där gällande rätt fastställs genom att systematiskt tolka och tillämpa relevanta rättskällor enligt rättskällevärde-läran, där lag, förarbeten, praxis och doktrin ges olika vikt.¹² Att använda metoden förutsätter emellertid ett rättssystem där normbildningen sker genom just lagstiftning, förarbeten och domstolspraxis. Inom svensk takeover-rätt är detta inte uppfyllt. Rättsområdet kännetecknas i stället av långtgående självreglering där centrala normer både utvecklas och tillämpas av privaträttsliga organ. Detta skapar vissa problem. Å ena sidan behöver rättsläget analyseras inom den rättsdogmatiska metoden, å andra sidan är det oklart i vilken utsträckning det takeover-rättsliga regelverket utgör ”rätt” i traditionell rättsdogmatisk mening. Enligt Högsta domstolens bedömning i NJA 1985 s. 343 ska takeover-reglerna betraktas som semioffentlig normgivning och ges en objektiv tolkning, vilket innebär att de kan tillmätas rättskällevärde inom en rättsdogmatisk analys.¹³ Denna tanke stöds av att reglerna idag tillämpas undantagslöst av marknadens aktörer, vilket tyder på att de tar dem på allvar.¹⁴

Uppsatsens huvudsakliga metodutmaning är därför att takeover-reglerna inte har tillkommit genom den vanliga svenska lagstiftningsprocessen och är därför inte heller lagregler. Samtidigt behandlas reglerna i uppsatsen som funktionellt bindande för marknadens aktörer, eftersom de i praktiken styr hur takeovers genomförs. En diskussion måste därför föras om reglernas formella, men även funktionella normativitet. Ur ett strikt formellt perspektiv kan reglerna endast klassificeras som privaträttsliga normer, bindande mellan parterna genom avtal. Men närmare undersökning visar att reglerna

¹² Kleineman, s. 25.

¹³ Westermarck, Lagercrantz & Svanberg, s. 90 f.

¹⁴ Stattin, s. 117.

funktionellt liknar offentligrättslig lagstiftning. I uppsatsen behandlas därför takeover-reglerna som en rättskälla på det takeover-rättsliga området, en rättskälla som får sitt värde från sin faktiska funktionella inverkan på området, snarare än sin formella tillkomst. Beyer beskriver det som att reglerna är utomrättsliga principer som är konstruerade på ett sätt som påminner om rättsregler, men som tillkommit utanför normerna för den traditionella rättsbildningen. Och om de inte är en del av gällande rätt, menar Beyer att de i alla fall behandlas som om de var det eftersom de bland annat lärs ut på universiteten och upptas i FAR:s regelsamling jämställt med lagar, förordningar och andra rättskällor.¹⁵ Att kritisera detta förhållningssätt är naturligt, men det hade varit metodologiskt omöjligt att bortse från de regler som i praktiken styr hela rättsområdet.

Till följd av att reglerna inte tillkommit inom den svenska lagstiftningsprocessen finns det inte heller några traditionella förarbeten. Detta resulterar i att tolkningen av takeover-reglerna i stor utsträckning måste baseras på deras grundläggande principer och ändamål. Att sådan ändamålstolkning ska göras motiveras i doktrin med att reglerna är så pass lika lagtext att tolkningen färgas av lagtolkningsprinciper.¹⁶ Ändamålstolkningar ökar förvisso risken för subjektiva tolkningar eftersom reglernas bakomliggande syften inte alltid är tydligt dokumenterade, trots att de till viss del följer av de grundläggande principer som återges i reglernas inledning. För att motverka skönsmässig ändamålstolkning har reglernas interna kommentarer använts som ett centralt tolkningsunderlag. Reglerna är relativt korta och kompletteras därför av mer utförliga kommentarer som utvecklar reglernas innebörd och ger vägledning för hur de ska tillämpas.

På samma sätt som reglernas rättskällevärde kan ifrågasättas, kan även deras interna kommentarer ifrågasättas. Eftersom kommentarerna inte tillkommit genom den traditionella normgivningsprocessen är de problematiska på samma sätt. Att Aktiemarknadsnämnden själv säger att de bör ses som en integrerad del av reglerna talar för att de bör tillmätas samma rättskällevärde som reglerna, eller i vart fall kunna behandlas som ett centralt tolkningsunderlag.¹⁷ Även kommentarernas placering direkt efter respektive regel talar för detta. De interna kommentarerna är huvudsakligen förtydliganden och vidareutveckling av reglerna, varför de är nödvändiga för en ökad förståelse av reglerna. Om kommentarerna bör tillmätas eget rättskällevärde eller ses som en integrerad del av reglerna påverkar därför inte uppsatsen.

Vidare bör, av samma anledning, en diskussion föras kring Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Uppsatsen visar att dessa uttalanden i praktiken har en starkt normerande funktion och ofta utgör den mest konkreta vägledningen i enskilda frågor, på liknande sätt som Högsta domstolen. Till skillnad från

¹⁵ Beyer, s. 23 & 25.

¹⁶ Stattin, s. 124.

¹⁷ Se bl.a. AMN 2017:25.

HD:s praxis saknar nämndens uttalanden däremot flera av de egenskaper som normalt motiverar prejudikatvärde: de är inte bindande och de har tillkommit inom ett självreglerande system. Nämndens uttalanden har därför bara prejudicerande verkan för nämnden själv, och inte för några andra instanser.¹⁸

Aktiemarknadsnämndens uttalanden kan närmast förstås som ett slags informell rättsbildning. De normer som nämnden tillämpar utvecklas genom dess uttalanden snarare än genom formella rättskällor. I ett ständigt utvecklande rättsområde som takeover-rätt, där möjligheten till situationsbaserade bedömningar och snabbt beslutsfattande är av stor betydelse, kan detta ses som en styrka. Denna flexibilitet riskerar däremot att påverka rättsläget förutsebarhet negativt. I uppsatsen används därför nämndens uttalanden som en central, men inte okritiserad rättskälla. Metodmässigt innebär detta att uppsatsen inte bara syftar till att fastställa gällande rätt enligt den rättsdogmatiska metoden, utan också till att problematisera takeover-rättens system med särskilt fokus på förutsebarhet.

Innebörden av begreppet ”förutsebarhet” är inte självklar, men Alf Ross förklarar det utifrån den så kallade prognosteorin. Prognosteorin innebär att man genom att säga att en regel är gällande rätt inte tillskriver den någon absolut giltighet, i stället gör man en kvalificerad prognos om att regeln, under vissa förutsättningar, kommer att tillämpas av domstolarna i framtida avgöranden. Begreppet gällande rätt avser alltså, enligt Ross, hypotetiska framtida domstolsbeslut och att rättsregeln tillämpas om den ingår som en del av domstolens rättsliga resonemang.¹⁹ Prognosteorin har fått kritik av bland annat Peczenik som förvisso menar att förutsebarhet är central för rättssäkerheten, men att de rättsliga besluten ska kunna förutses på grund av lagen. Annars skulle det räcka att de var förutsebara på vilken på grund som helst. Om förutsebarheten grundas på sådana rättssociologiska undersökningar av myndigheters praxis som Ross hänvisar till i prognosteorin, riskerar förutsebarheten att strida mot gällande rätt. Så kan exempelvis vara fallet i en diktaturstat där domstolarna i sitt rättsutövande är kraftigt påverkade av polismakten.²⁰ Vidare menar Peczenik att prognosteorin gör rättsvetenskapen alltför beroende av domstolarnas faktiska eller förväntade beteende. Detta riskerar att skapa en klyfta mellan rättsvetenskapen och rättspraxis, eftersom domaren inte främst behöver en sociologisk prognos om sitt eget beteende, utan ett rättsligt direktiv om hur han bör döma. Dessutom menar Peczenik att prognosteorin leder till cirkelresonemang, eftersom prognosen om att en regel kommer att tillämpas ofta själv bygger på att regeln redan betraktas som gällande rätt.²¹

Prognosteorin bör därför användas med försiktighet. Om fastställandet av gällande rätt endast utgörs av en prognos om framtida avgöranden riskerar den

¹⁸ Stattin, s. 134 f.

¹⁹ Ross, s. 40 ff.

²⁰ Peczenik, s. 89 ff.

²¹ Peczenik, s. 104 ff.

rättsdogmatiska analysen att bli kraftigt beroende av Aktiemarknadsnämnden. Till följd av detta används prognosteorin inte som en självständig metod för att fastställa gällande rätt i uppsatsen. I stället bör den ses som ett komplement för att belysa och nyansera förutsebarhetsproblematiken. Med bakgrund i Peczeniks kritik kan förutsebarheten i stället konkretiseras som rättsligt grundad förutsebarhet, där marknadens aktörer inte bara ska kunna förutse hur nämnden kommer att uttala sig, utan också kunna härleda detta till takeover-reglerna, deras kommentarer, tidigare uttalanden och regelverkets grundläggande principer.

1.4 Material och forskningsläge

Det material som använts i uppsatsen återspeglar de metodproblem som beskrivits i föregående avsnitt. Till följd av bristen på traditionella rättskällor intar självreglerande normer och praxis en dominerande ställning.

Ytterligare problem går att finna i utbudet av relevant litteratur och forskning. Central för uppsatsen är Daniel Stattins bok ”Takeover”, vilken är den enda tillgängliga heltäckande framställningen av svensk takeover-rätt. Till följd av att informationsinhämtningen i hög grad är beroende av en enskild författares analys finns en risk att dennes tolkningar ses som objektiva sanningar. I uppsatsen har Stattins bok därför använts både som en central informationskälla, och som ett föremål för kritiska synpunkter. I flera avseenden, bland annat gällande Aktiemarknadsnämndens kompetens och betydelsen av rättslig prövning, ifrågasätter och nyanserar jag hans resonemang.

Övriga doktrinära källor består huvudsakligen av artiklar i juridiska tidskrifter och vänböcker. Dessa är i regel begränsade och diskuterar endast specifika delfrågor och är ofta väldigt gamla. Deras betydelse i uppsatsen har därför främst varit att komplettera och problematisera Stattins dominerande ställning snarare än att erbjuda någon självständig regelsystematik.

Bortsett från Stattins framställning är takeover-reglerna, deras interna kommentarer samt Erik Sjöman och Rolf Skogs kommentarer till dessa interna kommentarer centrala delar av materialet. För att förstå regelverket har de varit både viktiga och nödvändiga. Sjöman och Skogs kommentarer bör inte nämnas okritiskt. Med tanke på att både Sjöman och Skog under lång tid varit ledamöter i Aktiemarknadsnämnden går det att argumentera för att deras kommentarer återskapar snarare än granskar gällande rätt. Samtidigt innebär deras koppling till den takeover-rättsliga normbildningen att kommentarerna kan ge värdefull insyn i hur reglerna bör förstås och hur de tillämpas i praktiken. Av denna anledning bör de inte ses som oberoende kritisk doktrin, utan i stället som ett kvalificerat tolkningsunderlag.

Vidare utgör en central del av uppsatsen analysen av Aktiemarknadsnämndens uttalanden, vilka därför är en särskilt viktig del av materialet. Inom uppsatsen har samtliga tillgängliga uttalanden under perioden 1986–2026

bearbetats. Endast ett fåtal behandlar tolkning av takeover-reglerna, ännu färre behandlar tolkningar av fullföljandevillkor och endast en del av dessa har varit relevanta för uppsatsen. Uppsatsens empiriska underlag är därför begränsat, något som understryker behovet av att noggrant analysera de fall som faktiskt finns. I uppsatsen har relevanta uttalanden kategoriserats temastiskt och analyseras därefter i kronologisk ordning för att möjliggöra en studie av nämndens praxisutveckling. Vissa uttalanden behandlar flera olika delar av fullföljandevillkors tillåtlighet och återkallande, och kommer därför att förekomma flera gånger. Det är också värt att nämna att delar av nämndens uttalanden inte är offentliga, vilket innebär att den tillgängliga praxisen riskerar att ge en ofullständig bild av rättsläget. Den tillgängliga praxisen måste därför analyseras med viss försiktighet.

1.5 Avgränsningar

Uppsatsen är avgränsad till fullföljandevillkor i offentliga uppköpserbjudanden enligt svensk takeover-rätt. Fokus ligger på vilka krav som ställs på villkoren, budgivarens möjlighet att återropa sådana villkor för att därigenom återkalla erbjudandet, samt vilken betydelse Aktiemarknadsnämndens uttalanden och principen om god sed på aktiemarknaden har. Andra delar av takeover-reglerna behandlas bara om de är nödvändiga för att klargöra detta.

Vidare behandlar uppsatsen endast frivilliga offentliga uppköpserbjudanden. Erbjudanden hänförliga till budplikt faller således utanför uppsatsen. Eftersom budgivarens handlingsutrymme att uppställa och återropa fullföljandevillkor är fokus för uppsatsen är frivilliga bud den mest relevanta utgångspunkten.

Uppsatsen syftar inte heller till att ge en heltäckande bild av takeover-processen. Frågor om exempelvis budplikt, försvarsåtgärder, vederlag, acceptfrister och målbolagsstyrelsens agerande behandlas därför bara om de har direkt betydelse för fullföljandevillkorets tillåtlighet eller tillämpning.

Avslutningsvis är uppsatsens analys av Aktiemarknadsnämndens uttalanden avgränsad till de uttalanden som har direkt relevans för uppsatsens frågeställningar. Uttalanden som förvisso behandlar fullföljandevillkor, men under så pass specifika förhållanden att några generella slutsatser inte går att dra, kommer inte att redogöras för. Det är viktigt att poängtera att detta inte innebär att de bortvalda uttalandena saknar betydelse i praktiken, utan endast att de har svagt värde för uppsatsen.

1.6 Disposition

Efter detta inledande kapitel är uppsatsen indelad i fem kapitel och inleds med en övergripande introduktion till ämnet för att sedan gå vidare till en mer fördjupad analys av uppsatsens frågeställningar. Avslutningsvis summeras uppsatsens slutsatser.

Uppsatsens andra kapitel är ett översiktskapitel där offentliga uppköpserbjudanden förklaras. Här presenteras de centrala intressekonflikter som uppstår i takeover-situationer för att därefter förklara fullföljandevillkorens funktion i sammanhanget. Kapitlet syftar till att belysa de problem som analyseras i uppsatsen och på så sätt ge en bakgrund till den efterföljande framställningen.

I kapitel 3 redogörs för det svenska takeover-regelverket. Här behandlas såväl den offentlighetsrättsliga ramen som självregleringens betydelse på området, detta med särskilt fokus på takeover-reglerna och Aktiemarknadsnämndens roll. Vidare utreds och analyseras den normativa funktionen av begreppet god sed på aktiemarknaden. På så sätt ämnar kapitlet klargöra vilka rättskällor och vilken rättslig struktur som ligger till grund för uppsatsen.

Kapitel 4 behandlar tillåtligheten av fullföljandevillkor. Här analyseras vilka krav som ställs på villkorens utformning, nämligen objektivitetskravet och kravet på enkelhet och tydlighet.

Kapitel 5 behandlar åberopande och återkallelse av fullföljandevillkor, med fokus på lojalitetsplikten och väsentlighetskravet.

I kapitel 6 sammanfattas uppsatsens viktigaste slutsatser och återknyter till frågan om budgivarens handlingsutrymme, god sed och rättslägets förutsebarhet.

2 Takeover-erbjudanden

Som beskrivits i uppsatsens bakgrundsavsnitt har den svenska, men även den internationella marknaden för företagsförvärv ökat markant under de senaste 50 åren. Företagsförvärv som fenomen kan huvudsakligen delas in i två underkategorier: förvärv av börsnoterade bolag genom takeover-erbjudanden och förvärv av privata bolag. I både privata förvärv och takeovers inleds processen genom att någon eller några bestämmer sig för att sälja ett visst bolag, eller att någon eller några vill köpa ett visst bolag. Viljan att köpa ett bolag är ofta densamma oavsett om målbolaget är noterat eller onoterat, nämligen att köparen vill expandera sin nuvarande verksamhet genom att komma åt målbolagets produkter, kunder eller geografiska marknader.²²

Vad gäller säljviljan skiljer den sig mellan de två förvärvstyperna. I ett privat förvärv kan säljarens motiv ofta kopplas till generationsskifte i familjeägda företag, ägarsplittringar eller att marknaden värderar bolaget så högt att det av ekonomiska skäl är lämpligt att sälja.²³ En sådan generell slutsats om säljviljan är svårare att göra för säljarna i takeover-situationer. Till skillnad från onoterade aktiebolag där ägandet ofta är koncentrerat till en liten grupp aktieägare, är ägandet i ett börsnoterat aktiebolag spritt hos en större, heterogen grupp. Att gruppen är heterogen innebär i det här sammanhanget att aktieägarna i målbolaget har olika stor kunskap om målbolaget och dess verksamhet.²⁴ En majoritet av dessa aktieägare har ingen koppling till målbolaget bortsett från sitt aktieinnehav, vilket gör att säljarnas vilja att sälja sina aktier endast beror på hur attraktivt budgivarens erbjudande är.²⁵

Skillnaderna mellan privata förvärv och takeovers märks också i själva förvärvsförfarandet. För att kunna möta säljarens krav inleds privata förvärv som regel med förhandlingar mellan parterna och omfattas av traditionella förmögenhetsrättsliga regler. De tillämpliga reglerna är därför avtalsrättsliga, köprättsliga och skuldebrevsrättsliga.²⁶ Trots att målet med de båda transaktionerna är att köpa aktier i ett målbolag träffas inte takeover-erbjudanden av samma regler. Något förenklat inleds takeover-processen med att budgivaren enligt 1 kap. 2 § LUA lämnar ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier i målbolaget att överlåta samtliga eller en del av aktierna. Detta erbjudande presenteras som regel utan någon förhandling mellan budgivare och aktieägare. I normalfallet inleds i stället förhandlingar mellan budgivaren och målbolaget, varefter budgivaren offentliggör budet som aktieägarna kan

²² Forssman, s. 15; Knabe, s. 11 ff.

²³ Forssman, s. 15; Knabe, s. 11 ff.

²⁴ Se kommentaren till II.4.

²⁵ Stattin, s. 82.

²⁶ Stattin, s. 62.

acceptera. Detta kan göras både med och utan styrelsens positiva rekommendation av erbjudandet.²⁷

Eftersom takeover-situationen skiljer sig så kraftigt från det traditionella avtalsslutet där parterna förhandlar om avtalsinnehållet, behövs ett regelverk som tillförsäkrar målbolagets aktieägare vissa grundläggande rättigheter och garanterar dem en rättvis behandling. Detta regelverk är uppbyggt genom en kombination av lagstiftning, självreglering och praxis för att säkerställa just aktieägarnas skydd, men även möjliggöra kapitaltillförsel till bolagen och främja omsättningen av varor och tjänster.²⁸ Den huvudsakliga regleringen återfinns i de så kallade takeover-reglerna.²⁹

Eftersom ett takeover-erbjudande sannolikt kommer att påverka priset på målbolagets aktiekurs kommer även marknaden att påverkas. För aktiemarknaden som helhet är det därför viktigt att aktiekurser inte påverkas otillbörligen till följd av oseriösa takeover-erbjudanden. För att motverka detta reglerar en del av takeover-reglerna budgivarens så kallade fullföljandevillkor, vilka tillåter budgivaren att i vissa fall avstå från att fullfölja ett erbjudande om villkoren inte uppfylls.³⁰ Hur dessa regler ska tolkas och under vilka förutsättningar det är godtagbart för en budgivare att återkalla sitt bud avgörs i slutändan av Aktiemarknadsnämnden. Nämndens uttalanden kan därför ses som ett centralt tolkningsmedel för utvecklingen av, och förståelsen för, takeover-rättens normer.³¹

2.1 Intressekonflikter i takeover-situationer

Som beskrivits i avsnittet ovan kännetecknas en takeover-situation av att parter med olika intressen ska enas om ett erbjudande som inte förhandlats på förhand. För att reglera detta återfinns i takeover-reglernas inledning en rad grundläggande principer. Principerna innehåller bland annat ett krav på lika-behandling av aktieägare, krav på tillräcklig tid och information för att aktieägarna ska kunna fatta välgrundade beslut om erbjudandet, samt att marknaderna inte otillbörligen får påverkas.³² Genom att se till principerna kan man utläsa en rad intressekonflikter som speglar partsförhållandena på rättsområdet.

Den mest grundläggande intressekonflikten är mellan budgivaren och målbolagets aktieägare. Budgivaren vill naturligtvis köpa aktierna och kontrollen i målbolaget så billigt som möjligt, och därtill dra sig ur om omständigheterna för förvärvet förändras. Motsatsvis är aktieägarna intresserade av att sälja sina

²⁷ SOU 2005:58, s. 200; Stattin, s. 165.

²⁸ Stattin, s. 36 & 65.

²⁹ SOU 2005:58, s. 200; Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM*.

³⁰ Se II.4 och II.5.

³¹ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 11 f.

³² Se inledningen till takeover-reglerna.

aktier så dyrt som möjligt, samtidigt som erbjudandet ska vara så tydligt och stabilt att de ska kunna fatta ett välgrundat beslut. Denna konflikt kan konkretiseras som att budgivaren vill ha så stor handlingsfrihet som möjligt, samtidigt som aktieägarna vill att transaktionen ska vara så tydlig och förutsebar som möjligt.

Vidare kan en intressekonflikt uppstå mellan olika grupper av aktieägare. Av naturliga skäl kan en huvudägare i målbolaget ha andra intressen än en minoritetsägare. Det är möjligt att huvudägaren till följd av exempelvis mer omfattande kunskap och insyn i målbolaget värderar erbjudandets lång- och kort-siktiga värde annorlunda än gemene småsparare. Det är därför viktigt att budet, enligt takeover-reglernas grundprinciper, är så pass enkelt och tydligt att alla aktieägare kan förstå innebörden av erbjudandet, för att på så sätt säkerställa aktieägarnas likabehandling.

Det går även att se ett slags intern intressekonflikt på marknaden i stort. Å ena sidan måste kurskänslig information offentliggöras så snart som möjligt enligt artikel 17 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 om marknadsmissbruk, MAR. Å andra sidan är det viktigt att marknaden inte översvämmas av otydliga viljeförklaringar i takeover-situationer eftersom sådana hade riskerat att otillbörligen påverka målbolagens aktiekurser, samtidigt som förtroendet för både takeover-processen och marknaden i sin helhet hade minskat. Avvägningen mellan snabbhet och utförlighet får därför inte göras lättvindigt.

För att takeover-erbjudandet ska kunna tillgodose parternas intressen kan det kombineras med ett så kallat fullföljandevillkor. Fullföljandevillkor i svensk takeover-rätt är budgivarens möjlighet att knyta erbjudandet till vissa förutsättningar som behöver vara uppfyllda när erbjudandet fullföljs. Typiskt avser villkoren exempelvis att erbjudandet når en viss anslutningsgrad (andel aktieägare som accepterar erbjudandet), att nödvändiga myndighetstillstånd erhålls eller att ingen konkurrerande budgivare framträder.³³ För att ett sådant villkor ska vara tillåtet krävs som huvudregel att det uppfyller de grundläggande kraven: objektivitetskravet och kravet på enkelhet och tydlighet. För att det uppställda villkoret sedan ska få åberopas av budgivaren i syfte att återkalla budet krävs vidare att budgivaren agerat lojalt och att väsentlighetskravet är uppfyllt.³⁴ Dessa krav kommer att redogöras för mer utförligt i kapitel 4 och 5. Av takeover-reglerna följer att fullföljandevillkor som uppfyller dessa krav är tillåtna.³⁵

³³ Stattin, s. 355.

³⁴ Se II.4.

³⁵ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 23; kommentaren till II.4.

2.2 Fullföljandevillkors funktion

I det sammanhang som presenterats ovan kan fullföljandevillkor ses å ena sidan som ett slags medlare mellan budgivare och aktieägare, å andra sidan som en garant för aktiemarknaden. För budgivaren möjliggör villkoren ett slags riskhantering där erbjudandet kan lämnas utan att budgivaren ovillkorligen bär risken för alla framtida förändringar som kan påverka transaktionens värde och genomförbarhet.³⁶ Ur aktieägarens perspektiv är fenomenet inte lika entydigt positivt. Fullföljandevillkoren fastställer förvisso under vilka förutsättningar erbjudandet kan återkallas, vilket ökar tydligheten och förutsebarheten, men det innebär också att erbjudandet de facto kan återkallas, vilket i stället minskar förutsebarheten. Ju fler fullföljandevillkor, desto högre är sannolikheten för att budet inte kommer att genomföras. Det uppstår därför en spänning mellan budgivarens behov av att kunna avbryta förvärvet vid bristande förutsättningar och aktieägarnas behov av trygghet och förutsebarhet i transaktionen.

Att fullföljandevillkor beskrivs som en garant för aktiemarknaden beror på att offentliga uppköpserbjudanden, till skillnad från privata företagsförvärv, inte bara är en förmögenhetsrättslig avtalshandling. Det är också en marknadshändelse som med stor sannolikhet kommer att påverka målbolagets aktiekurs.³⁷ Om budgivaren ges för stora möjligheter att återkalla sitt bud riskerar hela takeover-processen att framstå som osäker, vilket kan påverka även andra aktörer. Regleringen av fullföljandevillkor bör därför inte ses bara som ett skydd för målbolagets aktieägare, utan även som ett skydd för marknadens funktionssätt. På så sätt hanterar också regelverket den spänning som nämnts i föregående stycke: å ena sidan skydds- och informationsintresset hos en bred krets av aktieägare med varierande kunskaper, å andra sidan budgivarens behov av att inte binda sig till ett erbjudande när vissa avgörande förutsättningar saknas.

2.3 Återkallelse enligt regel II.5 och väsentlighetskravet

Av II.5 takeover-reglerna följer att ett lämnat bud som huvudregel inte får återkallas. Om budet däremot innehåller ett fullföljandevillkor får budgivaren återkalla sitt bud enligt de undantag som följer av regeln. Bortsett från sådana fullföljandevillkor som gäller konkurrerande bud, att målbolaget fattar ett visst beslut eller villkor om viss anslutningsgrad gäller för alla tillåtna fullföljandevillkor att budgivaren har rätt att återkalla budet endast om villkorets bristande uppfyllelse är av väsentlig betydelse för budgivaren.³⁸ Av II.4 följer vidare att detta väsentlighetskrav ska anges i skrift i samband med att villkoret

³⁶ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 23.

³⁷ Se kommentaren till II.4.

³⁸ Stattin, s. 357; kommentaren till II.5.

uppställs i erbjudandehandlingen, annars strider villkoret mot takeover-reglerna.

Om det uppställda villkoret praktiskt taget aldrig kan vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv får det inte heller ställas. I undantagsfall kan dock Aktiemarknadsnämnden lämna dispens för sådana villkor. Exempel på villkor som normalt anses vara av icke-väsentlig betydelse är sådana om att målbolagets styrelse rekommenderar aktieägarna att acceptera erbjudandet eller att målbolagets styrelse inte drar tillbaka sådan positiv rekommendation.³⁹ Att återkalla ett bud till följd av att ett sådant villkor inte uppfyllts är därför som huvudregel inte förenligt med takeover-reglerna. Även fullföljandevillkor om att inget mer förmånligt konkurrerande bud offentliggörs kan falla på väsentlighetskravet. Förekomsten av alternativa betalningsformer och i övrigt alltmer komplexa betalningsmodeller resulterar i att det många gånger kan vara svårt att bedöma vilket erbjudande som är mest förmånligt. Att ett sådant villkor inte uppfylls innebär därför inte automatiskt att budgivaren får återkalla budet. Här krävs i stället en väsentlighetsbedömning i det enskilda fallet, eftersom villkoret i sig inte är väsentligt för budgivarens förvärv.⁴⁰

Även för andra fullföljandevillkor som omfattas av kravet på väsentlig betydelse gäller att budgivaren inte automatiskt får återkalla erbjudandet bara för att villkoret inte uppfyllts. I stället måste det bestämmas om den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. I praktiken innebär detta att budgivaren normalt inte får återkalla erbjudandet utan att Aktiemarknadsnämnden först har godkänt det.⁴¹ Stattin framhåller att Aktiemarknadsnämndens snabba beslutsförfarande gör att nämndens godkännande före återkallelse kan ses som en lämplig lösning, men att det å andra sidan innebär att Aktiemarknadsnämnden får avgöra vad som är väsentligt för budgivaren.⁴² Jag förstår invändningen men ställer mig tveksam till den. Som nämnts kort ovan är en av grundreglerna om fullföljandevillkor ett objektivitetskrav, vilket bland annat innebär att budgivaren inte får tolka villkorets uppfyllande subjektivt. I fråga om väsentlighet, som i grund och botten är en subjektiv bedömning, hade det därför varit i strid mot reglerna att låta budgivaren göra denna bedömning själv. På en plattform som aktiemarknaden, vars syfte är att skapa värde, hade varje budgivare som sett det som mer gynnsamt att återkalla budet än att inte göra det, kunnat bedöma alla relevanta villkor som väsentligt betydelsefulla för förvärvet. Detta hade riskerat att fler bud på aktiemarknaden återkallades, något som hade skapat upp- och nedgångar i aktiekurser vilket i sin tur hade kunnat skapa en osäkerhet på aktiemarknaden i sin helhet. En osäkerhet på marknaden riskerar att minska allmänhetens

³⁹ Se kommentaren till II.4; se även kapitel 5.

⁴⁰ Se kommentaren till II.5.

⁴¹ Sjöman & Skog, s. 199; Nyström, Ohlsson & Skog, s. 28.

⁴² Stattin, s. 357.

förtroende, och ett sådant förtroende brukar ses som en grundpelare för en väl fungerande aktiemarknad.⁴³

Jag ställer mig också frågande till vilken annan möjlig ordning som hade varit bättre. I dessa frågor är Aktiemarknadsnämnden det auktoritativa organ som valts, det är alltså så rättsordningen ser ut. Ett alternativ hade varit att låta domstolar hantera väsentlighetsbedömningar, men det skulle förutsätta att domstolarna anses mer kapabla att göra bedömningen än nämnden, något som framstår som osannolikt och därför kontraproduktivt för rättsområdet.

2.3.1 Frånfallande av fullföljandevillkor

Budgivaren får endast i undantagsfall frånfalla uppställda fullföljandevillkor, alltså välja att fullfölja budet trots att villkoren inte är uppfyllda. Det krävs då att budgivaren på förhand förbehållit sig rätten att frånfalla villkoren, vilket ska anges såväl i budpressmeddelandet som i erbjudandehandlingen. I det fall något förbehåll inte står med i budpressmeddelandet och/eller erbjudandehandlingen får budgivaren inte i efterhand föra in ett förbehåll i budet.⁴⁴

Aktiemarknadsnämnden har uttalat att det är ovanligt på den svenska marknaden att en budgivare redan under den initiala acceptperioden frånfaller sina uppställda fullföljandevillkor. Men när detta mot förmodan sker, anses frånfallandet varken strida mot takeover-reglerna eller mot god sed.⁴⁵

2.3.2 Aktieägars rätt att återkalla accept

Enligt II.8 har aktieägare som accepterat erbjudandet rätt att återkalla sin accept om erbjudandet är förenat med ett fullföljandevillkor. Rätten att återkalla accepten gäller tills budgivaren offentliggjort att samtliga fullföljandevillkor har uppfyllts eller, om detta inte gjorts, till tidpunkten för sista accept. Detta gäller däremot inte utan undantag, vilket i och för sig inte framgår av reglerna. När budgivaren förbereder sitt bud är det vanligt att han kontaktar huvudägare i målbolaget för att förmå dem att signera en så kallad ”irrevocable”, ett oåterkalleligt acceptåtagande. Detta görs för att minska budgivarens transaktionsrisk att inte uppnå eventuella mål om acceptgrad.⁴⁶ Även om aktieägaren då fortfarande får återkalla sin accept enligt II.8 begår han ett avtalsbrott om han gör det. Om parterna har avtalat om vite kan aktieägaren dessutom bli skyldig att betala detta.

⁴³ Deuschl & Lindstedt, s. 43.

⁴⁴ Se kommentaren till II.4.

⁴⁵ Sjöman & Skog, s. 195.

⁴⁶ Nordfäldt Laws & Stråth, not 7.

3 Det svenska takeover-regelverket

Företagsförvärv genom offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden har länge varit vanligt världen över. Till följd av detta växte regelsystem fram på nationell nivå för att reglera sådana erbjudanden. Regelsystemen liknade varandra i vissa avseenden, men skilde sig också åt på viktiga punkter, varför EU 2004 antog ett harmoniseringsdirektiv om regleringen av takeover-erbjudanden: Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG, Takeover-direktivet. Direktivet skulle vara genomfört i medlemsstaterna den 20 maj 2006 och syftade i första hand till att garantera skydd och rättvis behandling för aktieägare i målbolag, men även att möjliggöra sunda omstruktureringar i näringslivet. Direktivet är ett så kallat minimidirektiv, vilket innebär att medlemsländerna får införa mer långtgående regler.⁴⁷ Generellt ska direktiv om inget annat framgår genomföras genom nationellt bindande regler, exempelvis lag. Takeover-direktivet var annorlunda på den punkten, det kunde nämligen (med hänvisning till den välfungerande brittiska Takeover Code) genomföras genom självreglering. Detta förutsatt att sådan självreglering hade fastställts av organisationer som officiellt bemyndigats att reglera marknaderna för takeover-erbjudanden. Vidare krävdes att medlemsstaterna utsåg en eller flera tillsynsmyndigheter, vilka skulle vara antingen offentliga myndigheter eller privata organ som godkänts i nationell lagstiftning eller av offentliga myndigheter som enligt nationell lagstiftning uttryckligen har bemyndigats till detta.⁴⁸ Utredningen inför direktivets införlivande visade att Sverige, efter flera decennier av omfattande takeover-aktivitet, redan hade en utvecklad självreglering på området. Lagstiftaren ville därför så långt som möjligt bevara denna ordning i stället för att ersätta den med en helt lagbaserad reglering.⁴⁹

Den svenska regleringen byggde vid denna tid alltså inte främst på lag, utan på självreglering. Den huvudsakliga regleringen fanns i Näringslivets börskommittés (NBK) regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv, även dessa inspirerade av brittiska Takeover Code.⁵⁰ För att uppfylla takeover-direktivets krav behövde Sverige därför i vissa delar lagreglera fenomenet, vilket gjordes genom LUA. LUA var nödvändigt för att regleringskompetensen på området skulle kunna överlämnas till privaträttsliga organ, eftersom direktivet förutsatte att sådan överlämning skedde med stöd i lag eller förordning. På så sätt gav LUA den svenska självregleringen en principiell offentlig legitimitet som tidigare saknats. Lagen kan sägas dels återge huvuddragen i takeover-reglerna, dels på ett mer detaljerat plan fastslå regler i situationer där sanktioner kan följa. Dessutom är LUA en förutsättning för självregleringen

⁴⁷ SOU 2005:58, s. 47 f.

⁴⁸ SOU 2005:58, s. 69 f.

⁴⁹ SOU 2005:58, s. 75.

⁵⁰ SOU 2005:58, s. 48 f.

genom takeover-reglerna samt för att dessa ska kunna tillämpas av Aktiemarknadsnämnden efter delegering.⁵¹

Det svenska takeover-regelverket kan idag beskrivas som ett system där offentlig rätt och privaträttslig reglering samverkar, med Aktiemarknadsnämnden som den mest centrala rättstillämparen i praktiken. En analys av regelverket kräver därför att man beaktar rättstillämpare, rättskällor och den särskilda betydelsen av begreppet god sed på aktiemarknaden.⁵²

3.1 Självregleringen och takeover-reglernas grundläggande principer

I dagsläget har utgivandet av reglerna tagits över av Aktiemarknadsnämndens självregleringskommitté (ASK) med Aktiemarknadsnämnden som huvudsaklig tillämpare. Aktuell version av takeover-reglerna hittas på ASK:s hemsida med den senaste uppdateringen 1 juli 2025.⁵³ Den huvudsakliga materiella takeover-regleringen återfinns alltså i dessa takeover-regler och eftersom de reglerade marknader som reglerna tillämpas på är privaträttsliga aktörer har de inte någon omedelbart bindande verkan. De behöver därför göras avtalsrättsligt bindande. Denna avtalsrättsliga bundenhet ingås på tre sätt: (i) genom budgivarens åtagande gentemot börsen att följa takeover-reglerna, (ii) genom budgivarens inkorporering av reglerna i sitt avtalsrättsligt bindande anbud till aktieägarna i målbolaget och (iii) genom målbolagets åtagande gentemot börsen att följa dess regelverk.

Takeover-reglerna bygger på allmänt formulerade principer i reglernas inledande avsnitt. Dessa principer kan sammanfattas som krav på likabehandling av aktieägare, tillräcklig tid och information för att fatta välgrundade beslut om erbjudandet, att målbolagets styrelse ska agera med beaktande av bolagets helhetsintresse och inte förvägra aktieägarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet, samt att marknaderna inte får otillbörligen påverkas på ett sätt som leder till konstlade rörelser i aktiekurser. Dessutom får budgivaren först tillkännage erbjudandet efter att ha säkerställt finansiering, och erbjudandet får inte påverka målbolagets möjlighet att bedriva verksamhet under längre tid än vad som är nödvändigt.⁵⁴ Principerna går att härleda till att aktiemarknaden kräver allmänhetens förtroende för att fungera, vilket innebär att alla deltagare i budprocessen måste undvika åtgärder som kan äventyra detta förtroende.⁵⁵

⁵¹ Stattin, s. 112 f.

⁵² Bexhed, s. 53; Stattin, s. 101 ff.

⁵³ Aktiemarknadens självregleringskommitté, *Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM*.

⁵⁴ Se inledningen till takeover-reglerna.

⁵⁵ Stattin, s. 119.

3.2 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden är den viktigaste aktören på den svenska aktiemarknaden och spelar särskilt stor roll i svensk takeover-rätt. Nämnden tillkom år 1986 på initiativ av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare, med stark inspiration från engelska Takeover Panel. Numera är nämnden en del av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (Föreningen) och är enligt Föreningens stadgar inte en självständig juridisk enhet, utan ingår som en organisationsdel i Föreningen. Nämnden består av ordförande, vice ordförande och högst 22 övriga ledamöter, varav flertalet har juridisk utbildning och erfarenhet. Det är tillåtet för ledamöterna att ha andra uppdrag, varför en del av ledamöterna kan sägas vara oberoende i förhållande till branschintressen, medan andra har en mer eller mindre tydlig koppling till olika aktörer och intressen på aktiemarknaden.⁵⁶

När man talar om Aktiemarknadsnämndens kompetens är det viktigt att skilja mellan dess formella kompetens och dess materiella kompetens. Nämnden hämtar sin kompetens från tre håll: Finansinspektionen, de svenska börserna Nasdaq Stockholm och NGM, samt Föreningens stadgar.⁵⁷

3.2.1 Aktiemarknadsnämndens formella kompetens

För delegering från Finansinspektionen följer av 7 kap. 10 § LUA att Aktiemarknadsnämnden kan tilldelas uppgifter, som att förlänga tidsfrister för att upprätta en erbjudandehandling och ansöka om att den ska godkännas, hantera vissa frågor om närståendes budplikt, lämna besked om budpliktens lämplighet, bedöma om en åtgärd strider mot bestämmelser om försvarsåtgärder samt medge undantag från budplikt och försvarsåtgärder.⁵⁸ Att sådan delegering föreligger följer av 14 kap. 1 § Finansinspektionens författningssamling 2007:17. De beslut som nämnden fattar enligt denna delegering kan överklagas till Finansinspektionen som första instans och vidare till förvaltningsdomstolarna som övre instans enligt 8 kap. 1 § LUA.

Vid sidan av Finansinspektionens delegering har de svenska börserna delegerat till Aktiemarknadsnämnden att besluta om undantag från takeover-reglerna och att uttala sig om hur reglerna ska tolkas och tillämpas i enskilda fall. Som nämnts i avsnittet direkt ovan är denna delegering avtalsrättsligt baserad och nämnden fungerar som ett ombud för börserna. Eftersom takeover-reglerna på så sätt blir avtalsinnehåll mellan aktiemarknadsbolag och börserna, och nämnden i tolknings- och tillämpningsfrågor agerar på börsens vägnar, går det inte att överklaga dessa uttalanden. Detta följer även av § 21 a Föreningens stadgar. För att få möjlighet till rättslig prövning krävs i stället att

⁵⁶ Stattin, s. 101 f.

⁵⁷ Stattin, s. 102 f.

⁵⁸ Aktiemarknadsnämnden, *Vårt uppdrag*.

börsbolaget (eller annan sökande) för talan mot respektive börs om avtalsbrott, snarare än mot Föreningen i rollen som nämndens huvudman.⁵⁹

Stattin framhåller att frånvaron av överklagandemöjlighet i dessa fall inte nödvändigtvis innebär att rättslig prövning saknas. Enligt honom förändras endast sättet att få nämndens beslut rättsligt prövat, eftersom nämnden agerar på börsens uppdrag och besluten därför får en avtalsrättslig struktur.⁶⁰ Jag menar däremot att det är en förenklad tolkning. På ytan stämmer det att det bara är prövningsvägen som förändras, men jag vill argumentera för att så inte är fallet. Hur lång tid ett sådant hypotetiskt överklagande skulle ta i praktiken är svårt att gissa sig till, men tvistemål i domstol är allmänt kända för att kunna dra ut på tiden. Ett antagande om att en överklagandeprocess hade varit snabbare än en avtalstvist i domstol är därför rimligt.

Den huvudsakliga skillnaden mellan ett överklagande och en domstolsprocess är däremot kostnadsfrågan. Sökanden behöver sannolikt ta hjälp av sitt juridiska ombud, möjligen även andra experter, för att formulera sin överklagan. Detta kostar givetvis pengar. Däremot kostar ett överklagande sannolikt inte lika mycket som att tvista mot börsen i domstol. Om sökanden förlorar en sådan avtalstvist kan han dessutom behöva ersätta börsens rättegångskostnader. I det fall sökanden är ett börsbolag löper även aktieägarna risk, eftersom dåliga nyheter (som att befinna sig i en avtalsrättslig tvist med börsen) kan resultera i en negativ utveckling av bolagets aktiekurs. Att tvista på detta sätt innebär därför en större risk både för sökanden och, om sökanden är ett aktiemarknadsbolag, även för dess aktieägare, vilket riskerar att minska benägenheten att få Aktiemarknadsnämndens beslut rättsligt prövat.

I andra frågor än ovan har Aktiemarknadsnämnden en självständig kompetens att pröva frågor om vad som är god sed på aktiemarknaden enligt § 14 i Föreningens stadgar. I en takeover-situation har nämnden alltså endast delegering avseende tolkning och tillämpning av budplikt och försvarsåtgärder som nämnts i avsnittets inledning, nämndens övriga uttalanden bygger i stället på avtalsrättslig grund. Den avtalsrättsliga grunden kan uppstå antingen genom att parterna uttryckligen godtagit nämndens kompetens, ofta genom inregistreringskontrakt på en reglerad marknad, alternativt genom konkludent handlande, alltså att parterna agerar som att nämnden har kompetens. Föreligger varken delegering, ett uttryckligt avtal eller konkludent handlande har nämnden ingen kompetens. Om den ena parten på ett eller annat sätt accepterat nämndens kompetens, men den andra inte gjort det, kan den part som inte accepterat inte heller förväntas rätta sig efter nämnden. Har båda parterna däremot accepterat nämndens kompetens kan dess avgöranden ses som en avtalad tvistlösningsklausul, och parterna måste därför rätta sig efter avgörandet. En part som inte rättar sig efter avgörandet kan därför bryta mot den

⁵⁹ Stattin, s. 103 f.

⁶⁰ Stattin, s. 103 f.

avtalsrättsliga förpliktelse som uppkommit genom accepten av nämndens kompetens.⁶¹

3.2.2 Aktiemarknadsnämndens materiella kompetens

Enligt Stattin bör diskussionen om Aktiemarknadsnämndens materiella kompetens delas upp i två delar, dels vilka typer av aktiebolag som kan bli föremål för nämndens uttalanden, dels vilka materiella frågor som faller inom kompetensen. Av regelsystemets kontext (aktiemarknader) följer att nämndens kompetens omfattar aktiemarknadsbolag i takeover-sammanhang, vilket uttrycks i 13 kap. 8 § VpmL. Även LUA bygger på att offentliga uppköpserbjudanden regleras genom särskilda takeover-regler vid reglerade marknader. Lagen innehåller alltså inte själv den materiella regleringen, utan förutsätter att sådana regler finns och följs inom ramen för självregleringen. Som beskrivits ovan är nämnden den huvudsakliga tillämparen av dessa takeover-regler. Genom Föreningens stadgar går det även att utläsa att nämnden kan uttala sig om förhållanden även för bolag vars aktier är upptagna till handel på svensk MTF, det vill säga en multilateral handelsplattform som inte är en reglerad marknad men där aktier ändå handlas. Nämndens kompetens omfattar också i viss utsträckning utländska bolag med aktier upptagna till handel på reglerade marknader i Sverige, om nämndens bedömning avser en takeover-relaterad åtgärd som ska bedömas enligt svenska regler.⁶²

Av stadgarna framgår även vilka materiella frågor som faller inom Aktiemarknadsnämndens kompetens. Nämnden ska genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden kan också avge yttranden på begäran av en domstol eller annan myndighet, börs eller auktoriserad marknadsplats. Vidare följer att varje åtgärd av ett svenskt aktiemarknadsbolag, eller en aktieägare i sådant bolag, som avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett sådant aktiemarknadsbolag kan bli föremål för nämndens bedömning.⁶³ Nämndens kompetens är således väldigt omfattande.

Stattin beskriver det som att den omfattar snart alla frågor av aktiemarknadsrättslig, bolagsrättslig eller bolagsstyrningskaraktär som ett noterat bolag kan ställas inför. Vidare argumenterar han för att en kompetensbegränsning till aktiemarknadsrättsliga frågor alltför lätt skulle bli skönsmässig och att det är bra att nämnden givits en vid kompetens.⁶⁴ Man får samtidigt inte glömma att nämnden är ett självregleringsorgan och inte en myndighet. Nämndens uttalanden kan få stark normativ verkan i praktiken, och om den uttalar sig i breda bolagsrättsliga eller bolagsstyrningsfrågor riskerar det att indirekt påverka rättsområden som normalt regleras av lagstiftaren. Stattin menar också att en kompetensbegränsning skulle bli ”skönsmässig”. Men paradoxalt nog kan en

⁶¹ Stattin, s. 104 f.

⁶² Se § 15 Föreningens stadgar.

⁶³ Se § 14 Föreningens stadgar.

⁶⁴ Stattin, s. 106 f.

mycket omfattande kompetens också skapa rättssäkerhetsproblem. Om nämnden, som Stattin benämner det, kan pröva ”snart alla frågor” riskerar gränsen för nämndens kompetens att bli oklar.

Aktiemarknadsnämnden riskerar därför att ta upp frågor som egentligen hör hemma i domstol, samtidigt som det kan bli oklart vilka normer som faktiskt gäller. Traditionellt avgörs bolagsrättsliga frågor av en myndighet, vars beslut kan överklagas till domstol.⁶⁵ Om nämnden uttalar sig i dessa frågor kan det skapa en parallell normbildning, vilket kan leda till att marknaden följer nämnden även om rättsläget enligt lag eller domstolspraxis är oklart. På så vis riskerar myndigheter och domstolar att indirekt påverkas av självregleringspraxis, vilket väcker frågan om det är lämpligt att ett självregleringsorgan ges ett så omfattande inflytande över normbildningen. Samtidigt bör man inte glömma att aktiemarknaden är både snabb och komplex, vilket underlättas om normerna är anpassningsbara. Att reglera ett sådant fenomen genom självreglering kan därför vara positivt för marknaden, eftersom självregleringen kan vara både snabbare och mer praktiskt förankrad än lagstiftning. Detta förutsätter dock att nämndens kompetens inte blir så omfattande att gränsen mellan självreglering och lagstiftning blir oklar.

3.3 God sed på aktiemarknaden

I takeover-rätten får begreppet ”god sed på aktiemarknaden” en betydande roll, vilket avspeglas inte minst genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden.⁶⁶ Men att bestämma vad god sed innebär i enskilda aktiemarknadsrättsliga frågor är svårt, vilket får praktisk betydelse i takeover-situationer eftersom nämnden är den instans som bestämmer begreppets norminnehåll.⁶⁷ God sed i svensk aktiemarknadsrätt kan förstås både som ett deskriptivt uttryck för praxis hos ett representativt urval av aktörer, men även som ett normativt uttryck för hur dessa aktörer bör agera. I en situation då det finns ett organ som övervakar efterlevnaden av god sed, såsom Aktiemarknadsnämnden, får den normativa sidan större betydelse. Genom nämndens övervakning och uttalanden skapas en tydlig praxisbildning som beskriver ett slags standard för vad som är god sed.⁶⁸

Den deskriptiva sidan återfinns både i avsnitt 7.34 i Stockholmsbörsens börsregler och i kapitel 5 i NGM:s börsregler. Skrivelserna i de båda reglerna är närmast identiska och stadgar att om emittenten (utgivaren av aktierna) åsidosätter tillämplig lag, andra förordningar, börsens regelverk eller god sed på aktiemarknaden får börsen, om överträdelsen är allvarlig, besluta att avnotera aktierna eller i andra fall ålägga emittenten att betala vite (det är viktigt att poängtera att Aktiemarknadsnämnden själv inte kan utdöma några sådana

⁶⁵ Se exempelvis 31 kap. ABL.

⁶⁶ Se kap. 4 & 5.

⁶⁷ Aktiemarknadsnämnden, *Om Aktiemarknadsnämnden*; Deuschl & Lindstedt, s. 43.

⁶⁸ Stattin, s. 141

sanktioner, endast rikta kritik).⁶⁹ Detta förtydligas i avsnitt 7.36 i Stockholmsbörsens regelverk, där det framgår att begreppet god sed avser aktuell gängse praxis för emittenters uppträdande på aktiemarknaden. Sådan gängse praxis kan till exempel komma till uttryck genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden.

Reglerna illustrerar den skillnad mellan begreppets deskriptiva och normativa sida som Stattin diskuterar. Den deskriptiva sidan uttrycks genom börsens regler och hänvisar till den praxis som utarbetas av nämnden. Stattin menar däremot att regleringen av ”god sed” i Stockholmsbörsens regler är problematisk eftersom den, åtminstone enligt 7.36, avser god sed i just dess deskriptiva mening, det vill säga som en hänvisning till faktiskt förekommande praxis. Samtidigt fungerar systemet i praktiken även normativt, genom att exempelvis nämnden genom sina offentliga uttalanden anger hur börsens aktörer bör agera, även innan sådan praxis har etablerats.⁷⁰ Stattins resonemang kan förstås som att regeln skapar ett slags rättssäkerhetsproblematik. Om sanktionerna enligt börsreglerna kan grundas även på deskriptiva uttalanden, trots att regeln bara hänvisar till praxis, blir det oklart för börsens aktörer vilka beteenden som faktiskt kan mötas av sanktioner, vilket av förklarliga skäl är problematiskt. Rättsläget är därför, enligt Stattin, oklart. Bedömningen beror därför ytterst på om rättstillämparen intar en mer avtalsrättslig syn, där både deskriptiva och normativa inslag kan inrymmas och därmed få konsekvenser, eller en mer straffrättslig syn där kraven på tydlighet och förutsebarhet är högre.⁷¹

Enligt Stattin bör culpafrågan diskuteras när en aktör inte följer god sed, eftersom begreppet god sed inte alltid ger ett tydligt svar på vilket handlande som krävs. En eventuell tillämpning av culpa i frågor om god sed går att applicera både på situationer där etablerad praxis inte följs och på situationer där ett icke önskvärt agerande förekommer.⁷² Med tanke på god sed-begreppet och svårigheten att definiera det menar jag att Stattins idé om en culpa-bedömning är rimlig. Ordet *sed* kan beskrivas som ett allmänt vedertaget sätt att handla och bete sig i ett visst avseende hos ett visst kollektiv.⁷³ Aktiemarknadsnämnden har enligt § 14 i Föreningens stadgar i uppgift att uttolka och utveckla god sed. Det kan beskrivas som ett slags stävande av oönskat beteende, vilket samspelar väl med tanken om en culpabedömning även i frågor om god sed. Definitionen av begreppet ”sed” exkluderar inte oönskade sätt att handla eller bete sig, medan ”god sed” gör det. Vårdslöst agerande som riskerar negativa konsekvenser för andra aktörer inom kollektivet bör därför motverkas. Därför är det rimligt att bedömningen av god sed görs inte bara

⁶⁹ Bexhed, s. 53 f.

⁷⁰ Stattin, s. 141 f.

⁷¹ Stattin, s. 142.

⁷² Stattin, s. 143.

⁷³ Arvidsson, s. 198 f.

utifrån uttryckliga förbud i nämndens praxis utan även i förhållande till sådant culpöst agerande som ännu inte prövats.

Som beskrivet ovan ska Aktiemarknadsnämnden enligt stadgarna uttolka och utveckla god sed. Detta sker genom uttalanden där nämnden både tillämpar och utvecklar begreppet. Nämnden ställs vanligen inför en av fyra följande situationer: en överträdelse, kringgående av gällande rätt, handlingar som inte anses förenliga med god sed trots att de inte är kringgåenden, och situationer där det inte finns någon direkt ledning att hämta i andra källor.⁷⁴

Överträdelser

Inledningsvis kan sägas att det inte är förenligt med god sed att överträda gällande rätt. Begreppet gällande rätt ska i sammanhanget inkludera såväl tillämplig lag och praxis som etablerade principer, till exempel sådana som kommit till uttryck i avgöranden från börserna eller Aktiemarknadsnämnden. I AMN 2002:7 ville sökanden genomföra en kvittningsemission gentemot sina skuldebrevsinnehavare i ett rekonstruktionsförfarande. Nämnden menade att detta riskerade att strida mot generalklausulen i nuvarande 7 kap. 47 § aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) genom att ge en otillbörlig fördel åt de aktuella fordringsägarna och samtidigt vara till nackdel för aktieägarna. Därför ansågs kvittningsemissionen strida mot god sed på aktiemarknaden. Nämnden utvecklade detta ytterligare genom att säga att åtgärder som ligger i riskzonen för att vara otillåtna enligt generalklausulen i ABL normalt inte kan vara förenligt med god sed.⁷⁵

Kringgåenden

Om något strider mot gällande rätt är lättare att avgöra än om något kringgår gällande rätt. Ännu svårare är däremot att avgöra när ett sådant kringgående strider mot god sed. Det går att argumentera för att kringgående av gällande rätt till sin natur strider mot god sed. Stattn håller inte med. Han argumenterar, ur ett slags legalitetsprincipiellt perspektiv, för att de handlingar eller åtgärder som inte träffas av ett förbud inte heller är förbjudna.⁷⁶ Som utgångspunkt framstår detta som rimligare än motsatsen. Självklart finns det kringgåenden som borde anses strida mot god sed, men det finns kringgåenden som inte borde göra det. Ett exempel på detta är så kallad due diligence (företagsgenomsyn inför ett förvärv). I dagsläget är due diligence tillåtet eftersom det kan motiveras med hänvisning till intressentskyddsmodellen i aktiebolagsrätten och aktiemarknadsrätten. Om ett regelrätt förbud mot alla kringgåenden hade aktualiserats hade det träffat möjligheten att genomföra due diligence, något som hade fått stora konsekvenser för takeover-marknaden.⁷⁷ För att undvika detta behöver en bedömning göras inte bara om det rör sig om ett kringgående, utan om kringgåendet strider mot god sed. Ledning går att finna

⁷⁴ Stattn, s. 144.

⁷⁵ Stattn, s. 144.

⁷⁶ Stattn, s. 145.

⁷⁷ Stattn, s. 145.

i AMN 2002:1, där Aktiemarknadsnämnden slår fast att ett agerande, trots att det inte uttryckligen är förbjudet enligt relevant lagstiftning, kan anses strida mot god sed om agerandet inte följer lagens syfte.

Oönskade ageranden

God sed kan även överträdas utan att något faktiskt kringgående av lag föreligger. Handlingar som är tillåtna enligt exempelvis ABL kan anses strida mot god sed, om de framstår som olämpliga eller riskerar att skada grundläggande skyddsintressen, som aktieägarnas ställning. I sådana situationer fungerar god sed som ett kompletterande normsystem där Aktiemarknadsnämnden kan utveckla principer som går längre än lagens minimikrav, exempelvis genom att inta en mer restriktiv hållning eller fylla luckor i regelsystemet utifrån dess syften.⁷⁸

Oreglerade ageranden

Även i situationer där ett visst agerande framstår som oreglerat i lag kan god sed tillämpas. I sådana fall kan Aktiemarknadsnämnden skapa normer med svag eller indirekt koppling till befintliga regler, ofta genom att analogt utgå från bakomliggande principer. Det möjliggör att skyddsändamålet får genomslag även när uttrycklig reglering saknas, vilket innebär att god sed även har en normskapande funktion för att hantera nya eller oreglerade situationer.⁷⁹

⁷⁸ Stattin, s. 146 ff.

⁷⁹ Stattin, s. 149 f.

4 Tillåtligheten av fullföljandevillkor

Av II.4 följer att budgivaren som huvudregel får ställa upp fullföljandevillkor, om de är objektivt verifierbara. Utöver kravet på objektivitet framgår att villkor som ställs upp måste vara enkla och tydliga så att målbolagets aktieägare kan förstå innebörden av dem. I kapitlet kommer dessa krav att redogöras för och exemplifieras genom relevanta uttalanden från Aktiemarknadsnämnden.

4.1 Objektivitetskravet

Av kravet på objektivitet följer att ett fullföljandevillkor måste kunna bedömas objektivt. Det innebär bland annat att budgivaren inte får ställa upp ett villkor och samtidigt förbehålla sig rätten att själv avgöra om villkoret är uppfyllt. Innan de nya takeover-reglerna infördes var det vanligt att takeover-erbjudanden villkorades av att förvärvet *enligt köparens bedömning* inte helt eller delvis omöjliggörs eller väsentligt försvåras till följd av exempelvis lagstiftning eller domstolsavgörande. Eftersom budgivarens bedömning utgör ett exempel på subjektiv bedömning är sådana skrivelser inte längre tillåtna. Inte heller villkor där exempelvis resultatet av due diligence-undersökningen blir *tillfredsställande* accepteras, på grund av sin subjektiva natur.⁸⁰ Det är också viktigt att poängtera här att alla subjektiva skrivningar inte är förbjudna, endast sådana som är beroende av budgivarens bedömning. Subjektiva värdeord som ”väsentlig” eller ”allvarlig” är inte nödvändigtvis förbjudna. Så länge skrivelsen inte är så obestämd att aktieägarna inte kan förstå den principiella och konkreta innebörden, samt kan göra en objektiv bedömning av villkorets uppfyllnad är villkoret tillåtet.⁸¹ Det finns dock ett undantag, det är när villkoret gäller myndighetstillstånd. I en sådan situation är det tillåtet för budgivaren att villkora fullföljandet med att han får myndighetstillstånd på sådana villkor att det enligt budgivaren inte på ett väsentligt negativt sätt påverkar förvärvet. Detta undantag är tillämpligt så snart det står klart att myndigheten inte kommer att lämna tillståndet på villkor som är acceptabla för budgivaren, vilket kan vara innan det slutliga tillståndsbeslutet. Trots den subjektiva bedömningen behöver budgivaren i dessa fall visa att den bristande uppfyllelsen får väsentligt negativ betydelse för förvärvet.⁸²

Det är däremot inte bara budgivarens möjlighet att subjektivt tolka utfallet av villkoret som är förbjudet, han får inte heller ha ett avgörande inflytande över villkorets uppfyllande. Det betyder att uppställda villkor inte får vara utformade så att budgivaren i praktiken fritt kan välja om erbjudandet ska fullföljas. Exempel på sådana förbjudna villkor är att förvärvet villkoras av att budgivaren ska genomföra vissa verksamhetsförändringar, till exempel avyttra ett dotterbolag eller ingå samarbetsavtal med tredje part.⁸³ Följande

⁸⁰ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 24.

⁸¹ Sjöman & Skog, s. 189.

⁸² Nyström, Ohlsson & Skog, s. 27; Stattin, s. 357; Se vidare kap. 5.

⁸³ Nyström, Ohlsson & Skog, s. 25.

redogörelse kommer att exemplifiera objektivitetskravet för att skapa en djupare förståelse av det.

4.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 *Perstorps Intressenter*

I Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 behandlades bland annat objektivitetsfrågan, utan att det fanns stöd i dåvarande takeover-reglering. Eftersom det inte fanns något stöd för objektivitetskravet såg nämnden till Storbritannien och hämtade ledning från dess Takeover Code. Att nämnden tillåts tolka svensk takeover-rätt utifrån dess brittiska motsvarighet går att härleda dels till att europeisk takeover-rätt överlag är kraftigt inspirerad av just den brittiska takeover-rätten, dels att nämnden i oreglerade situationer kan skapa normer genom att utveckla god sed. Eftersom många av takeover-rättens grundläggande principer härstammar från den brittiska takeover-rätten framstår beslutet som välmotiverat. Nämnden fastslog därför att objektivitetskravet gäller även i svensk takeover-rätt.

I den aktuella situationen hade Perstorps Intressenter (budgivaren) förenat sitt offentliga uppköpserbudande av Perstorp AB (målbolaget) med fullföljande-villkor om bland annat att finansieringsavtalet mellan budgivaren och dess finansiär uppfylldes och att lånet därför betalades ut. Finansieringsvillkoren innebar att lånet inte skulle betalas ut om målbolagets verksamhet och finansiella ställning i väsentlig omfattning påverkades negativt innan uppköpserbudandets fullföljande. Nämnden menade att en sådan skrivning var för allmänt formulerad. För att vara godtagbart måste ett villkor som tar sikte på negativa förändringar i målbolaget ange mer specifikt vilka omständigheter som kan ge budgivaren rätt att återkalla budet. Dessutom krävs att det är möjligt för exempelvis en revisor att verifiera att villkoret har eller inte har uppfyllts, exempelvis med hänvisning till en viss minskning i omsättning eller resultat. Det nyinförda objektivitetskravet var därför inte uppfyllt och villkoret fick således inte uppställas.

4.1.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2003:12 *Rambøll*

När det danska bolaget Rambøll (budgivaren) offentliggjorde ett uppköpserbudande för samtliga aktier i det svenska aktiemarknadsbolaget Scandiaconsult (målbolaget) uppstod återigen frågor om objektivitetskravet. Budgivaren skulle finansiera förvärvet genom externa lån och erbjudandet villkorades därför av att långivarna faktiskt betalade ut lånen enligt de kreditlöften som hade lämnats. Kreditlöftena var i sin tur förenade med villkor som innebar att lånet inte skulle betalas ut om det inträffade en oförutsedd händelse utanför budgivarens eller målbolagets kontroll som väsentligt försämrade bolagens likviditet eller resultat. Detsamma gällde om det uppstod en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller på den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter.

Enligt, och med hänvisning till, Perstorpsfallet slog Aktiemarknadsnämnden fast att villkor som avser budgivarens eller målbolagets ekonomiska utveckling är tillåtna, om de inte är för allmänt formulerade och den negativa förändringen är objektivt verifierbar för en revisor. Den första delen av villkoret, alltså att det inte inträffar någon oförutsedd händelse som påverkar budgivarens eller målbolagets likviditet eller resultat väsentligt negativt, var därför tillåten enligt nämnden. Villkoret ansågs också vara tillräckligt utvecklat för att målbolagets aktieägare skulle förstå dess principiella innebörd, alltså vilka omständigheter som kunde ge budgivaren rätt att återkalla budet. Likviditet och resultat går dessutom att fastställa objektivt, genom att jämföra bolagens tidigare redovisade likviditet och resultat.

Den andra delen av villkoret, att en oförutsedd händelse orsakar en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter, var däremot inte tillåten. Villkoret var, på samma sätt som i Perstorpsfallet, så allmänt hållet att det i praktiken skulle vara svårt att bedöma dess uppfyllande och svårt för målbolagsaktieägarna att förstå villkorets principiella innebörd. Aktiemarknadsnämnden behandlade alltså även kravet på enkelhet och tydlighet för första gången, vilket kommer att redogöras för i avsnitt 4.2.

4.1.3 Kommentar

Aktiemarknadsnämndens uttalanden i Perstorps- och Rambøllfallet klargör till viss del när det objektivt kan fastställas om ett fullföljandevillkor är uppfyllt. I Perstorpsfallet löd villkoret *målbolagets verksamhet och finansiella ställning inte i väsentlig omfattning påverkas negativt innan erbjudandet fullföljs*, och i Rambøllfallet *en oförutsedd händelse som påverkar budgivarens eller målbolagets likviditet eller resultat väsentligt negativt*. Det första är inte tillåtet eftersom det ansågs vara för allmänt hållet. Det andra är däremot tillåtet trots att skillnaderna, vid första anblick, är väldigt små. Villkoret i Rambøllfallet avser förvisso både budgivaren och målbolaget, men i övrigt bör begreppen likviditet och resultat anses falla inom begreppen verksamhet och finansiell ställning. Skillnaden är därför just detta, att likviditet och resultat faller inom kategorierna verksamhet och finansiell ställning, men att verksamhet och finansiell ställning inte faller inom likviditet och resultat. I och med specificeringen av just likviditet och resultat är det möjligt för en revisor att fastställa huruvida dessa påverkats väsentligt negativt under den aktuella perioden. Kravet på objektivitet är därför uppfyllt i det ena fallet, men inte i det andra.

Jämförelsen av de två fallen fungerar därför som en tydlig vägledning för objektivitetskravet. Trots att villkor vid första anblick är snarlikt utformade kan Aktiemarknadsnämndens bedömning skilja sig, beroende på hur specifikt villkoret är. Syftet med ett sådant specifikationskrav är att aktieägarna ska kunna förstå hur sannolikt det är att erbjudandet kommer att fullföljas och på så sätt kunna fatta ett välgrundat beslut. Att en revisor sannolikt hade kunnat

avgöra om ett målbolags verksamhet och finansiella ställning utvecklats negativt spelar därför ingen roll, eftersom bestämmelsen syftar till att skydda aktieägarna, inte revisorn. Att förtydliga enligt vilka parametrar en sådan bedömning kommer att göras är därför väsentligt.

Aktiemarknadsnämndens fåordighet och bedömning av villkoren aktualiserar också frågor om förutsebarhet. Av takeover-reglerna och deras kommentarer, samt i efterhand praxis från Perstorpsfallet, framgår att villkoret måste vara konkretiserat för att vara tillåtet. Var denna gräns mellan tillåtna och otillåtna villkor går är däremot inte klar. Bortsett från att villkoret ska kunna verifieras av en revisor fanns vid Rambøllfallet ingen ytterligare information om vad som krävdes för att uppfylla objektivitetskravet. Det var därför inte självklart, och är enligt mig fortfarande inte självklart var gränsen går. I Rambøllfallet godtog nämnden att villkoret specificerades genom hänvisning till likviditet och resultat, men att gränsen gick där var inte möjligt att veta på förhand. Det fanns ingenting som sa att det inte krävdes att sådan specificering även inkluderade exempelvis mätperiod eller tillåten grad av avvikelse, även om det senare sannolikt hade träffats av väsentlighetskravet.⁸⁴ På ett ironiskt sätt går det därför att argumentera för att nämnden, till följd av sin egen fåordighet, inte uppfyller kravet på enkelhet och tydlighet (vilket redogörs för nedan). På så sätt begränsar objektivitetskravet inte bara budgivarens handlingsfrihet, utan visar också att normbildningen på området sker genom nämndens uttalanden.

Drar man detta ett steg längre går det att argumentera för att oklarheten kring objektivitetskravet påverkar balansen mellan budgivarens handlingsfrihet och aktieägarnas skyddsintresse. Kravet på objektivitet stärker förutsebarheten för aktieägarna, men om det är oklart vad som krävs för att uppfylla kravet blir rättsläget mindre förutsebart för budgivaren. Jag vill dock poängtera att rättsläget, trots den diskussion som nu förts, framstår som relativt klart. Uppställs fullföljandevillkor för parternas ekonomiska förhållanden måste en revisor kunna verifiera om villkoret är uppfyllt. Vill budgivaren skydda sig mot att målbolaget utvecklas negativt, måste han specificera på vilka grunder en sådan bedömning kommer att göras. Samma krav bör gälla för alla typer av fullföljandevillkor. Rör villkoret myndighetstillstånd behöver budgivaren specificera vilken typ av villkor och från vilken myndighet. Om villkoret i stället syftar till att hindra målbolaget från att vidta åtgärder som kan påverka förutsättningarna för erbjudandet bör det på samma sätt krävas att budgivaren specificerar vilka åtgärder som omfattas. Det kan exempelvis röra sig om nyemissioner eller beslut om utdelning till aktieägarna.

⁸⁴ Se kapitel 5 om väsentlighetskravet.

4.2 Kravet på enkelhet och tydlighet

Kravet på enkelhet och tydlighet behandlades för första gången i Rambøll-fallet, som har redogjorts för ovan. Fullföljandevillkoret var bland annat beroende av om någonting orsakade en allvarlig störning på den nordiska kapitalmarknaden eller den nordiska marknaden för bygg- och teknikkonsulter. Nämnden menade att aktieägarna skulle ha svårt att förstå villkoret, det var därför inte tillåtet. Sjöman & Skog beskriver kravet på enkelhet och tydlighet som att villkoret ska vara begripligt i sin principiella och konkreta innebörd, så att aktieägarna kan göra en objektiv bedömning av villkorets uppfyllnad.⁸⁵ Nedan följer en redogörelse för hur denna bedömning ser ut i praktiken.

4.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2009:11 *Hebi Healthcare*

Efter Rambøll-fallet dröjde det sex år innan Aktiemarknadsnämnden åter prövade frågan om enkelhet och tydlighet. Detta skedde när Hebi Holding AB (HHAB) den 19 januari 2009 lämnade ett offentligt uppköpserbjudande på sitt dotterbolag Hebi Health Care AB (HHC). Erbjudandet var villkorat bland annat av att ett konsortium i Mellanöstern, med vilket HHC diskuterade en eventuell försäljning av Hebi Pharmaceutical Raw Material (Hebi Raw), inte slutförde sina due diligence-arbeten och lämnade ett bud på Hebi Raw som för HHC:s aktieägare var förmånligare än de villkor som HHAB erbjöd för HHC. Anledningen var enligt HHAB att Hebi Raw var HHC:s största tillgång och när konsortiet i Mellanöstern sedermera lämnade ett bud på Hebi Raw återkallade HHAB uppköpserbjudandet.

Villkoret får läsaren att verkligen tänka till en extra gång. Något enklare formulerat gjorde budgivaren sitt bud beroende av om en tredje part lämnade ett bud på målbolagets dotterbolag som för målbolagets aktieägare framstod som mer förmånligt än budgivarens, alltså inte en klassisk konkurrerande budsituation eftersom målet för det konkurrerande budet gällde ett dotterbolag till målbolaget. NGM-börsen, där HHC var noterat, vände sig därför till Aktiemarknadsnämnden för att få svar på om villkoret uppfyllde takeover-reglernas krav på enkelhet och tydlighet.

Aktiemarknadsnämnden godtog inte villkoret, eftersom det inte uppfyllde kravet på enkelhet och tydlighet. Av redogörelsen i avsnitt 2.3 följer att fullföljandevillkor om konkurrerande bud endast i undantagsfall är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. Enligt kommentaren till II.5 förklaras detta med att alternativa betalningsformer och komplexa betalningsmodeller gör att det många gånger är svårt att avgöra om ett erbjudande är förmånligare än ett annat. Problemet här var också att det inte var samma bolag som var föremål för de två buden.

⁸⁵ Sjöman & Skog, s. 189.

För att ett undantag från huvudregeln om konkurrerande buds oväsentlighet ska vara tillämpligt, krävs rimligtvis att den som åberopar undantaget även motiverar varför. I detta ärende hade budgivaren därför varit tvungen att dels specificera enligt vilka parametrar det konkurrerande budets värde skulle bedömas, dels förklara varför ett sådant bud var av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. Detta gjorde inte budgivaren, varför Aktiemarknadsnämnden beslutade att villkoret varken var tillräckligt enkelt och tydligt eller av väsentlig betydelse för förvärvet. Att återkalla budet på grund av ett sådant villkor var därför i strid mot takeover-reglerna. En smidigare lösning för budgivaren hade varit att rikta sitt fullföljandevillkor mot verksamhetsförändringar i målbolaget, snarare än ett konkurrerande bud. Ett konkurrerande bud i sig påverkar inte förutsättningarna för budgivarens förvärv av målbolaget, men om målbolaget vidtar åtgärder som förändrar verksamheten eller dess finansiella ställning blir det lättare att förklara varför villkoret är av väsentlig betydelse. Budgivaren borde därför ha villkorat sitt erbjudande med att målbolaget inte sålde Hebi Raw, och därigenom undvikit att involvera den tredje parten.

4.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:09 DKR

Ytterligare ledning i frågan om fullföljandevillkors enkelhet och tydlighet finns i Aktiemarknadsnämndens uttalande gällande DKR:s erbjudande på NSP.

När det danska bolaget DKR (budgivaren) offentliggjorde ett uppköpserbjudande för samtliga aktier i det svenska börsnoterade aktiebolaget NSP (målbolaget) aktualiserades frågan om ett av budets fullföljandevillkor var tillåtet. Erbjudandet var inte villkorat av att budgivaren skulle bli ägare till mer än 90 procent av det totala antalet aktier i målbolaget, men om budgivaren blev det så var fullföljandet villkorat av att målbolagets borgenärer skulle acceptera en avnotering av målbolaget. Nämnden påpekade att ett sådant fullföljandevillkor inte tidigare förekommit på den svenska aktiemarknaden.

I sitt yttrande till Aktiemarknadsnämnden motiverade budgivaren fullföljandevillkoret med att målbolagets obligationslån, enligt obligationslånens villkor, kunde behöva återbetalas i förtid vid en avnotering. Tidigarelagd återbetalning ansågs påverka målbolagets finansiella ställning negativt, varför budgivaren var mån om att det inte skulle ske vid en avnotering. Nämnden framhöll att fullföljandevillkoret visserligen var objektivt verifierbart, men att det däremot inte var enkelt och tydligt. Det berodde på att motivet som budgivaren lämnat i sitt yttrande inte framgick av budhandlingen, aktieägarna gavs därför inte samma möjlighet att förstå villkorets innebörd som nämnden.

4.2.3 Kommentar

Av de uttalanden som redogjorts för ovan framgår att kravet på enkelhet och tydlighet syftar till att målbolagsaktieägarna ska förstå de villkor som budgivaren ställt. Mot bakgrund av att budgivaren lämnar sitt erbjudande till en

heterogen grupp av aktieägare, som av naturliga skäl har olika kunskaper om ekonomi och juridik, möjliggör kravet på enkelhet och tydlighet att grundprinciperna om likabehandling och aktieägarnas rätt till ett välinformerat beslut upprätthålls. Samtidigt resulterar kravet i att informationsasymmetrin mellan parterna blir mindre.

De redovisade uttalandena från Aktiemarknadsnämnden visar däremot att kravet inte är okomplicerat. I nämndens uttalande om Hebi Healthcare godtog inte nämnden ett villkor för att det ansågs vara för komplext för att aktieägarna skulle kunna överblicka dess innebörd, detta trots att villkoret var konkret. Enligt villkoret skulle budgivaren få återkalla sitt erbjudande på målbolaget om en tredje part lämnade ett bud på målbolagets dotterbolag. Det framgick däremot inte varför ett sådant villkor var nödvändigt, och i vilken utsträckning ett bud på målbolagets dotterbolag skulle påverka budgivarens förvärv. Aktieägarna behöver alltså inte enbart förstå vad villkoret betyder, utan även hur det påverkar budsituationen. Detta pekar på att nämndens bedömning inte bara grundar sig på villkorets språkliga utformning, utan även på dess innebörd och begriplighet. Den avgörande frågan är därför var gränsen går mellan tillåten komplexitet och otillåten otydlighet.

Det takeover-rättsliga området är både finansiellt och juridiskt avancerat, att offentliga uppköpserbjudanden och medföljande fullföljandevillkor innefattar komplexa moment går därför inte att undvika. Av redogörelsen följer därför att nämnden anser att fullföljandevillkor ibland måste få vara komplexa, så länge det inte negativt påverkar aktieägarnas möjlighet att förstå konsekvenserna av det uppställda villkoret. Om objektivitetskravet innebär att de villkor som uppställs är tillräckligt specificerade för att kunna verifieras objektivt, innebär kravet på enkelhet och tydlighet att det även är förstaeligt för aktieägarna i målbolaget. Innebörden av förståelse omfattar inte bara att aktieägarna förstår innebörden av villkoret, utan också varför villkoret är relevant för erbjudandet. Ett tydligt exempel på detta är DKR-fallet. Att målbolagets obligationsinnehavare skulle acceptera en avnotering av målbolaget uppfyller objektivitetskravet, innebörden är också enkel att förstå för målbolagsaktieägarna. Nämnden menade däremot att det inte var tillräckligt att aktieägarna förstod att obligationsinnehavarna behövde acceptera en avnotering, utan budgivaren behövde också förklara varför det var viktigt.

Var gränsen för aktieägarnas förståelse går är därför svårt att avgöra på förhand, något som kan skapa osäkerhet för budgivaren. På samma sätt som objektivitetskravet menar jag att kravet fyller sitt skyddande syfte för aktieägarna. Återigen måste däremot den öppna och situationsbaserade bedömningen problematiseras. Rättsläget för objektivitetskravet är i jämförelse tydligt. Om erbjudandets fullföljande ska villkoras av någon på förhand bestämd händelse behöver denna händelse specificeras. Sjöman & Skog beskriver kravet på enkelhet och tydlighet som att villkoret ska vara begripligt i sin

principiella och konkreta innebörd.⁸⁶ Med bakgrund i Aktiemarknadsnämndens uttalanden, vilka redogjorts för i avsnittet, är detta en något förenklad beskrivning. Av uttalandena följer att det för vissa villkor inte räcker att de är begripliga i sin principiella och konkreta innebörd. Om budgivaren uppställer villkor som avviker från vanligt förekommande villkor måste budgivaren även förklara varför ett sådant villkor behöver uppställas.

Det är problematiskt att Aktiemarknadsnämnden fäster vikt vid hur vanligt förekommande ett villkor är, eftersom förekomsten på marknaden inte nödvändigtvis säger något om hur enkelt och tydligt villkoret är. Ett sådant förhållningssätt innebär att nämnden inte bara bedömer om villkoret är tillräckligt tydligt för aktieägarna, utan också om villkoret framstår som marknadsmässigt " normalt". Jag ifrågasätter om detta är en ändamålsenlig utgångspunkt. Ett villkor kan vara ovanligt men samtidigt begripligt, omvänt kan ett vanligt förekommande villkor vara av stor praktisk betydelse för aktieägarna utan att dess konsekvenser är tydliga. Det är därför inte givet att omfattningen av villkorets förekomst bör vara avgörande för hur långt budgivarens förklaringskyldighet sträcker sig. Ett sådant förhållningssätt riskerar att skapa ett slags presumtion för att vanligt förekommande villkor inte kräver någon förklaring medan ovanliga villkor gör det, vilket i sin tur kan leda till en mer försiktig takeover-marknad. Min bedömning är att ett sådant synsätt kan göra budgivare mer försiktiga vid utformningen av fullföljandevillkor. Om vanligt förekommande villkor kräver mindre förklaring kan budgivare få incitament att använda standardiserade villkor, även i situationer där ett mer ovanligt villkor hade passat bättre. Det kan i sin tur leda till att erbjudanden och fullföljandevillkor utformas mindre träffsäkert och anpassat till den specifika situationen. En sådan utveckling skulle inte nödvändigtvis vara till aktieägarnas fördel, eftersom deras intresse inte ligger i om villkoren är vanliga, utan i att de är tydliga, relevanta för erbjudandet och möjliga att bedöma.

Vidare kan diskuteras om inte nämndens krav på redovisning av motiven bakom ovanliga villkor delvis förskjuter bedömningen från ett krav på tydlighet till ett krav på villkorets legitimitet. Frågan blir då inte bara om aktieägarna kan förstå villkorets principiella och konkreta innebörd utan om de även ska kunna bedöma budgivarens motiv. Jag menar att detta skapar ett gränsdragningsproblem. Av nämndens uttalanden följer inte någon tydlig gräns för hur ingående budgivaren behöver förklara sina motiv, eller vad som krävs för att en sådan förklaring ska vara tillräcklig. Om kravet på enkelhet och tydlighet också omfattar budgivarens bakomliggande motiv riskerar bedömningen att bli än mer oförutsebar, eftersom budgivaren då kan få svårt att på förhand avgöra hur mycket information som krävs för att villkoret ska godkännas. Samtidigt kan det vara svårt för aktieägarna att veta om deras bedömning ska avse villkorets innebörd eller även rimligheten i budgivarens motiv.

⁸⁶ Sjöman & Skog, s. 189.

En rimligare utgångspunkt är att kravet på enkelhet och tydlighet inte knyts till om det aktuella villkoret är vanligt förekommande eller inte. I stället ska bedömningen göras utifrån om villkoret påverkar målbolagsaktieägarnas förutsättningar att ta ställning till erbjudandet på ett välgrundat sätt. Ju större betydelse ett villkor har för erbjudandets genomförande, och ju svårare det är för målbolagsaktieägarna att bedöma villkoret, desto starkare skäl finns det för att budgivaren förklarar vad villkoret betyder. Genom att fokus riktas mot villkoret undviker man att ovanliga villkor ses som problematiska endast på grund av sin ovanlighet, samtidigt som vanligt förekommande villkor kan behöva förklaras om aktieägarna inte kan förstå dem i det enskilda fallet. Det centrala för bedömningen bör därför vara om aktieägarna mot bakgrund av den information som lämnats i erbjudandehandlingen kan förstå både villkorets innebörd och varför villkoret behövs i det aktuella förvärvet.

5 Åberopande av fullföljandevillkor

Enbart att budgivarens fullföljandevillkor uppfyller de formella krav på utformning, som redogjorts för i kapitel 4, innebär inte att budet får återkallas. För att budgivaren ska få åberopa ett sådant villkor och återkalla sitt bud krävs att han dels uppfyllt lojalitetsplikten, dels att villkorets bristande uppfyllelse är av väsentlig betydelse för förvärvet.

5.1 Budgivarens lojalitetsplikt

Av kommentaren till II.4 följer en lojalitetsplikt som innebär att budgivaren måste agera lojalt i förhållande till de fullföljandevillkor som uppställts. Budgivaren får alltså inte själv orsaka att ett villkor inte uppfylls och ska, om och när det är möjligt, aktivt bidra till att förutsättningarna för att fullfölja erbjudandet kvarstår. Stattin menar att budgivaren i praktiken ofta kan påverka många villkor, oavsett vad som sägs i takeover-reglerna. Den lojalitetsplikt som går att utläsa ur kommentarerna innebär i en sådan situation, där budgivaren kan påverka ett villkor, att han lojalt måste verka för att villkoret uppfylls. Budgivaren kan uppfylla lojalitetsplikten exempelvis genom att ansöka om nödvändiga myndighetstillstånd, aktivt arbeta för att kreditvillkoren uppfylls och avstå från att skapa en negativ stämning kring budet.⁸⁷ Lundblad beskriver lojalitetsplikten i en takeover-situation som att budgivaren, trots att ett villkor inte uppfyllts, måste vidta vissa åtgärder för att fullfölja budet.⁸⁸

Kommentaren till II.5 säger vidare att sådant agerande är särskilt viktigt om ett återkallande av erbjudandet skulle vara till nackdel för målbolagets aktieägare. Så kan exempelvis vara fallet om erbjudandet innehåller en betydande premie och aktiekursen därför stiger för att motsvara budpriset. Om ett sådant erbjudande återkallas förlorar befintliga aktieägare möjligheten att sälja till budpriset, samtidigt som de aktieägare som köpt efter budets offentliggörande riskerar att drabbas av en förlust när priset sjunker till följd av att budet återkallas. Lojalitetsplikten sträcker sig däremot inte hur långt som helst. Av samma kommentar följer nämligen att det inte krävs att budgivaren vidtar åtgärder som annat än marginellt skulle fördyra erbjudandet. Budgivaren är inte heller skyldig att förlänga acceptfristen för att uppfylla fullföljandevillkoret, även om det går, annat än om myndighetstillståndsprövningen tar osedvanligt lång tid.

5.1.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:20 *Perstorps Intressenter*

Perstorpsfallet införde inte bara objektivitetskravet i svensk takeover-rätt, det är även första gången nämnden diskuterar frågan om budgivarens lojalitetsplikt i takeover-sammanhang. Det fanns alltså inte någon uttrycklig reglering

⁸⁷ Stattin, s. 356.

⁸⁸ Lundblad, s. 327 ff.

av lojalitetsfrågan i vare sig den dåvarande versionen av takeover-reglerna eller dess kommentarer vid uttalandet.

På samma sätt som i min utredning av målet i avsnitt 4.1.1 utvecklade nämnden begreppet god sed på aktiemarknaden. Nämnden menade att god sed även kräver lojalitetsplikt på samma sätt som följer av den allmänna lojalitetsprincipen i kontraktuella och pre-kontraktuella förhållanden. För att inte agera i strid mot god sed krävs därför att budgivaren aktivt undersöker möjligheten att själv bidra till att villkoret uppfylls.

I målet hade Perstorps Intressenter (budgivaren) förenat sitt offentliga uppköpserbudande av Perstorp AB (målbolaget) med fullföljandevillkor, bland annat att finansieringsavtalet mellan budgivaren och dess finansiär uppfylldes och att krediten därför betalades ut. Finansieringsavtalet innebar att finansiären kunde vägra att betala ut krediten om målbolagets ekonomi väsentligt försämrades innan budgivaren fullföljde erbjudandet.

När det senare stod klart att en av målbolagets verksamhetsgrenar redovisade sämre resultat än väntat meddelade budgivaren, två dagar innan sista acceptdag, att erbjudandet inte skulle fullföljas eftersom finansieringsvillkoret inte uppfyllts. Nämnden fann att återkallelsen stred mot principen om god sed på aktiemarknaden. Detta eftersom budgivaren inte aktivt undersökt möjligheten att själv bidra till att villkoret kunde uppfyllas, vilket inte var förenligt med den lojalitetsplikt som idag uttrycks i kommentaren till II.4. Nämnden lyfte också att sådant aktivt handlande från budgivaren är särskilt viktigt om det återkallade budet skulle vara till, eller av allmänheten skulle kunna uppfattas vara till, budgivarens fördel.

För att ett sådant återkallande skulle vara förenligt med lojalitetsplikten menade Aktiemarknadsnämnden att budgivaren hade behövt försöka förhindra att kreditlöftena återtogs, att få krediterna på modifierade villkor eller exempelvis söka annan finansiering. Aktiemarknadsnämndens uttalande ger i och med detta tydliga exempel på vilken typ av åtgärder som kan uppfylla lojalitetsplikten. Budgivaren ska inte bara avstå från att själv orsaka att ett villkor inte uppfylls, utan behöver i vissa fall också arbeta för att erbjudandet ska kunna fullföljas.

5.1.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2025:45

OsteoCentric

Innan utredningen av detta uttalande kan börja är det relevant att notera att målbolaget (Integrum) inte var noterat på någon av de marknader som regleras av de ”vanliga” takeover-reglerna, i stället lyder bolaget under takeover-reglerna för vissa handelsplattformar. Eftersom de två regelverken i allt väsentligt är identiska påverkar detta inte utredningen. Aktiemarknadsnämndens bedömning grundas därför på samma krav som gäller enligt de vanliga

takeover-reglerna, och utredningens slutsatser kan därför tillämpas även på ärenden som lyder under de vanliga takeover-reglerna.

Det amerikanska bolaget OsteoCentric (budgivaren) lämnade under sommaren 2025 ett offentligt uppköpserbjudande för samtliga aktier i det svenska börsnoterade bolaget Integrum (målbolaget). Erbjudandet villkorades av att det skulle accepteras så att budgivaren skulle bli ägare till mer än 90 procent av det totala antalet aktier i målbolaget. I samband med att erbjudandet offentliggjordes angavs även i pressmeddelandet att den i målbolaget enskilt största aktieägaren, tillika grundare och styrelseledamot, oåterkalleligen åtagit sig att acceptera erbjudandet. Hans andel utgjorde cirka 28 procent av aktierna. Samtidigt hade budgivaren förbehållit sig rätten att dels förlänga acceptfristen, dels fullfölja erbjudandet vid en lägre anslutningsgrad än 90 procent. När resultatet av erbjudandet presenterades meddelade budgivaren att erbjudandet accepterats till 69 procent, varför den inte tänkte fullfölja erbjudandet. Att erbjudandet inte nådde en högre anslutningsgrad berodde uteslutande på att budgivaren inte inkluderat huvudägarens aktier i beräkningen, om huvudägarens aktier hade räknats med hade budgivaren blivit ägare till 97 procent av det totala antalet aktier. Att huvudägarens aktier inte räknades med berodde på att han i sin anmälan uppgett felaktiga uppgifter om sitt värdepapperskonto, men detta till trots lämnat sin accept av erbjudandet i tid. Till följd av de felaktiga uppgifterna godkände inte budgivaren huvudägarens accept.

Vid första anblick är budgivarens beslut att återkalla sitt bud med hänvisning till det icke uppfyllda kravet på 90 procent anslutning både acceptabelt och riktigt, men det är inte fullt så enkelt. Med Perstorpsfallet i åtanke måste budgivaren dels aktivt undersöka möjligheten att själv bidra till villkorets uppfyllande, och om det är möjligt aktivt verka för detsamma. I målet prövade därför Aktiemarknadsnämnden om budgivaren hade agerat tillräckligt lojalt för att försöka rädda erbjudandet.

Budgivaren menade i sin efterföljande kommunikation med Aktiemarknadsnämnden att man vid flera tillfällen försökt kontakta aktieägaren via settlementbanken (den bank som sköter utbytet av pengar och aktier i en takeover-situation). Man hade även involverat aktieägarens kontaktperson på den bank som tillhandahöll värdepapperskontot i vilket huvudägarens aktier fanns. Budgivaren menade därför att man uppfyllt lojalitetsplikten.

I sitt yttrande till Aktiemarknadsnämnden bestred huvudägaren de omständigheter som åberopats av budgivaren, han hade inte blivit kontaktad av budgivaren eller settlementbanken. Han framhöll att frågan i ärendet inte var om hans accept var felaktig, det var ostridigt, utan om budgivaren uppfyllt sin skyldighet att verka för att erbjudandet skulle fullföljas. Huvudägaren framhöll vidare att en sådan skyldighet rimligtvis förstärks när en huvudägare oåterkalleligen åtagit sig att acceptera erbjudandet och att enbart kommunicera via settlementbanken inte uppfyller denna skyldighet. Något försök att

kontakta målbolaget eller huvudägaren personligen hade inte skett. Den korrespondens som budgivaren hänvisade till rörde bara settlementbanken och huvudägarens bank, detta trots att budgivaren och huvudägaren haft omfattande direkt kontakt tidigare i processen. Han menade därför att budgivaren inte gjort tillräckligt för att huvudägaren skulle kunna rätta till ett formaliafel som i sammanhanget var enkelt att avhjälpa, trots att huvudägarens deltagande var avgörande för att villkoret skulle uppfyllas.

Aktiemarknadsnämnden konstaterade att en budgivare visserligen får uppställa fullföljandevillkor om minsta acceptabla anslutningsgrad, men framhöll samtidigt skyldigheten att i så fall verka för att sådana villkor uppfylls. Nämnden menade också att skyldigheten förstärks när en huvudägare lämnat ett oåterkalleligt acceptåtagande och den låga acceptgraden är hänförlig till dennes aktier. Budgivaren ansågs därför ha återkallat sitt erbjudande i strid mot god sed på aktiemarknaden och takeover-reglerna. För att uppfylla lojalitetsplikten menade nämnden att budgivaren var skyldig att åtminstone kontakta huvudägaren eller dennes juridiska ombud direkt för att kunna lösa problemet.

5.1.3 Kommentar

Budgivarens lojalitetsplikt i förhållande till uppställda fullföljandevillkor framstår som mindre tydligt reglerad än övriga krav som behandlas i uppsatsen. Till skillnad från de andra kraven, vilka har ett tydligt stöd i takeover-reglerna och kommentarerna, får lojalitetsplikten huvudsakligen stöd från principen om god sed på aktiemarknaden.

Lojalitetsplikten innebär att budgivaren inte kan vara passiv eller agera utifrån renodlade egenintressen i förhållande till de fullföljandevillkor som uppställs. Även om det uppställda villkoret inte uppfylls krävs att budgivaren inte själv bidrar till eller underlåter att motverka bristen. Det innebär att bedömningen inte bara ska bygga på villkorets innehåll, utan även på budgivarens agerande. På så sätt ges lojalitetsplikten en annan karaktär än de övriga kraven. Objektivitets- och tydlighetskravet är huvudsakligen inriktade på villkoret, medan lojalitetsplikten i stället reglerar budgivarens handlande under budprocessen. Det är däremot viktigt att poängtera att lojalitetsplikten kräver att budgivaren ska undersöka möjligheterna att bidra till att villkoret uppfylls, men den innebär inte en skyldighet att garantera att villkoret faktiskt uppfylls. Om fullföljandevillkoret exempelvis avser myndighetstillstånd krävs det att budgivaren ansöker om sådana tillstånd, men inte att han garanterar att tillståndet beviljas.

På samma sätt som för de andra kraven ifrågasätter jag dock hur förutsebart rättsläget är. Eftersom lojalitetsplikten inte är uttryckligen preciserad, och att det i kommentarerna endast står att budgivaren *självfallet är skyldig att verka för villkorens uppfyllnad*, är det svårt att på förhand avgöra hur långt budgivarens skyldighet sträcker sig. Därtill har nämnden bara uttalat sig två gånger

och OsteoCentric-fallet måste ses som en ovanlig situation. Att en sådan situation skulle uppstå igen framstår som osannolikt. Kombinationen av ett oklart handlingskrav och begränsad praxis gör det svårt för budgivaren att på förhand veta vad lojalitetsplikten kräver. Aktiemarknadsnämndens uttalanden ger i och för sig viss vägledning om vad lojalitetsplikten kräver. Av Perstorps-fallet följer att budgivaren kan behöva försöka rädda finansieringen, och av OsteoCentric-fallet att budgivaren inte passivt får utnyttja ett avhjälpbart formaliafel. Samtidigt är det svårt att på förhand avgöra hur långt skyldigheten sträcker sig i andra situationer. Nämndens bedömning i det enskilda fallet får därför fortsatt stor betydelse för vad som utgör ett lojalt agerande och god sed.

Lojalitetsplikten bör därför ses som det mest konkreta uttrycket för god sed i frågan om fullföljandevillkor i offentliga uppköpserbjudanden. I stället för att avse formella kriterier för villkoren ställer den ett mer övergripande krav på budgivaren att agera enligt takeover-reglernas ändamål. Genom att motverka opportunistiskt agerande från budgivaren stärker detta aktieägarnas skydd, och det minskar möjligheten att återkalla bud på lösa grunder och bidrar därför till en ökad stabilitet på marknaden. Lojalitetsplikten kan därför sägas vara ett komplement till reglernas konkreta krav på villkoren. De uttryckliga reglerna visar vad budgivaren formellt ska göra, samtidigt som lojalitetsplikten ställer en yttre gräns för hur denna formella rätt fungerar i praktiken.

5.2 Väsentlighetskravet

Av II.5 följer att budgivaren som huvudregel inte får återkalla ett lämnat erbjudande, med undantag för om han uppställt fullföljandevillkor enligt de krav som framgår av kapitel 4. För att få återkalla ett lämnat erbjudande på grund av att ett fullföljandevillkor inte uppfyllts krävs, i alla fall bortsett från villkor om viss anslutning, att detta är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Av kommentaren till samma regel följer att vad som är av väsentlig betydelse får avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Ju mer generellt ett villkor är desto högre krav kan ställas på budgivaren att visa att den bristande uppfyllelsen av villkoret är av väsentlig betydelse för förvärvet.

Viktigt för frågan om väsentlig betydelse är vidare att Aktiemarknadsnämnden kan lämna dispens för kravet. Exempel på situationer när detta kan aktualiseras är då erbjudandet är ett samgående mellan två bolag. Nämnden ska då pröva om väsentlighetskravet kan efterges utan att aktieägarnas intressen åsidosätts.⁸⁹

Kravet på väsentlig betydelse som framgår av II.5 nämns kortfattat i så gott som alla Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Särskild vikt lägger nämnden

⁸⁹ Se kommentaren till II.5.

i de ärenden som rör rekommendationer från styrelsen och vissa ekonomiska företeelser. Dessa ärenden kommer att redogöras för nedan.

5.2.1 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:33 *Old Mutual II*

I uttalandet prövade Aktiemarknadsnämnden ett fullföljandevillkor som avsåg positiva rekommendationer från målbolagsstyrelsen. Budgivaren planerade att villkora sitt erbjudande med att målbolagsstyrelsen inom tre veckor från offentliggörandet av budet skulle lämna en rekommendation av budet. Rekommendationen fick därefter inte dras tillbaka eller ändras på ett för budgivaren negativt sätt, i så fall skulle budgivaren få återkalla sitt bud.

Aktiemarknadsnämnden tog därför upp frågan om fullföljandevillkorens väsentliga betydelse. Kommentaren till II.5 anger att vad som är av väsentlig betydelse ska avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Ju mer generellt ett villkor är utformat, desto högre krav får ställas på budgivaren att kunna visa att den bristande uppfyllelsen av villkoret är av väsentlig betydelse för förvärvet. För det aktuella villkoret menade nämnden att en positiv rekommendation från styrelsen som huvudregel inte är av sådan väsentlig betydelse för förvärvet som avses i reglerna. Fullföljandevillkoret var därför inte tillåtet.

5.2.2 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:36 *Old Mutual III*

Efter Aktiemarknadsnämndens uttalande i föregående ärende återkom Old Mutual till nämnden med ytterligare en fråga. Den här gången hade fullföljandevillkoret ändrats och reglerade inte längre om målbolagsstyrelsen offentliggjorde en positiv rekommendation. I stället avsåg villkoret att målbolagsstyrelsen skulle ingå ett samarbetsavtal med budgivaren. Nämnden behövde därför pröva om även detta villkor stred mot kravet på väsentlig betydelse.

Till skillnad från målbolagsstyrelsens positiva rekommendationer menade nämnden att samarbetsavtal helt eller delvis kan vara av avgörande betydelse för budgivarens möjligheter att fullfölja budet. Om målbolagsstyrelsen vägrar ingå ett sådant samarbetsavtal kan det, om samarbetsavtalet är av sådan betydande karaktär, vara av väsentlig betydelse att budgivaren får återkalla budet. Bedömningen ska på samma sätt enligt kommentaren till II.5 göras beroende av villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet. Old Mutual hade inte specificerat vad det aktuella samarbetsavtalet reglerade, varför nämnden lämnade frågan med att villkorets tillåtlighet berodde på omständigheterna i det enskilda fallet.

5.2.3 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2006:38 *JCE*

I det aktuella ärendet hade budgivaren lämnat bud på två olika bolag samtidigt, med ett centralt fullföljandevillkor om att båda erbjudandena var beroende av att villkoren i det andra erbjudandet uppfylldes. Det ena målbolaget ställde sig frågande till om villkoret var förenligt med takeover-reglerna, särskilt om budgivarens kontroll över uppfyllelsen och kravet på väsentlig betydelse.

Målbolaget menade att villkoret riskerade att göra aktieägarna osäkra på om budet skulle fullföljas, samtidigt som det gav budgivaren ett stort handlingsutrymme att själv avgöra frågan. Budgivaren menade i stället att villkoret var objektivt eftersom det byggde på andra objektivt verifierbara villkor och sade sig därför inte ha avgörande inflytande över dess uppfyllelse. Dessutom menade budgivaren att buden hade starka affärsmässiga motiv genom att de skulle skapa en större och mer konkurrenskraftig koncern.

Aktiemarknadsnämnden konstaterade att det inte utan vidare är godtagbart att lämna erbjudanden i två olika bolag med villkor som gör buden kopplade till varandra. Nämnden kom visserligen fram till att de villkor som ställts är objektivt verifierbara, men den avgörande frågan är om kopplingsvillkoren är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. I den aktuella situationen framhöll budgivaren att denne avsåg att skapa en koncern baserad på de två bolagen, vilket nämnden menade grundades på en övertygelse om att en sådan struktur skulle medföra affärsmässiga fördelar. Nämnden menade därför att budgivaren fick ställa kopplingsvillkoren, förutsatt att han uppfyllde lojalitetsplikten genom att aktivt sträva efter att genomföra de två förvärven.

5.2.4 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:18

Anonymiserat

Den gränsdragningsproblematik som diskuterats i Old Mutuals två ärenden ovan får delvis svar genom Aktiemarknadsnämndens uttalande i detta ärende.

I målet planerade budgivaren att lämna ett offentligt uppköpserbjudande på målbolaget. Erbjudandet skulle ses som ett förhandlat samgående och parterna hade redan ingått ett transaktionsavtal som reglerade villkoren. Budgivaren framhöll att det var avgörande att det skedde med starkt stöd och enighet mellan bolagens styrelser och ledningar för att uppnå synergier och skapa förtroende på marknaden. Utan en sådan enighet hade det inte varit ett alternativ för budgivaren att lämna ett bud.

En del av det så kallade transaktionsavtalet skulle enligt budgivarens yttrande till nämnden vara att målbolagsstyrelsen lämnade en positiv rekommendation till budet i samband med offentliggörandet. Denna rekommendation fick inte återkallas. Till följd av att budgivaren ansåg att målbolagsstyrelsens rekommendation var avgörande för att förvärvet (eller samgåendet) skulle kunna genomföras, ville budgivaren reglera detta genom ett fullföljandevillkor.

Detta villkor innebar att budgivaren förbehöll sig rätten att återkalla budet om målbolagsstyrelsen ändrade sin positiva rekommendation till aktieägarna. Nämnden prövade därför om avsteg skulle göras från den huvudregel som presenterats i de två Old Mutual-ärendena.

Bedömningen landade, på samma sätt som i Old Mutual, i om villkorets uppfyllande var av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. Trots bedömningen i tidigare ärenden valde nämnden att lyfta möjligheten till dispens från väsentlighetskravet i situationer där sådan dispens kan vara motiverad. Huvudregeln är att budgivaren inte får ställa villkor som normalt saknar väsentlig betydelse för förvärvet, men det finns undantag. Om nämnden anser att omständigheterna i det enskilda fallet visar att ett sådant villkor ändå är av väsentlig betydelse för förvärvet, kan nämnden ge dispens.

Aktiemarknadsnämnden framhöll i och för sig att det inte var själva fullföljandevillkoret gällande styrelserekommendationen som var av väsentlig betydelse, utan helheten av transaktionsavtalet. Om transaktionsavtalet innehåller andra för samgåendet avgörande bestämmelser och en tillbakadragen rekommendation innebär att transaktionsavtalet som helhet upphör att gälla, menade nämnden att rekommendationsvillkoret är av väsentlig betydelse. Det är viktigt att poängtera att villkoret fortfarande inte är väsentligt för förvärvet, utan för transaktionsavtalet som i sig är väsentligt för förvärvet. Villkoret får i sådana fall uppställas.

Om transaktionsavtalet i övrigt inte faller för att styrelsen drar tillbaka sin rekommendation, får villkoret däremot inte uppställas. Detta beror, som beskrivet ovan, på att det är transaktionsavtalet som är av väsentlig betydelse för förvärvet, inte rekommendationen.

5.2.5 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2010:16 *Providence*

Även i detta uttalande finns undantag från den huvudregel om styrelserekommendationer som presenterats i Old Mutual-fallen.

I ärendet hade Aktiemarknadsnämnden återigen att utreda om en budgivare fick använda ett fullföljandevillkor med innebörden att budgivaren fick återkalla sitt bud om målbolagsstyrelsen återkallade eller ändrade sin rekommendation. Som huvudregel konstaterade nämnden likt tidigare att sådana villkor inte är av väsentlig betydelse och därför inte får uppställas. Men den här situationen var lite annorlunda.

Budgivaren var en amerikansk fond som för sina investeringar behövde följa ett internt regelverk, en fondbestämmelse. Fondbestämmelsen inkluderade regler som angav att budgivaren inte fick överta kontrollen över ett noterat bolag om det noterade bolagets styrelse motsatte sig investeringen. Skulle budgivaren strida mot detta förbud hade budgivarens investerare rätt att kräva

budgivaren på skadestånd. Dessutom riskerade en överträdelse av fondbestämmelsen att medföra en väsentligt negativ påverkan på budgivarens anseende och möjlighet att i framtiden attrahera investeringsmöjligheter och att anskaffa kapital för nya fonder. Sedan fonden etablerades hade denna regel aldrig överträtts. Budgivaren menade därför att fullföljandevillkoret om styrelsens rekommendation var direkt avgörande för att budgivaren över huvud taget skulle kunna genomföra erbjudandet utan att strida mot fondbestämmelsen.

Det är alltså mot denna bakgrund som Aktiemarknadsnämnden skulle utreda väsentlighetsfrågan. Till följd av att budgivaren skulle kunna ådra sig ett skadeståndsansvar om erbjudandet fullföljdes trots att målbolagsstyrelsen återkallade eller ändrade rekommendationen ansåg nämnden att väsentlighetskravet var uppfyllt.

5.2.6 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:20 DKR

När DKR (budgivaren) skulle lämna ett offentligt uppköpserbjudande på det svenska bolaget NSP (målbolaget) gjordes detta med ett fullföljandevillkor om att målbolagets borgenärer skulle acceptera en avnotering av målbolaget för att undvika tidigare lagd återbetalning av ett stort lån. I Aktiemarknadsnämndens tidigare uttalande hade budgivaren fått besked om att dess ovanligt utformade fullföljandevillkor inte uppfyllde kravet på enkelhet och tydlighet. Detta eftersom budgivaren inte motiverat varför ett sådant ovanligt utformat fullföljandevillkor var nödvändigt.⁹⁰ Budgivaren hade därför specificerat fullföljandevillkoret och motiverat sin användning och vände sig åter till nämnden för att undersöka om det var tillåtet.

Budet var fortfarande villkorat av att målbolagets obligationshavare skulle acceptera en avnotering av målbolagets aktier, men nu framgick varför detta var viktigt för förvärvet. Målbolaget hade emitterat obligationer på 200 miljoner kronor som förföll till betalning fyra år senare, på villkor att målbolaget fortsatt skulle vara börsnoterat. Om målbolaget avnoterades fick obligationshavaren omedelbart kräva återbetalning av hela lånet. Eftersom budgivaren värderade målbolaget till 210 miljoner kronor var detta inte ett alternativ, och erbjudandet kunde därför bara fullföljas om obligationshavaren godkände en avnotering.

I sitt uttalande betonade Aktiemarknadsnämnden återigen vikten av att fullföljandevillkor som huvudregel måste vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv. I det här fallet bedömdes en bristande uppfyllelse av villkoret ha så stark negativ inverkan på målbolagets finansiella ställning att kravet på väsentlig betydelse ansågs vara uppfyllt.

⁹⁰ Se avsnitt 4.2.3.

5.2.7 Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:02 *Demeter*

När Demeter (budgivaren) offentliggjorde ett erbjudande för samtliga aktier i det börsnoterade bolaget DDM (målbolaget) gjordes detta med fullföljandevillkor kring målbolagets ekonomiska förhållanden.

Målbolaget hade vid förvärvet två obligationslån som budgivaren ville reglera: obligationslån 1 på 85 miljoner euro och obligationslån 2 på 50 miljoner euro. Obligationslån 1 var på alla sätt mindre förmånligt än obligationslån 2. Det hade högre ränta, kortare tid till förfallodag och strängare change of control-villkor, vilket innebar att målbolaget vid en ägarförändring kunde tvingas betala tillbaka hela lånet omedelbart. Budgivaren ville därför villkora erbjudandets fullföljande med att målbolagets obligationslån inte påverkade dess ekonomiska ställning negativt.

Budgivaren förbehöll sig därför rätten att återkalla erbjudandet om inte obligationsinnehavarna godkände att de (i) accepterade vissa ändringar i Obligationslån 1, bland annat ett godkännande av ägarförändringen som uppstod till följd av uppköpet, en förlängning av löptiden och en nedjustering av räntan, eller (ii) godkände ett utbyte av obligationer med motsvarande villkor som gällde för Obligationslån 2.

Aktiemarknadsnämnden menade att majoriteten av villkorsinnehållet var otillåtet, eftersom det inte uppfyllde kravet på väsentlig betydelse. Det enda som ansågs vara av sådan betydelse var villkoret om att obligationsinnehavarna skulle godkänna ägarförändringen, eftersom Obligationslån 1 annars skulle betalas tillbaka omedelbart. De andra villkoren var inte tillåtna och därför uppställda i strid mot takeover-reglerna.

5.2.8 Kommentar

Framställningen visar att kravet på väsentlig betydelse utgör en kraftig begränsning av budgivarens möjlighet att återropa fullföljandevillkor. Kravet innebär att budgivaren får återkalla erbjudandet endast om det är av väsentlig betydelse för förvärvet att villkoret inte har uppfyllts. Samtidigt gäller enligt avsnitt 5.1 för budgivaren att aktivt undersöka möjligheten att själv bidra till ett villkors uppfyllnad, innan det blir aktuellt att pröva om villkoret får återropas och om väsentlighetskravet är uppfyllt.

Till skillnad från objektivitetskravet som reglerar villkorets utformning aktualiserar väsentlighetskravet en mer subjektiv och värderingsmässig bedömning. Vad som anses vara av väsentlig betydelse framgår inte av reglerna och preciseras endast i begränsad utsträckning i Aktiemarknadsnämndens uttalanden. I de två Old Mutual-uttalandena slår nämnden fast att en budgivare inte får ställa villkor som innebär att budet återkallas om målbolagsstyrelsen inte lämnar, ändrar eller återkallar en positiv rekommendation. Däremot kan sådana villkor godtas om de inte direkt knyts till styrelserekommendationer, utan

i stället avser exempelvis ett samarbetsavtal mellan målbolaget, dess styrelse och budgivaren.

Innehållet i ett sådant avtal kan mycket väl inkludera villkor om att styrelsen ska lämna en positiv rekommendation. I Old Mutual III går det att argumentera för att det rör sig om ett sådant otillåtet kringgående av god sed som diskuterats i kapitel 3. Budgivaren får avslag i det första ärendet och försöker sedan kringgå uttalandet genom att i stället hävda att man ska ingå samarbetsavtal med målbolaget. Om samarbetsavtalet inkluderar en bestämmelse om styrelserekommendation framgår inte av uttalandet, men får ses som sannolikt med tanke på förutsättningarna efter nämndens första uttalande om det specifika förvärvet. Nämnden tar visserligen höjd för detta genom att specificera att fullföljandevillkor om samarbetsavtal endast i vissa fall kan vara av väsentlig betydelse, och att bedömningen görs i varje enskilt fall. Eftersom positiva rekommendationer inte är av väsentlig betydelse, är samarbetsavtal som huvudsakligen syftar till att reglera detta sannolikt inte heller det. Om en budgivare återkallar sitt bud till följd av att ett sådant samarbetsavtal inte har ingåtts, kommer nämnden sannolikt bedöma återkallelsen som oförenlig med takeover-reglerna.

Svaret på frågan om rekommendationer från målbolagsstyrelsen och ett samarbetsavtals väsentliga betydelse blir till stor del besvarad i Providence-fallet och det anonymiserade uttalandet AMN 2007:18. I det sistnämnda uttalandet förtydligar nämnden att styrelserekommendationer inte i sig kan vara av väsentlig betydelse för förvärvet, men att det kan vara en del av något annat som är det. Ett villkor om styrelserekommendationer får i så fall uppställas i förhållande till det som faktiskt är av väsentlig betydelse. För att få uppställa villkor om styrelserekommendationer som inte görs beroende av andra för avtalet väsentliga beståndsdelar krävs dispens. Detta exemplifieras tydligare i Providence-fallet, där Aktiemarknadsnämnden återigen poängterade att rekommendationen inte är av väsentlig betydelse, utan att den i sin tur rör något som är av väsentlig betydelse, i föregående fall ett transaktionsavtal, i detta ett internt regelverk med allvarliga påföljder som hade omöjliggjort budet om villkoret inte tilläts.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden i JCE-, DKR- och Demeter-fallen aktualiserar ytterligare frågor. I dessa ärenden prövade nämnden tre nya villkor vilka alla rörde affärsmässighet eller målbolagets ekonomiska ställning.

I JCE-fallet betonade nämnden vikten av budgivarens uppfattning om att det fanns starka affärsmässiga fördelar med att förvärva båda bolagen, och att fullföljandevillkoren därför var av väsentlig betydelse. Med tanke på det som tidigare presenterats om objektivitet kan det vid första anblick uppfattas märkligt att nämnden i uttalandet värderar budgivarens övertygelse om att ett förvärv av båda bolagen skulle vara ekonomiskt fördelaktigt. Här bör man vara noga med att skilja på budgivarens syfte med förvärven och

fullföljandevillkorens uppfyllande. Har budgivaren som i den här situationen ett tydligt affärsmässigt syfte med att förvärva båda bolagen är det enligt nämnden av väsentlig betydelse för förvärven att båda bolagen förvärvas. Detta är det bakomliggande syftet för de kopplade buden, och det som gör att villkoret är av väsentlig betydelse för förvärvet, inte tvärtom.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden i DKR- och Demeter-fallen behandlade respektive målbolags obligationslån, som till följd av change of control-klausuler innebar en överhängande risk för omedelbar återbetalning. Det är tydligt att om ett obligationslån kan få en kraftig inverkan på målbolagets finansiella ställning vid ett ägarskifte, är det av väsentlig betydelse för förvärvet att sådan tvingande återbetalning inte sker. Detta betyder däremot inte att det är fritt fram för budgivaren att uppställa fullföljandevillkor med syfte att förändra övriga villkor i obligationslånen. Att som i Demeter-fallet villkora budet med att ett mindre förmånligt lån ska omvandlas till ett mer förmånligt sådant är därför inte tillåtet. Om ett obligationslån har en procentenhet mer eller mindre i ränta är inte av väsentlig betydelse för förvärvet, har det däremot en osedvanligt hög ränta är det å andra sidan möjligt att bedömningen ändras. Det är alltså inte lånebeloppet eller räntan i sig som är avgörande för väsentlighetsbedömningen, utan i stället om lånet och dess villkor påverkar förvärvet på ett sätt som är väsentligt.

Vad som är av väsentlig betydelse för ett specifikt förvärv är därför inte alltid klart och väcker återigen frågan om rättslägets förutsebarhet. Det är förståeligt om det för en budgivare kan vara svårt att på förhand veta om Aktiemarknadsnämnden kommer att anse att ett uppställt villkor uppfyller väsentlighetskravet, detta särskilt eftersom nämndens praxis inte alltid ger entydig vägledning. Att ett sådant villkor om kopplade bud som var föremål för uttalandet i JCE-fallet ansågs vara av väsentlig betydelse ser jag inte som en självklarhet. Förutsatt att budgivaren inte är en privatperson som startar från noll, utan faktiskt bedriver näringsverksamhet borde förvärvet av vart och ett av de båda målbolagen tillföra affärsmässigt värde till budgivarens verksamhet. Det är därför svårt att se hur det skulle vara väsentligt för budgivaren att förvärva båda bolagen samtidigt. Det står klart att ett sådant dubbelförvärv hade varit fördelaktigt för budgivaren ur ett affärsmässigt perspektiv, men bedömningen av väsentlig betydelse borde göras baserat på risker med det enskilda förvärvet. I stället läggs vikten enligt uttalandet på att budgivaren har ett affärsmässigt intresse av att köpa ett annat bolag, och om detta inte medges avser budgivaren att avstå från förvärv helt.

Samtidigt är det viktigt att lyfta att väsentlighetskravet ska säkerställa att reglernas grundprinciper upprätthålls. Genom att förhindra att erbjudanden återkallas alltför lättvindigt bidrar kravet till att säkerställa de grundläggande principerna om skydd för målbolagsaktieägarna och förtroendet för marknaden. Kravet på väsentlig betydelse kan därför ses som ytterligare en bidragande faktor i regleringen av intressekonflikten mellan budgivarens behov att

inte vara strikt bunden till budet och aktieägarnas behov av trygghet och förutsebarhet. På så sätt får kravet, i samarbete med nämndens uttalanden, en normbildande funktion. Detta menar jag eftersom bedömningen av vad som uppfyller kravet utvecklas successivt genom nämndens uttalanden snarare än genom förutsebara och konkreta kriterier. Kravet bör därför inte ses bara som en begränsning av budgivarens möjlighet att återkalla lämnade bud utan även som ett uttryck för nämndens möjlighet att bidra till rättsområdets utveckling. Detta kan å ena sidan leda till en högre träffsäkerhet i nämndens tillämpning och på så sätt undvika förbjudna kringgåenden, å andra sidan innebär det en viss osäkerhet för marknadens aktörer.

Att rättslägets förutsebarhet påverkas negativt av detta späds på ytterligare eftersom det av framställningen i kapitel 2 framgår att det i praktiken inte är möjligt att återkalla ett bud med hänvisning till villkor som lyder under väsentlighetskravet utan att Aktiemarknadsnämnden godkänt det. Det betyder att det på förhand inte finns ett enda fullföljandevillkor som garanterat uppfyller väsentlighetskravet, oavsett vad nämnden kommit fram till i tidigare uttalanden, detta eftersom varje sådant villkor måste prövas utifrån omständigheterna i det enskilda fallet, och sannolikheten för att två situationer är helt identiska är minimal, för att inte säga obefintlig.

Sammanfattningsvis verkar bedömningen av vad som är av väsentlig betydelse återkommande göras utifrån villkorets art och funktion i förvärvet, budgivarens konkreta skäl för uppställandet, de ekonomiska eller affärsmässiga konsekvenserna av en eventuell brist och omständigheterna i det enskilda fallet. Det går därför inte att göra några långtgående slutsatser om vilka villkor som alltid eller aldrig är av väsentlig betydelse, detta med undantag för villkor som reglerar styrelserekommendationer. Aktiemarknadsnämnden har varit tydlig med att sådana i sig inte är av väsentlig betydelse, men att de kan bli väsentliga genom sitt samband med andra avgörande förutsättningar. Ju mer allmänt ett villkor är formulerat, desto mer måste budgivaren vara beredd att kunna visa varför dess brist uppfyller väsentlighetskravet. Budgivare som tänker att det blir lättare att återkalla ett bud ju bredare villkor man uppställer gör därför rätt i att tänka om.

6 Slutsatser

Uppsatsens syfte har varit att klargöra när en budgivare kan återkalla ett offentligt uppköpserbjudande enligt svensk takeover-rätt, samt att problematisera hur detta påverkas av Aktiemarknadsnämndens normbildande uttalanden och rättslägets förutsebarhet. Av framställningen framgår att en budgivare har ett relativt stort handlingsutrymme, men inte utan begränsningar.

Som utgångspunkt tillåter takeover-reglerna att ett offentligt uppköpserbjudande kombineras med fullföljandevillkor i syfte att ge budgivaren möjlighet att hantera eventuella risker som kan påverka erbjudandet. Samtidigt innebär fullföljandevillkor att erbjudandets fullföljande görs beroende av omständigheter som målbolagets aktieägare inte alltid kan påverka eller enkelt bilda sig en uppfattning om. Regleringen av fullföljandevillkor bör därför förstås som ett försök att tillgodose å ena sidan budgivarens behov av en utväg, å andra sidan målbolagsaktieägarnas behov av tydlighet och förutsebarhet.

Denna avvägning görs huvudsakligen genom kraven på objektivitet, enkelhet och tydlighet, lojalitet och väsentlig betydelse. Objektivitetskravet och kravet på enkelhet och tydlighet reglerar villkorets utformning, medan lojalitetskravet och kravet på väsentlig betydelse begränsar budgivarens möjlighet att åberopa villkoret och därigenom återkalla erbjudandet. I det följande presenteras uppsatsens slutsatser utifrån denna uppdelning, för att slutligen återknyta till Aktiemarknadsnämndens normbildande funktion och frågan om rättslägets förutsebarhet.

6.1 Fullföljandevillkors tillåtlighet

Objektivitetskravet innebär i första hand att ett fullföljandevillkors uppfyllande inte får göras beroende av budgivarens subjektiva bedömning. Budgivaren får därför inte förbehålla sig rätten att avgöra om förutsättningarna för att fullfölja det lämnade erbjudandet fortfarande föreligger. I stället måste villkoret vara så konkret att det i efterhand går att kontrollera om det är uppfyllt, exempelvis genom ett utlåtande från en revisor. Det innebär inte att ett fullföljandevillkor måste avgöras genom absoluta, på förhand bestämda gränser utan snarare att det ska finnas en objektiv grund för bedömningen. Sådana villkor som avser målbolagets ekonomiska utveckling måste därför knytas till identifierbara parametrar, såsom exempelvis omsättning eller resultat, snarare än till en allmän formulering om att målbolaget inte får utvecklas negativt. På så sätt fyller objektivitetskravet en central skyddsfunktion för målbolagets aktieägare. Genom kravet begränsas budgivarens möjlighet att i efterhand använda ett allmänt formulerat villkor som ett sätt att återkalla ett erbjudande som inte längre framstår som lika attraktivt. Samtidigt bidrar objektivitetskravet till att målbolagets aktieägare redan på förhand kan bedöma vilka specifika omständigheter som kan leda till att erbjudandet återkallas.

Vidare är det centralt att uppställda villkor uppfyller kravet på enkelhet och tydlighet. Till skillnad från objektivitetskravet som uteslutande rör villkorets utformning avser kravet på enkelhet och tydlighet aktieägarnas möjlighet att förstå villkoret. Det innebär att även om ett villkor uppfyller kravet på objektiv verifierbarhet kan det ändå vara otillåtet om det är så komplicerat eller oklart att målbolagets aktieägare inte kan förstå dess praktiska innebörd. Kravet innebär därför inte bara att villkoret ska vara språkligt begripligt, utan också att aktieägarna ska kunna förstå vilken funktion villkoret har. Av Aktiemarknadsnämndens uttalanden följer dessutom att kravet i vissa situationer har längre räckvidd än att villkoret ska vara begripligt för aktieägarna. Om budgivaren uppställer ett villkor som avviker från vad som normalt förekommer i takeover-erbjudanden kan det krävas att budgivaren också redovisar skälen till att ett sådant villkor uppställs. Villkorets tillåtlighet bedöms således inte endast utifrån dess ordalydelse utan också utifrån om aktieägarna ges tillräckligt underlag för att förstå varför villkoret är relevant för det specifika erbjudandet.

Sammanfattningsvis kan sägas att den svenska takeover-rätten inte förbjuder komplicerade eller ovanliga fullföljandevillkor. Däremot ställer regelverket och Aktiemarknadsnämnden höga krav på budgivaren att utforma villkoren på ett sätt som gör dem kontrollerbara och begripliga för aktieägarna. För att ett fullföljandevillkor ska vara tillåtet krävs därför att det dels ska kunna prövas objektivt, dels att det ska presenteras på ett sätt som gör att aktieägarna kan förstå dess principiella och konkreta innebörd.

6.2 Åberopande och återkallelse

Uppsatsens andra frågeställning behandlar vilka begränsningar som gäller för budgivarens möjlighet att åberopa fullföljandevillkor och därigenom återkalla sitt erbjudande. Av analysen framgår att ett uppställt fullföljandevillkor som uppfyller såväl objektivitetskravet som kravet på enkelhet och tydlighet inte automatiskt ger budgivaren rätt att återkalla sitt erbjudande, utan det krävs ytterligare prövning. Denna prövning utgår från budgivarens lojalitetsplikt och kravet på väsentlig betydelse.

Lojalitetsplikten innebär att budgivaren inte kan förhålla sig passiv och invänta att ett uppställt villkor inte uppfylls för att sedan använda bristen som grund för att återkalla budet. I en sådan situation är budgivaren skyldig att agera för att villkoret ska uppfyllas. Denna skyldighet innebär inte att budgivaren måste garantera att villkoren uppfylls, men att han inte själv får bidra till att ett villkor inte uppfylls eller förhålla sig passiv när han har möjlighet att påverka om villkoret uppfylls. Till skillnad från objektivitetskravet och kravet på enkelhet och tydlighet syftar lojalitetsplikten inte till att reglera villkorets formulering, utan till att stävja oönskat och opportunistiskt beteende från budgivaren. I situationer där villkorets bristande uppfyllelse helt eller delvis hade kunnat undvikas genom agerande från budgivaren fyller därför lojalitetsplikten en viktig funktion. Bedömningen enligt föregående avsnitt

utvecklas därför till att även inkludera om budgivaren har agerat på ett lojalt sätt som är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Vidare följer av framställningen att ytterligare begränsningar av budgivarens rätt att återkalla ett bud finns i väsentlighetskravet. Enbart att ett fullföljandevillkor inte uppfyllts är som huvudregel inte tillräckligt för att budgivaren ska få återkalla ett erbjudande. För att återkalla krävs enligt väsentlighetskravet att villkorets bristande uppfyllelse är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. Det måste alltså finnas ett konkret samband mellan den bristande uppfyllelsen och förutsättningarna för förvärvet. Det räcker därför inte att budgivaren åberopar en brist i fullföljandevillkoret, utan för att få återkalla budet krävs att bristen är av sådan väsentlig betydelse att det framstår som motiverat att budgivaren inte längre ska vara bunden av budet.

Ju mer allmänt ett villkor är formulerat, desto större blir risken att budgivaren försöker använda det för att fånga omständigheter som egentligen saknar väsentlig betydelse för förvärvet. I sådana situationer blir kravet på väsentlig betydelse särskilt viktigt. I motsats till vad som vid första anblick kan antas, ger sådana allmänt formulerade villkor inte budgivaren större handlingsutrymme. I stället måste budgivaren, till följd av väsentlighetskravet, visa att den specifika bristen faktiskt är av väsentlig betydelse för förvärvet. Vad som anses vara av väsentlig betydelse varierar och Aktiemarknadsnämndens uttalanden visar att bedömningen ska göras utifrån omständigheterna i det enskilda fallet. Villkor som normalt inte är av väsentlig betydelse, exempelvis villkor om styrelserekommendationer, kan i undantagsfall godkännas om omständigheterna visar att villkoret faktiskt är av sådan betydelse i det enskilda fallet. Det är viktigt att poängtera att det i dessa fall inte är villkoret i sig som bedömts vara av väsentlig betydelse, utan att villkoret varit kopplat till exempelvis en fondbestämmelse som i sin tur varit avgörande.

Budgivarens möjlighet att åberopa en brist i uppställda fullföljandevillkor för att återkalla sitt erbjudande är därför mer begränsad än vad reglerna vid första anblick visar. Det räcker därför inte att ett fullföljandevillkor är tillåtet att uppställa, utan budgivaren måste samtidigt ha agerat lojalt och den åberopade bristen måste vara av väsentlig betydelse för förvärvet av målbolaget. Ett uppställt fullföljandevillkor innebär således inte att budgivaren ges en fri återkallelserätt utan bör i stället ses som en begränsad möjlighet till riskhantering. Genom att förena sitt bud med ett sådant villkor ges budgivaren vissa möjligheter att frånträda förvärvet om förutsättningarna inte kvarstår.

6.3 Aktiemarknadsnämnden, god sed och normbildning

Av uppsatsen framgår att Aktiemarknadsnämnden spelar en central roll när det ska bedömas om fullföljandevillkor är tillåtna och hur de får tillämpas. Nämnden ska inte bara tolka takeover-reglerna utan även genom sina

uttalanden utveckla de normer som styr det takeover-rättsliga området. De fyra krav som takeover-reglerna ställer på fullföljandevillkor (objektivitet, enkelhet och tydlighet, lojalitet och väsentlig betydelse) är alla relativt allmänt formulerade och ger därför inte alltid ett klart svar på hur ett visst villkor kommer att bedömas i praktiken. För att få sådana svar får man vända sig till nämndens uttalanden.

Frågan om ett fullföljandevillkor är objektivt verifierbart, tillräckligt tydligt eller av väsentlig betydelse kan sällan avgöras genom att bara se till takeover-reglernas ordalydelse. Eftersom en enskild takeover-situation inte är identisk med en annan har analysen visat att varje uppställt villkor måste bedömas utifrån omständigheterna i den aktuella situationen. Det är inte tillräckligt att ett villkor formellt kan kopplas till en omständighet utanför budgivarens kontroll eller att det är förståeligt för aktieägarna. I stället måste villkoret vara förenligt med takeover-rättens grundläggande principer, och i detta sammanhang får god sed stor betydelse. Begreppet fungerar inte bara som en del av gällande rätt utan även som ett självständigt normsystem. Ett fullföljandevillkor som strider mot takeover-reglerna strider därför alltid mot god sed, men även villkor som inte står i direkt strid mot någon uttrycklig regel kan anses strida mot god sed. Begreppet fungerar på så sätt som en yttersta begränsning för vilka fullföljandevillkor som är tillåtna inom svensk takeover-rätt.

I och med att Aktiemarknadsnämnden har en självständig kompetens att tolka och utveckla god sed räcker det inte att den endast kontrollerar om budgivaren har följt takeover-reglerna enligt deras ordalydelse. I stället är den huvudsakligen ansvarig för att säkerställa att marknads aktörer agerar enligt takeover-rättens bakomliggande syften, vilket ger nämnden en stark normbildande funktion. Genom sina uttalanden kan nämnden genom tolkning och utveckling av god sed fylla luckor och motverka kringgåenden av regelverket samtidigt som bedömningen kan anpassas till nya oprövade situationer. Med tanke på att fullföljandevillkor formuleras efter de risker som identifierats i en enskild situation blir denna normbildande funktion särskilt viktig. Genom sina uttalanden tillämpar inte nämnden bara takeover-reglerna, utan klargör även hur reglerna ska förstås i framtida ärenden. Vid utformning och återopande av fullföljandevillkor bör marknads aktörer därför behandla nämndens uttalanden som en central rättskälla.

På så sätt har Aktiemarknadsnämnden och dess uttalanden en avgörande betydelse för bedömningen av fullföljandevillkor i svensk takeover-rätt. Takeover-reglerna anger rättsområdets spelplan, men det är genom nämndens uttalanden och utveckling av principen om god sed som spelreglerna bestäms. Nämnden fyller därför en funktion inte bara som rättstillämpare, utan även som normbildare. Detta gör regelverket mer träffsäkert eftersom oreglerade situationer inte faller utanför tillämpningsområdet, men innebär också att budgivarens handlingsutrymme i praktiken bestäms först genom en samlad

bedömning av reglerna, nämndens uttalanden och principen om god sed på aktiemarknaden.

6.4 Rättslägets förutsebarhet

Aktiemarknadsnämndens normbildande funktion är däremot inte entydigt positiv. Mot bakgrund av det som presenterats i uppsatsens fjärde och femte kapitel följer att normbildningen å ena sidan bidrar till förutsebarhet genom att konkretisera takeover-reglernas allmänna formuleringar, å andra sidan innebär marknads beroende av nämndens uttalanden att rättsläget i vissa avseenden kan vara svårt att förutse. En budgivare som utformar ett villkor med takeover-reglernas krav i åtanke och därefter agerar lojalt under budprocessen bör i normalfallet kunna förutse om villkoret och ett eventuellt återkallande kommer att accepteras av nämnden. Samtidigt är dessa krav inte så utvecklade i takeover-reglerna att de ensamma kan avgöra alla frågor en budgivare kan ställas inför vid upprättandet eller återopandandet av ett fullföljandevillkor.

Denna problematik blir särskilt påtaglig när det gäller kraven på enkelhet och tydlighet, lojalitet och väsentlig betydelse där bedömningen i hög grad är beroende av omständigheterna i det enskilda fallet. I typiska situationer där vanligt förekommande fullföljandevillkor används är rättsläget förutsebart, särskilt för sådana villkor som nämnden redan uttalat sig om. Motsatsvis gäller för ovanliga och komplexa fullföljandevillkor att förutsebarheten sannolikt minskar. Aktiemarknadsnämndens uttalanden kan därför sägas ha två funktioner. De minskar osäkerheten genom att fylla ut och tolka takeover-reglerna för att på så sätt förklara hur de ska tillämpas i praktiken, men de skapar samtidigt ett slags informell rättsbildning där rättsläget inte alltid är lätt att utläsa. Av den anledningen bör takeover-reglerna inte läsas isolerade. För att bedöma rättsläget krävs att man också känner till nämndens uttalanden och förstår begreppet god sed.

Man får däremot inte glömma att systemet också har sina fördelar. Takeover-rätten är ett område som inte är svart och vitt, där snabba beslut ofta är nödvändiga och där olika transaktioner kan skilja sig avsevärt från varandra. Om takeover-reglerna i stället hade varit alltför detaljerade hade takeover-marknaden sannolikt blivit lidande eftersom det då hade varit svårt att hantera nya och oreglerade situationer. Nämndens uttalanden möjliggör att rättsutvecklingen på området kan ske löpande och utifrån aktiemarknadens behov, något som inte bör ses enbart som ett problem utan även som en förutsättning för att regelverket ska kunna vara effektivt.

Problemet är just att denna effektivitet kommer med ett pris. Om gränsen mellan rättstillämpning och normbildning blir oklar kan marknads aktörer få svårt att förstå reglernas räckvidd, detta menar jag eftersom Aktiemarknadsnämndens uttalanden inte är prejudikat i traditionell mening och endast har en prejudicerande verkan för sig själv, samtidigt som de i praktiken reglerar ett helt rättsområde. På så sätt blir rättsläget inte bara beroende av

takeover-reglerna utan också av nämndens tidigare resonemang och prognoser om hur de kan komma att resonera i framtiden. Av den anledningen bör förutsebarheten inte bara förstås som en fråga om marknadens aktörer kan förutse den exakta utgången i ett enskilt ärende, det hade varit omöjligt. I stället bör fokus ligga på om aktörerna kan identifiera vilka rättsliga principer som är relevanta för bedömningen. I den bemärkelsen är rättsläget relativt förutsebart eftersom kraven på objektivitet, tydlighet och enkelhet, lojalitet och väsentlighet både framgår av reglerna och deras kommentarer och har prövats av nämnden i flera uttalanden.

I detta hänseende bör rättsläget för fullföljandevillkor anses vara förutsebart, men blir mer osäkert i gränsfallsfrågor. När det rör sig om sådana oprövade frågor, eller frågor som tidigare prövats men där förutsättningarna i det enskilda fallet är annorlunda kan Aktiemarknadsnämnden använda sin möjlighet att utveckla god sed. Med bakgrund i god sed-begreppets vida tillämpningsområde kan det ibland vara svårt att på förhand avgöra hur en viss situation kommer att bedömas, och parterna kan därför i vissa situationer uppleva rättsläget som osäkert. Förutsatt att nämnden fortsätter hänvisa till takeover-reglerna, dess kommentarer och rättsområdets grundläggande principer framstår systemet däremot som ändamålsenligt.

Källförteckning

Offentligt tryck

SOU 2005:58

Självreglering

Aktiemarknadsnämndens självregleringskommitté, Takeover-regler för Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM, 2025-07-01.

<https://regelkommitten.se/takeover-regler/g%C3%A4llande-regler__23>

Litteratur

Arvidsson, Niklas (2019). *Begreppet sedvana*, i Juridiska grundbegrepp – en vänbok till David Reidhav, Studentlitteratur, Lund.

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

Beyer, Claes (2011). *Aktiemarknadsnämnden – en del av regleringen på aktiemarknaden*, i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm.

Deuschl, Carl-Johan & Lindstedt, Magnus (2011). *Aktiemarknadsnämndens verksamhet i ett rådgivarperspektiv*, i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm.

Forssman, Magnus (2021). *Företagsöverlåtelser – en introduktion till den legala processen*, tredje upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm.

Lundblad, Johannes (2003). *När kan man återta ett offentligt erbjudande om aktieförvärv? – Lojalitetsprincipen vid offentliga uppköpserbjudanden i ljuset av Perstorpsfallet*, Juridisk Tidskrift 2003/04.

Kleineman, Jan (2025). *Rättsdogmatisk metod*, i Juridisk metodlära, tredje upplagan, Studentlitteratur, Lund.

Knabe, Anders (1989). *Företagsöverlåtelser – en probleminventering*, första upplagan, Juristförlaget, Stockholm.

Nyström, Göran; Ohlsson, Robert & Skog, Rolf (2004). *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, första upplagan, Jure, Stockholm.

Peczenik, Aleksander (1995), *Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation*, första upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm.

Ross, Alf (2019). *On law and justice*, första upplagan, Oxford University Press, Oxford.

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

Sjöman, Erik & Skog, Rolf (2024). *Takeover-reglerna: en kommentar*, sjunde upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm.

Skog, Rolf (2011). *Aktiemarknadsnämndens verksamhet – en tillbakablick*, i Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi, Aktiemarknadsnämnden, Stockholm.

Stattin, Daniel (2020). *Takeover: om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, tredje upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm.

Westermarck, Dennis; Lagercrantz, Monica & Svanberg, Ola (2019). *Om incitamentsprogram*, första upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm.

Elektroniska källor

Affärsvärlden (2025). *Budet på Integrum föll – aktien rasar*.
<<https://www.affarsvarlden.se/artikel/budet-pa-integrum-foll-aktien-rasar>>
Hämtad 2026-04-24.

Aktiemarknadsnämnden. *Om Aktiemarknadsnämnden*.
<https://aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsn%C3%A4mnden/om-oss__3597>
Hämtad 2026-03-05.

Aktiemarknadsnämnden. *Vårt uppdrag*.
<https://aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsn%C3%A4mnden/v%C3%A5rt-uppdrag__3598>
Hämtad 2026-03-05.

Dagens industri (2025). *Osteocentric lägger bud på Integrum*.
<<https://www.di.se/live/osteocentric-lagger-bud-pa-integrum/>>
Hämtad 2026-05-18.

Nordfäldt Laws, Rasmus & Stråth, Henric (2026). *Att tänka på som målbolag vid ett offentligt uppköp*, Svensk Kapitalmarknadsgranskning, Norrköping.
<<https://www.skmg.se/att-tank-pa-som-malbolag-vid-ett-offentligt-uppkop-2/>>
Hämtad 2026-03-25.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 2000:20 Perstorp – Perstorp Intressenter

AMN 2003:12 Rambøll – Scandiaconsult

AMN 2005:33 Old Mutual – Scandia II

AMN 2005:36 Old Mutual – Scandia III

AMN 2006:38 JCE – Cybercom

AMN 2007:18 Anonymiserat

AMN 2009:11 Hebi Healthcare

AMN 2010:16 Providence – AcadeMedia

AMN 2015:09 DKR – NSP

AMN 2015:20 DKR – NSP

AMN 2019:02 Demeter – DDM

AMN 2025:45 OsteoCentric – Integrum