



INTERNATIONELLA
HANDELSHÖGSKOLAN
HÖGSKOLAN I JÖNKÖPING

Aktiemarknadsnämnden som myndighetsutövare

En studie av nämndens sammansättning och värdet av dess uttalanden
avseende tolkning av lag

Magisteruppsats inom associationsrätt

Författare: Olof Frånlund

Handledare: Jan Andersson

Framläggningsdatum 2009-12-14

Jönköping december 2009

Magisteruppsats inom associationsrätt

Titel: Aktiemarknadsnämnden som myndighetsutövare

Författare: Olof Frånlund

Handledare: Jan Andersson

Datum: 2009-12-14

Ämnesord **Aktiemarknadsnämnden, AMN, offentliga uppköpserbjudanden, takeover, LUA, god sed på aktiemarknaden.**

Sammanfattning

Den 1 juli 2006 trädde lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden¹ (LUA) ikraft. Lagen är ett resultat av Sveriges genomförande av direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden² (takeover-direktivet) som inför en harmoniserad reglering av offentliga uppköp av noterade aktier. Regleringens syfte är att garantera målbolagets aktieägare en rättvis och rimlig behandling samtidigt som önskade omstruktureringar möjliggörs. Genom principen att det är aktieägarna som själva skall ta ställning till budet och godkänna försvarsåtgärder skyddas de från ledningen. Genom principen om likabehandling av aktieägare, vad gäller t.ex. premie, skyddas minoriteten.

För Sveriges del har detta område sedan tidigare endast reglerats av självreglering utarbetad av Näringslivets Börskommitté (NBK) som blivit giltig i och med noteringsavtalen. Aktiemarknadsnämnden (AMN) har sedan starten agerat tolknings- och dispensinstitut avseende dessa Takeover-regler.

I och med direktivets genomförande kom bestämmelserna om bl.a. budplikt och försvarsåtgärder att lagregleras, samtidigt som ett lagstadgat krav för budgivare att följa den befintliga självregleringen³ (takeover-reglerna) infördes. Detta har inneburit att AMN numera på delegation från Finansinspektionen (FI) utför myndighetsutövning och tolkar lag vid tolknings- och dispensuttalanden avseende LUA. Detta ger upphov till ett antal frågor, bl.a. angående nämndens sammansättning och värdet av dess uttalande som rättskälla.

Tolknings- och dispensfrågor får enligt LUA överlåtas till *ett organ med representativa medlemmar för näringslivet*. De som främst berörs av nämndens uttalanden är ett aktiemarknadsbolags huvudsakliga intressenter; *bolaget självt och dess aktieägare*. Aktieägarna kan även delas upp i en majoritet och en minoritet. På den svenska aktiemarknaden är det vanligt med en stark majoritet eller kontrollägare. Den för svenska förhållanden accentuerade intressekonflikten är därför mellan majoritets- och minoritetsintresset.

¹ Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

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

³ Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden NASDAQ OMX Stockholm, den 1 oktober 2009, utvecklade av NBK.

AMN:s ledamöter utses av Föreningen för god sed på aktiemarknadens styrelse, vars huvudmän är framförallt branschorganisationer. I uppsatsen konstateras att det både bland föreningens huvudmän och nämndens ledamöter finns ett starkt representerat lednings- och majoritetsintressen medan ett utpräglat minoritetsintresse endast finns hos en ledamot i nämnden. Det har anförts att domare och akademiker skall garantera rättssäkerheten men på grund av att de endast utgör en marginell del i nämnden får de anses sakna avsedd verkan.

AMN:s uttalanden avseende LUA bör formellt sett inte ha någon prejudicerande verkan då nämnden är första instans. Det är dock lagstiftarens avsikt att tyngdpunkten skall ligga i första instans, vilket tillsammans med den mycket låga frekvensen av överklaganden får till följd att nämnden hittills i praktiken varit högsta instans. Vad gäller takeover-reglerna är AMN även i fortsättningen enda instans och tolkare. I avsaknad av fler avgöranden från högre instans får därför AMN:s uttalanden tillmätas stor vikt vad gäller god sed på aktiemarknaden.

Innehåll

Förkortningar	V
1 Inledning	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Syfte	2
1.3 Disposition.....	2
1.4 Avgränsningar	3
1.5 Metod och källhantering	3
1.5.1 Metodproblem.....	5
1.6 Definitioner	5
2 Aktiemarknadsnämndens organisation och förfarande	6
2.1 Inledning.....	6
2.2 Historik	6
2.3 Organisation.....	7
2.3.1 Reglering av verksamheten	7
2.3.2 Verksamhetens syfte	7
2.3.3 Sammansättning.....	7
2.4 Uppgifter och kompetensområden	8
2.4.1 Allmän kompetens	8
2.4.2 Delegation från Finansinspektionen.....	8
2.4.3 Delegation från OMX, NGM och AktieTorget.....	9
2.5 Förfarandet.....	9
2.5.1 Krav vid myndighetsutövning	9
2.5.2 Formellt förfarande vid handläggning av ärenden.....	11
2.5.3 Jäv	12
2.5.4 Uttalanden	12
2.5.5 Omprövning av beslut.....	13
2.6 Överklagan	13
2.6.1 Finansinspektionens beslut FI Dnr. 09-533	14
2.6.2 Finansinspektionens beslut FI Dnr. 09-4344	15
2.6.3 Avgifter	15
2.7 Finansinspektionens tillsyn av Aktiemarknadsnämnden	16
2.7.1 Offentlighet, överklaganden och inträde som part	16
2.7.2 Förhållandet mellan Aktiemarknadsnämnden och Finansinspektionen	17
2.7.3 Enkätundersökningen	17
2.8 Sammanfattning	18
3 Offentliga uppköp.....	19
3.1 Inledning.....	19
3.2 Vad är ett offentligt uppköpserbjudande?	19
3.2.1 Förvärv av aktiemarknadsbolag.....	19
3.3 Offentliga uppköp i det svenska näringslivet	21
3.4 Direktiv 2004/25/EG (takeover-direktivet).....	22
3.5 Lagstiftning	23
3.5.1 Inledande bestämmelser och definitioner	23

3.5.2	Skyldigheter för budgivaren	24
3.5.3	Budplikt.....	25
3.5.4	Försvarsåtgärder	25
3.5.5	Bestämmelse om genombrott i bolagsordningen.....	26
3.5.6	Tillsyn och sanktioner	26
3.6	Självreglering	27
3.6.1	Näringslivets Börskommittés regler avseende offentliga uppköp	27
3.6.2	Sanktionsapparat.....	28
3.7	Sammanfattning	29
4	Nämndens uppgifter avseende offentliga uppköp.....	30
4.1	Inledning.....	30
4.2	Delegat avseende lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden	30
4.2.1	Tolkningsbesked avseende budplikt	30
4.2.2	Dispensbeslut avseende budplikt	31
4.2.3	Förlängning av tidsfristen för upprättanden av budhandling.....	31
4.2.4	Beslut att närstående till budpliktig istället skall vara budpliktig	32
4.2.5	Tolkningsbesked avseende försvarsåtgärder	32
4.2.6	Dispensbeslut avseende försvarsåtgärder.....	33
4.3	Delegat avseende takeover-reglerna	33
4.4	Skillnader mellan lag- respektive självregleringen.....	34
4.5	Sammanfattning	34
5	Intressekonflikter.....	35
5.1	Inledning.....	35
5.2	Olika intressen i aktiemarknadsbolag.....	35
5.2.1	Ägarförhållanden på den svenska aktiemarknaden	36
5.2.2	Ledning och aktieägare – principal agentteorin	37
5.2.3	Majoritet och minoritet	39
5.3	Sammanfattning	40
6	Kort om prejudikatvärde	41
6.1	Inledning.....	41
6.2	Avgöranden och myndighetspraxis	41
6.3	Särskilt om tolkning och metod på området	41
6.3.1	Tolkningsprinciper.....	41
6.3.2	Metod.....	42
7	Analys	43
7.1	Inledning.....	43
7.2	Aktiemarknadsnämnden.....	43
7.2.1	Organisation	43
7.2.2	Förfarandet	43
7.3	Reglering och uttalanden	46
7.4	Intressekonflikter	46
7.4.1	Allmänt.....	46
7.4.2	Specifikt för en uppköpsituation	47

7.5	Sammansättningen	47
7.5.1	Ett representativt organ för näringslivet	47
7.5.1.1	<i>Utgångspunkter för analys av huvudmän och ledamöter</i>	49
7.5.1.2	<i>Föreningen för god sed på aktiemarknadens huvudmän</i>	49
7.5.1.3	<i>Aktiemarknadsnämndens ledamöter</i>	51
7.5.1.4	<i>Sammanfattning</i>	53
7.5.2	Förtroende för sammansättningen	53
7.5.3	I övrigt lämplig i förhållande till nämndens arbete	54
7.6	Prejudikatvärdet av nämndens uttalanden	54
7.6.1	Allmänt	54
7.6.2	Diskussion	55
8	Slutsats	56
8.1	Aktiemarknadsnämndens sammansättning	56
8.2	Prejudikatvärde	57
8.3	Övriga kommentarer	57
	Referenslista	58

Tabeller

Tabell 2-1 – Initiativ till väckande av ärenden	8
Tabell 2-2 – Sammansättning vid beslut	12
Tabell 4-1 – Uttalanden LUA	30
Tabell 5-1 – Ägarstatistik.....	36
Tabell 7-1 – Överklaganden	46
Tabell 7-2 – Intressen huvudmän	50
Tabell 7-3 – Titel	52
Tabell 7-4 – Intressen	52

Bilagor

Bilaga 1 – Föreningen för god sed på aktiemarknadens huvudmän	62
Bilaga 2 – Aktiemaknadsnämndens ledamöter	63

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Arbetsordningen	Aktiemarknadsnämndens arbetsordning
BrB	Brottsbalk (1962:700)
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
EKMR	Den europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna (lag 1994:1 219).
FI	Finansinspektionen
FL	Förvaltningslag (1986:223), omtryck SFS 2003:246
FRL	Försäkringsrörelselagen (1982:713)
Föreningsstadgarna	Föreningen för god sed på aktiemarknadens stadgar
HD	Högsta domstolen
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
Kap.	Kapitel
MTF	Multilateral Trading Facilities
NBK	Näringslivets Börskommitté
NGM	Nordic Growth Market NGM AB
OMX	OMX Nordic Exchange Stockholm
Prop.	Proposition
RegR	Regeringsrätten
RF	Regeringsformen (1974:152, omtryckt 2003:593)
RÅ	Rättsfall från regeringsrätten
SCB	Statistiska centralbyrån
SekrL	Offentlighets- och sekretesslag (2009:400)
SOU	Statens offentliga utredningar
St.	Stycke
SvJT	Svensk Juristtidning

TF	Tryckfrihetsförordning (1949:105)
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden
Takeover-reglerna	Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden NASDAQ OMX Stockholm, den 1 oktober 2009
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Offentliga uppköpserbudanden är vanligt förekommande på den svenska aktiemarknaden. Aktiemarknadsbolag karaktäriseras av en fragmenterad ägarbild. Därför räcker ett mindre innehav än i ett onoterat bolag för att etablera en faktisk kontroll över stämman och därmed bolaget (motsvarande ca 30 procent av rösterna, istället för 50 procent vilket normalt är fallet i ett privat aktiebolag). Kontrollskiften anses ur ett samhällsekonomiskt perspektiv eftersträvansvärda eftersom de i många fall innebär en effektivisering av verksamheten i målbolaget.⁴ De kan samtidigt medföra risker för minoritetsägare. När en aktieägare får en stark kontrollpost i ett aktiemarknadsbolag kan handeln i bolaget minska avsevärt och andra aktieägare tvingas sälja sitt innehav till ett oförmånligt pris. Regler har därför utformats för att minska risken för mindre aktieägare att utsättas för olikbehandling och skadliga försvarsåtgärder i syfte att öka marknadens förtroende för och syn på kontrollskiften. För att skydda mindre aktieägare från att *låsas in* (eng. *lock in effect*) i ett bolag har regler om budplikt skapats, vilka tvingar en aktieägare som uppnår ett visst innehav att lägga ett bud på resterande aktier i bolaget, ett offentligt uppköpserbudande.

Området offentliga uppköp har på senare år blivit föremål för gemenskapsrättslig harmonisering. Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden, det så kallade Takeover-direktivet, kräver numera lagreglering av vissa områden. Genomförandet av direktivet resulterade bland annat i att lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) stiftades och annan lagstiftning ändrades. Nyheterna som introducerats genom harmoniseringen är bland annat bestämmelser om möjlighet till genombrottsbestämmelser i bolagsordningen. LUA innehåller grundläggande bestämmelser om budplikt och försvarsåtgärder samt innehåller ett krav för en budgivare att åta sig att följa börsens regler, takeover-reglerna. Innan detta krav fanns var dessa regler endast bindande för kontrollägare som även är aktiemarknadsbolag. Lagregleringen medförde även att FI, i egenskap av tillsynsmyndighet, kan sanktionera brott mot LUA genom viten upp till 100 miljoner kronor.

Den svenska aktiemarknaden är föremål för en utpräglad självreglering. Lagstiftningen på området har formen av ramlag vilken tillåter marknadsplatserna att själva reglera detaljerna. NBK bildades 1968 av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund för att verka för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut regler och rekommendationer. Dessa har rört bl.a. ersättning till ledande befattningshavare, handel med egna aktier, prospekt, flaggning och offentliga uppköp (eng. *takeover*), varav de sistnämnda har fått stor betydelse. Dessa s.k. takeover-regler anger ett annat privaträttsligt subjekt, AMN, som tolknings- och dispensinstans.

AMN har en speciell ställning, sammansättning och uppgift. Syftet med verksamheten är att främja utvecklandet av en god sed på aktiemarknaden. Nämnden är inte bunden av sin egen praxis utan skall leverera en ändamålsenlig tolkning anpassad efter de förutsättningar som föreligger i det individuella fallet. Samtidigt föreligger ett behov av förutsägbarhet vad gäller tolkning av lagstiftningen och takeover-reglerna som har gjort att nämnden ofta gjort generella principuttalanden.

⁴ Jfr *the market for corporate control*, Takeover s. 10f.

Den nya strukturen med lagreglering har även fått till följd att Aktiemarknadsnämnden numera kommer att tolka lagstiftning och får en offentlighetsutövare, även om nämndens funktion annars kvarstår relativt intakt. AMN:s uppgifter vad gäller LUA bygger på delegation från FI, som enligt lagen är tillsynsmyndighet.⁵ Nämnden skall tolka bestämmelserna om budplikt och försvarsåtgärder samt meddela dispens från dessa, om budplikt istället skall fullgöras av en närstående till budpliktig och meddela eventuell förlängning av tidsfrisen för upprättande och godkännande av erbjudandehandling.

Den nya strukturen medför att en rad frågor uppkommer och att en del nya krav ställs på Aktiemarknadsnämnden i egenskap av myndighetsutövare. Det finns bl.a. ett grundlagsstadgat krav på opartiskhet, Brottsbalkens bestämmelser om tjänstefel blir tillämpliga och LUA anger en rad bestämmelser ur Förvaltningslagen som nämnden har att beakta. Nämndens ledamöter tillsätts av Föreningen för god sed på aktiemarknadens styrelse, vars huvudmän finns inom näringslivet. I LUA stadgas att regeringen, eller efter regeringens bemyndigande FI, får överlåta vissa frågor till ”*ett organ med representativa företrädare för näringslivet*”. Formuleringen återfinns även i lagen om värdepappersmarknaden⁶ (VpmL), där det stadgas att börserna får delegera dispens och tolkningsfrågor avseende sina egna regler rörande offentliga uppköp. Fråga uppstår då huruvida AMN och dess huvudmän kan anses representera de intressen som finns på aktiemarknaden, speciellt som direktivet bygger på principerna om likabehandling av aktieägare och skydd för minoritetsägare. Vikten av att nämnden är representativ och opartisk har ökat i och med lagregleringen.

Lagregleringen medför även att AMN:s beslut avseende LUA kan komma att överklagas till FI, vars beslut i sin tur kan överklagas till förvaltningsdomstol. Innan lagregleringen var AMN den enda uttolkaren av bestämmelserna avseende offentliga uppköp, vilket gjorde nämnden till prejudikatinstans. Detta ger upphov till frågan hur synen i fortsättningen skall vara på nämndens praxis som källa vid tolkning av lag.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att utreda huruvida AMN är det representativa organ som anges i lagstiftningen och dess förarbeten.

Vidare är syftet med uppsatsen att utreda hur stort rättskällevärde AMN:s uttalanden kan tillmätas avseende tillämpning och tolkning av lag.

1.3 Disposition

Inledningsvis skall AMN:s uppgifter och organisation, förfarandet vid handläggning av ärenden och de krav som åvilar den som bedriver myndighetsutövning presenteras. Därefter kommer en presentation av rättsområdet offentliga uppköpserbjudanden, vilket utgör en stor majoritet av nämndens ärenden, med fokus på de grundläggande principerna och de uppgifter som tilldelats AMN. Det är även inom detta område det delvis blir fråga om myndighetsutövning. Därefter kommer nämndens uppgifter i ett avsnitt att behandlas mer ingående. Principer för prejudikat- och källvärdering kommer även kort att

⁵ 7 kap. 10 § LUA och 5-6 §§ förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument.

⁶ Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

beskrivas. Dessa kapitel utgör den allmänna delen vars fokus ligger på presentation av fakta.

Därefter kommer en analysdel där nämndens sammansättning att analyseras, både vad gäller ledamöter och nämndens huvudmän, med fokus på om det kan föreligga några intressekonflikter mellan de intressen som representeras i nämnden och de som berörs av besluten. Nämnden skall även jämföras med andra myndighetsutövare och hur deras praxis värderas ur rättskällehänseende.

Slutligen kommer slutsatserna som dragits i förhållande till syftet att presenteras. Denna del innehåller även andra kommentarer vad gäller frågor som framkommit under studien men faller utanför syftet med uppsatsen.

1.4 Avgränsningar

Syftet med uppsatsen är inte att utreda vad som materiellt sett är god sed på aktiemarknaden. Det är ej heller att genomföra en bred studie av AMN:s hela kompetensområde. Fokus ligger på området offentliga uppköpserbudanden, då det endast är detta område som innefattar myndighetsutövning. Därför kommer andra delar av nämndens verksamhet endast att beskrivas i den mån det behövs som grund för analys av nämnden som organisation.

Direktivet, lagstiftningen och självregleringen av området kommer att behandlas i den mån som är nödvändig för att skapa en grund för analys av frågeställningen. Framställningen kommer således inte erbjuda en heltäckande presentation av denna. Även skatterättsliga aspekter, due diligence-aspekter och liknande frågor som uppkommer vid offentliga uppköp faller utanför syftet, då de inte direkt berör nämndens uppgifter.

Uppköpserbudanden som tillkommer efter förhandling och inte beror på budplikt, s.k. *negotiated takeovers*, faller även utanför uppsatsens syfte då de inte omfattas av reglerna.

I uppsatsen förutsätts vidare att läsaren är något sånär bekant med juridiskt språkbruk varför endast ovanligare begrepp och sådana som är specifika för rättsområdet kommer att förklaras.

1.5 Metod och källhantering

För att kunna bevara frågeställningen krävs enligt min mening

- en studie av AMN:s organisation och arbetsordning,
- en presentation av nämndens kompetensområde och det rättsområde nämnden är verksam i,
- en undersökning av nämndens sammansättning och huvudmän och
- en jämförelse av nämndens uttalanden med gängse principer för värdering av andra rättskällor.

Eftersom uppsatsens syfte inte är att fastställa gällande materiell rätt i en viss fråga kan inte en strikt bedömning enligt rättskälleläran användas fullt ut. Utgångspunkten för tolkning av lagstiftningen är dock en juridisk metod där rättskällorna värderas hierarkiskt enligt ordningen lag, förarbete, praxis och doktrin. Eftersom området är föremål

för gemenskapsrättslig harmonisering skall primärrättsliga källor, i detta fall främst direktiv, tillmätas en stor vikt. Området har en lagreglering i form av ramlagar. Dessa är i vissa fall detaljrika men i andra avseenden har detaljreglering lämnats till aktörerna på marknadsplatserna.

Området som avhandlas präglas emellertid även av en utbredd självreglering, varför situationen avseende denna blir något annorlunda, bl.a. då förarbeten saknas. Detta kräver i dessa avseenden att andra källor får större vikt. Reglerna har utarbetats av privata rättssubjekt men har stor betydelse på området. På grund av detta kommer även andra källor än lag, förarbeten, praxis och doktrin avseende dessa att användas.

Lagstiftning på området offentliga uppköpserbjudanden infördes 2006 i form av LUA och är ett resultat av implementering av bestämmelserna i direktiv 2004/25/EG om uppköpserbjudanden, takeover-direktivet. LUA skall därför tolkas i ljuset av takeover-direktivet och dess förarbeten och eventuell praxis får därmed betydelse, det vill säga en direktivkonform tolkning bör göras. Både direktivet och den svenska självregleringen har sin förebild i den Engelska *City Code on Take-Overs and Mergers*, varför även denna har en viss relevans.

Någon domstolspraxis har ännu inte utvecklats avseende den nya lagstiftningen. Sedan lagstiftningen trädde ikraft har endast ett fåtal uttalanden överklagats till FI.⁷ Även förekomsten av uppdaterad doktrin påverkas av lagregleringens ringa ålder, varför endast ett fåtal verk behandlar LUA mer utförligt.

FI:s föreskrifter och i förekommande fall allmänna råd är en användbar rättskälla på området, speciellt som inspektionen är tillsynsmyndighet vad gäller offentliga uppköpserbjudanden. FI har även i egenskap av delegerande myndighet och tillsynsmyndighet genomfört två utvärderingar av samarbetet och delegationen vilka får tillmätas vikt som ensam källa för utvecklingen sedan samarbetet inleddes. Kritik och påpekanden som framförs i dessa väger enligt min mening tillmätas viss tyngd.

NBK:s regler får en central roll i och med att de görs gällande genom noteringsavtalen på de svenska börserna. Organisationens uttalanden väger därför tungt. Reglerna rörande offentliga uppköpserbjudanden har uppdaterats och den senaste versionen trädde ikraft så sent som den 1 oktober 2009. Kommittén har dock även under oktober 2009 gjort en hemställan angående ytterligare ändringar i LUA som den anser vara nödvändiga, vilken ger kommitténs syn på lagen.

Vad gäller börsens övriga regler och noterings- och inregistreringsavtal får tilltro sättas till respektive marknadsplats officiella hemsidor. Kommentarer till och kritik av dessa regler och avtal får hämtas i doktrin.

AMN:s praxis finns tillgänglig och kategoriserad i *Guide till uttalanden* på AMN:s hemsida, www.aktiemarknadsnamnden.se.

⁷ Endast två uttalanden har överklagats varav en överklagan avvisades och det andra ogillades av Finansinspektionen och har överklagats till Länsrätten i Stockholm (se nedan 2.6).

1.5.1 Metodproblem

LUA:s ringa ålder medför att endast ett fåtal verk behandlar lagen mer ingående. I uppsatsen har därför Daniel Stattins bok *Takeover* från 2006 använts i stor utsträckning vad gäller LUA men även självregleringen på området. Detta är dock ingen större svaghet då dessa avsnitt främst syftar till att ge en helhetsbild av området, varför slutsatsens värde inte påverkas av detta.

Även då det gäller intressekonflikterna i ett aktiebolag har ett verk, *Aktiebolagets grundproblem* av Clas Bergström och Per Samuelsson, dominerat. Dessa principer är dock att anse som vedertagna och jag har inte gått in speciellt djupt, varför koncentrationen till verket inte bör påverka slutsatsen legitimitet.

För att hitta uppdaterad information om AMN, NBK, Föreningen för god sed på aktiemarknaden och dess huvudmän, OMX, NGM osv. har jag nödgats använda en del internetkällor.

Vid analysen av AMN:s ledamöters och föreningens huvudmäns intressen har det varit nödvändigt att generalisera något, då någon absolut sanning är svår, om inte omöjlig, att finna. Det är heller ingen strikt akademisk undersökning, särskilt vad gäller ledamöterna då slutsatser i princip får dras av relevanta meriter. I de flesta fallen har en tillförlitlig meritlista funnits, men i några fall har slutsatser fått dras av resultaten av en frisökning i en sökmotor (google.se). Dessa uppgifter har i alla fall varit tillräckliga för att klassificera ledamöterna som domare, advokat, akademiker eller direktör.

1.6 Definitioner

Art 2.1 (a) i takeover-direktivet definierar uppköpserbudande som

”ett offentligt erbjudande (från någon annan än målbolaget självt) till innehavare av värdepapper i ett bolag om att förvärva alla eller en del av dessa värdepapper, obligatoriskt eller frivilligt, som följer på eller syftar till förvärv av kontrollen över målbolaget i enlighet med landets lagstiftning”.

I 1 kap. 2 § 1 p. LUA definieras ett offentligt uppköpserbudande 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 I.2 1 st. takeover-reglerna stadgas angående reglernas tillämpningsområde att

”Dessa regler ska tillämpas då någon (budgivaren) offentligt erbjuder innehavare av aktier utgivna av ett svenskt bolag, vilka efter ansökan av bolaget handlas på Marknadsplatsen (målbolaget), att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier till budgivaren (offentligt uppköpserbudande).”

Direktivets Art 2.1 (a) och (b) innehåller de centrala definitionerna

”målbolag: det bolag vars värdepapper är föremål för ett erbjudande”.

”budgivare: varje fysisk eller juridisk person enligt offentlighetsrättslig eller privaträttslig lagstiftning som lämnar ett erbjudande”.

2 Aktiemarknadsnämndens organisation och förfarande

2.1 Inledning

I detta kapitel kommer AMN:s organisation och regler för förfarandet att beskrivas. Detta krävs för att läsaren skall få en förståelse för förfarandet hos nämnden och regleringen av dess verksamhet. Relationen mellan AMN och FI kommer även att kommenteras liksom instansordningen vid uttalanden enligt LUA och de få överklaganden som inkommit.

2.2 Historik

”Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund har beslutat att inrätta en nämnd för aktiemarknadsfrågor. Nämnden skall vara ett fristående organ som både skall kunna ge råd och göra uttalanden i viktiga frågor på börs- och aktiemarknadsområdet.”

Så inleds ett beslut undertecknat av de båda organisationerna den 11 mars 1986 varefter AMN bildades.⁸ Syftet var att nämnden skulle utgöra en utvidgning av satsningen på självreglering som har inletts genom bland annat skapandet av NBK 1968.⁹ Nämnden bildades efter brittisk modell där en särskild nämnd, *The Panel on Take-Overs and Mergers*, meddelar uttalanden om tolkning och tillämpning av självregleringen avseende offentliga uppköpserbjudanden, *The City Code on Take-Overs and Mergers*.¹⁰

Nämnden skulle enligt beslutet tolka god sed avseende hela aktiemarknadsområdet.¹¹ Det var alltså redan från början tänkt att AMN skulle ha en större kompetens än sin brittiska förebild. Nämnden fick här möjlighet att både lämna förhandsbesked som efterfrågats av bolag och uttala sig om vidtagna åtgärder i efterhand, oavsett vem som initierat ärendet. Detta skulle ske på grundval av lagstiftning och rekommendationer på området. Då reglerna var allmänt hållna blev det nämndens uppgift att *”närmare konkretisera innehållet”* i dem. Nämnden skulle dock inte begränsa sig till redan utvecklade normer, utan även uttala sig om god sed på oreglerade områden. Nämnden skulle inledningsvis bestå av 10-15 ledamöter med stor kompetens hämtade ur domarkåren, universitetsvärlden och näringslivet och ha ett eget kansli.¹² Hur verksamheten har utvecklats sedan dess kommer att framgå av det följande.

Numera är AMN ett sakorgan under Föreningen för god sed på aktiemarknaden. Andra sakorgan under föreningen är Näringslivets Börskommitté (NBK) som utvecklar regler för aktiemarknadsbolag som bl.a. Takeover-reglerna, Kollegiet för bolagsstyrning som ligger bakom Svensk kod för bolagsstyrning och Rådet för finansiell rapportering som

⁸ Beslutet går att läsa i sin helhet i Börsregler s. 389 f.

⁹ Beslutet samt www.naringslivetsborskommitte.se, besökt den 16 september 2009 kl. 15.23.

¹⁰ Börsregler s. 389 f.

¹¹ Börsregler s. 389 f.

¹² Börsregler s. 389 f.

arbetar med god redovisningssed och att tillvarata svenska aktiemarknadsbolags intressen i dessa frågor.¹³

2.3 Organisation

2.3.1 Reglering av verksamheten

AMN är som tidigare nämnts ett sakorgan under Föreningen för god sed på aktiemarknaden. *Föreningens stadgar*¹⁴ (Föreningsstadgarna) innehåller därför bestämmelser (14-28 §§) om hur nämndens verksamhet skall bedrivas.¹⁵ Till det kommer att 17 § Föreningsstadgarna anger att nämnden i plenum skall fastställa en *Arbetsordning*. Dessa två dokument utgör den inre regleringen av verksamheten.

7 kap. 10 § LUA och 14 kap. FFFS 2007:17¹⁶, som reglerar delegationen av uppgifter från FI, innehåller ytterligare reglering av förfarandet vid handläggning av dessa ärenden. Nämnden är bl.a. skyldig att följa vissa bestämmelser i Förvaltningslagen¹⁷, (FL) vilka kommer att behandlas där de påverkar verksamheten.

2.3.2 Verksamhetens syfte

AMN skall verka för en god sed på den svenska aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information. Nämnden skall även på begäran av domstol, annan myndighet eller börs yttra sig angående god sed.¹⁸ Nämnden skall vidare agera remissinstans.¹⁹

2.3.3 Sammansättning

Nämndens sammansättning regleras i Föreningsstadgarna. Det skall finnas en ordförande, en vice ordförande och högst 22 ytterligare ledamöter. Ledamöter utses för högst två år åt gången av Föreningen för god sed på aktiemarknadens styrelse. Valet av ledamöter skall syfta till att ge nämnden en sammansättning som aktörerna på marknaden kan känna förtroende för och som i övrigt är lämplig i förhållande till nämndens arbete. Styrelsen är enligt andra stycket skyldig att informera FI, Stockholmsbörsen och NGM om de förslag till ledamöter som finns innan beslut om inval fattas.²⁰

Nämnden har ett kansli som lyder under en direktör, för närvarande adj. professor Rolf Skog.²¹ Direktörens uppgifter regleras i Arbetsordningen. Direktören skall bl.a. följa ut-

¹³ www.godsedpavmarknaden.se, besökt den 16 november 2009 kl. 21.32.

¹⁴ Stadgar för Föreningen för god sed på aktiemarknaden inklusive ändringar antagna av föreningsmötet den 11 maj 2009.

¹⁵ 14-28 §§ Föreningsstadgarna finns tillgängliga på www.aktiemarknadsnamnden.se.

¹⁶ FI:s författningar finns tillgängliga på www.fi.se.

¹⁷ Förvaltningslag (1986:223).

¹⁸ 14 § Föreningsstadgarna.

¹⁹ 9 § Arbetsordningen.

²⁰ 16 § Föreningsstadgarna

²¹ Nämndens verksamhetsberättelse 2006 s. 3 och www.aktiemarknadsnamnden.se, besökt den 5 november 2009 kl. 11.13.

vecklingen av regelverk och praxis, i samråd med ordföranden kalla till och förbereda nämndens sammanträden, svara för kontakter med sökanden, med stöd av delegation från ordföranden meddela uttalanden och svara för nämndens kontakter med FI och andra myndigheter liksom med OMX, NGM och Aktietorget.²²

2.4 Uppgifter och kompetensområden

2.4.1 Allmän kompetens

Enligt Föreningsstagarna kan AMN pröva varje åtgärd som ett svenskt aktiemarknadsbolag, eller av aktieägare i sådant bolag, som avser aktie eller kan vara av betydelse för bedömningen av aktie. Detta gäller även aktier i utländskt bolag som upptagits till handel på en reglerad marknad i Sverige i den mån åtgärden faller under svenska regler. Nämnden kan även uttala sig om bolag noterade på annan handelsplattform i Sverige.²³

Observeras bör att med aktie likställs ”*emissionsbevis, interimbevis, konvertibler, teckningsoptioner, vinstandelsbevis, kapitalandelsbevis och andra aktierelaterade instrument*” och med aktiemarknadsbolag även bolag som vidtar åtgärder med syfte mot notering.²⁴ Det är i dessa fall fråga om uttalanden som inte är bindande. Det är dock ovanligt att nämnden tar upp ärenden på eget initiativ.²⁵

Tabell 2-1 – Initiativ till väckande av ärenden

	2006	2007	2008
Totalt antal ärenden	59	44	51
Varav på eget initiativ	1	1	2

2.4.2 Delegation från Finansinspektionen

I Föreningsstadgarna ges AMN möjlighet att ta emot delegation från FI enligt 7 kap. 10 § 2 st. LUA.^{26, 27} Lagrummet stadgar att regeringen, eller efter regeringens bemyndigande FI, får meddela föreskrifter om att ”*vissa frågor får beslutas av ett organ med representativa företrädare för näringslivet*”. De uppgifter som kan delegeras är de som anges i 7 kap. 4-5 §§, 2 kap. 3 § andra stycket och 3 kap. 4 § i LUA (se nedan 4.2).

Med stöd av detta har FI meddelat 14 kap. FFFS 2007:17. AMN skall fatta beslut i de frågor som delegationen avser.²⁸ Nämnden skall kungöra beslut enligt 7 kap. 4-5 §§ LUA på sin hemsida (se nedan 2.5.4).²⁹

²² 2 § Arbetsordningen.

²³ 15 § Föreningsstagarna.

²⁴ 15a § Föreningsstadgarna.

²⁵ Se statistik i nämndens verksamhetsberättelser 2006-2008.

²⁶ Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

²⁷ 15a § 1 st. Föreningsstadgarna.

²⁸ 14 kap. 1 § FFFS 2007:17.

²⁹ 14 kap. 2 § FFFS 2007:17.

7 kap. 10 § LUA stadgar även skyldighet för AMN att följa vissa delar av FL när nämnden handlägger ärenden enligt delegationen (se nedan 2.5.1).

2.4.3 Delegation från OMX, NGM och AktieTorget

Föreningsstadgarna möjliggör även att nämnden kan ta emot delegation att meddela undantag från och tolkning av regler uppsatta av svensk börs.³⁰ I nuläget finns sådan delegation i förhållande de reglerade marknadsplatserna OMX Nordic Exchange Stockholm (OMX) och Nordic Growth Market NGM AB (NGM) samt AktieTorget. Samtliga tillämpar för tillfället NBK:s takeover-regler (se nedan 3.6.1).³¹ Jag kommer i fortsättningen att hänvisa till OMX:s regler under benämningen takeover-reglerna.

VpmL stadgar att undantag skall kunna beslutas av börsen eller av börsen utsett ”organ med representativa företrädare för näringslivet”. Undantag får förenas med villkor. Ett beslut om undantag skall ange de skäl som det grundas på.³² Delegationen till AMN återfinns i I.2 i takeover-reglerna (och därmed även i I.2 OMX:s, NGM:s och AktieTorgets regler). De delegerade uppgifterna avseende offentliga uppköp beskrivs mer ingående nedan (se 4.3).

2.5 Förfarandet

2.5.1 Krav vid myndighetsutövning

När AMN avgör ärenden på delegation från FI är det fråga om myndighetsutövning, vilket ger nämnden en viss offentlighetsrättslig ställning.³³ Vid myndighetsutövning ställs vissa krav som inte omfattar nämndens övriga verksamhet, då denna stödjer sig på avtalsreglerad bundenhet att följa självreglering (se nedan 3.6).

Enligt RF³⁴ är den som fullgör uppgift inom den offentliga förvaltningen skyldig att ”i sin verksamhet beakta allas likhet inför lagen samt iakttaga saklighet och opartiskhet”,³⁵ den så kallade objektivitetsprincipen.³⁶

Den som bedriver myndighetsutövning kan även fällas för tjänstefel enligt BrB³⁷. Det krävs då att vederbörande uppsåtligt eller av oaktsamhet genom handling eller underlåtenhet åsidosätter vad som gäller för uppgiften.³⁸

³⁰ 15a § 2 st. Föreningsstadgarna.

³¹ AktieTorget kommer efter årsskiftet att istället omfattas av NBK:s nya takeover-regler för andra marknadsplatser än börser (se nedan 3.6).

³² 13 kap. 8 § 2 st. VpmL.

³³ Prop. 2005/06:140 s. 83.

³⁴ Regeringsformen (1974:152, omtryckt 2003:593).

³⁵ 1 kap. 9 § RF.

³⁶ Statsrättens grunder, sid. 41.

³⁷ Brottsbalken (1962:700).

³⁸ 20 kap. 1 § BrB.

Lagstiftaren valde dock att inte låta nämnden omfattas av bestämmelserna i TF³⁹ och SekrL⁴⁰ om offentlighet och diareföring, vilket är möjligt genom att införa nämnden i bilagan till SekrL.⁴¹ Regeringen anförde som skäl att nämndens verksamhet avsevärt skiljer sig från de myndigheterna som finns i bilagan, men påpekade att handlingarna blir offentliga om de överlämnas till FI som omfattas av offentlighetsprincipen.⁴²

I LUA ställs krav på att AMN skall följa vissa bestämmelser i FL när nämnden handlägger ärenden enligt lagen.⁴³ I dessa avseende ställs alltså samma krav som på de myndigheter som omfattas av FL, det vill säga förvaltningsmyndigheternas handläggning av ärenden och domstolarnas handläggning av förvaltningsärenden.⁴⁴ De bestämmelser som omfattas är jäv, parts rätt att meddela sig muntligen, anteckning av uppgifter, motivering av beslut, underrättelse om beslut, rättelse av skrivfel och om omprövning av beslut. Dessa punkter kommer att kommenteras i det följande.⁴⁵

EKMR⁴⁶ innehåller även bestämmelser som blir relevanta för nämndens arbete. Medlemsstaterna är skyldiga att garantera var och en som befinner sig i staten de fri- och rättigheter som anges i avdelning I i EKMR.⁴⁷ Art 6.1 EKMR berör rätten till domstolsprövning:

”Var och en skall, vid prövningen av hans civila rättigheter [...], vara berättigad till en rättvis och offentlig förhandling inom skälig tid och inför en oavhängig och opartisk domstol, som upprättats enligt lag. Domen skall avkunnas offentligt, men pressen och allmänheten får utestängas från förhandlingen eller en del därav av hänsyn till den allmänna moralen, den allmänna ordningen eller den nationella säkerheten i ett demokratiskt samhälle, eller då minderårigas intressen eller skyddet för parternas privatliv så kräver eller, i den mån domstolen finner det strängt nödvändigt, under särskilda omständigheter när offentlighet skulle skada rättvisans intresse.”

De rättigheter som EKMR stadgar får inte inskränkas mer än vad som konventionen tillåter och undantagen skall tolkas mot bakgrund mot konventionens syfte.⁴⁸ Om en rättighet enligt konventionen blivit kränkt får medlemsstaten inte vägra den kränkta domstolsprövning.⁴⁹

³⁹ Tryckfrihetsförordning (1949:105).

⁴⁰ Offentlighets- och sekretesslag (2009:400).

⁴¹ Prop. 2005/06:140 s. 83.

⁴² Prop. 2005/06:140 s. 83.

⁴³ 7 kap. 10 § LUA.

⁴⁴ 1 § FL.

⁴⁵ 11-12, 14-15 och 20 §§, 21 § 1-3 st. och 26-28 §§ FL.

⁴⁶ Lag (1994:1219) om den europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna.

⁴⁷ Art 1 EKMR.

⁴⁸ Art 17-18 EKMR.

⁴⁹ Art 13 EKMR.

2.5.2 Formellt förfarande vid handläggning av ärenden

Nämndens arbete leds av ordföranden eller vice ordföranden.⁵⁰ Någon av dessa skall alltid kallas till sammanträde. Vilka mer som skall kallas avgörs av ordföranden och direktören och är beroende på ärendets beskaffenhet.⁵¹

Ett ärende kan avgöras av en nämnd, dess ordförande eller sedan halvårsskiftet 2006 av direktören.⁵² Ett ärende skall avgöras av fyra till åtta ledamöter men kan i principiellt viktiga frågor på initiativ från ordföranden även avgöras i plenum.⁵³ Huvudregeln är att ärenden där nämnden eller ordföranden beslutar avgörs efter föredragning om det inte föreligger särskilda skäl mot att så sker. Direktören skall då utse ledamöter med sakkunskap som skall stå till förfogande vid föredragningen. Föredragning kan även ske i de fall direktören själv skall besluta i ett ärende.⁵⁴

Frågor rörande god sed, som inkommer från aktiemarknadsbolag eller annan, där ett uttalande från nämnden inte anses nödvändigt kan behandlas av endast ordföranden eller direktören.⁵⁵ Vid ärenden som rör dispens från en marknadsplats regler om offentliga uppköpserbjudanden som har en principiell eller särskild betydelse för verksamheten, är nämnden dock skyldig att samråda med marknadsplatsen. Samråd kan även ske i annat fall och sker muntligen genom ordföranden, direktören eller föredraganden.⁵⁶

När nämnden agerar som remissinstans skall utkast till remissvar delges samtliga ledamöter som då får möjlighet att uttala sig innan svaret avges.⁵⁷ Nämndens uttalanden skall även i regel tillställas samtliga ledamöter, såtillvida sekretessskäl inte föranleder att endast de inblandade informeras.⁵⁸

I praktiken har dispensärenden i stor utsträckning hanterats som ordförandebeslut medan tolkningsärenden i regel hanterats av en nämnd bestående av fem ledamöter.⁵⁹ Ur AMN:s verksamhetsberättelser för åren 2006-2008 kan utlösas i vilken sammansättning ärenden avgjordes.⁶⁰

⁵⁰ 1 § Arbetsordningen.

⁵¹ 3 § Arbetsordningen.

⁵² 4 § Arbetsordningen och AMN:s verksamhetsberättelse 2006 s. 3.

⁵³ www.aktiemarknadsnamnden.se, besökt den 16 september 2009 kl. 14.23.

⁵⁴ Angående jäv se nedan 2.5.3.

⁵⁵ 5 § Arbetsordningen.

⁵⁶ 6 § Arbetsordningen.

⁵⁷ 9 § Arbetsordningen.

⁵⁸ 8 § Arbetsordningen.

⁵⁹ Prop. 2005/06:140 s. 40.

⁶⁰ Verksamhetsberättelserna finns tillgängliga på www.aktiemarknadsnamnden.se.

Tabell 2-2 – Sammansättning vid beslut

	2006	2007	2008
Nämnd	22	12	26
(varav i plenum)		(1)	
Ordföranden	18	1	18
Direktören	19	31	7
Summa	59	44	51

2.5.3 Jäv

Nämnden är enligt 7 kap. 10 § LUA skyldig att följa jävsreglerna i 11-12 §§ FL. Jävsreglerna är ett uttryck för den grundlagsstadgade objektivitetsprincipen.⁶¹ 11 § innehåller en katalog över vem som skall anses jävig. 12 § stadgar bland annat att jävig ledamot inte får delta i handläggningen och en skyldighet för den som misstänker att han är jävig skall tillkännage detta.

Enligt Föreningsstadgarna skall nämnden ha ”fastställda riktlinjer för hantering av jävsfrågor”.⁶² I sin senaste utvärdering av nämndens arbete i anledning av delegationen påpekade FI att nämnden sakade dokumentation av rutiner kring hur jävsituationer skall hanteras.⁶³ Inspektionen framhöll vikten av att det finns förtroende i denna fråga i beaktande av att nämndens ledamöters koppling till näringslivet. Inspektionen menar även att det av detta skäl är viktigt att nämnden för förteckning över ledamöternas tidigare och nuvarande andra uppdrag. FI anger i utvärderingen att den påpekat för nämnden att den efterlyser dokumenterade riktlinjer för att hantera frågor om jäv och intressekonflikter, varvid nämnden har angett att både ett policydokument och uppdragsförteckning är under konstruktion. Sammantaget menar inspektionen att nämnden har, eller är på väg att få, tillräckliga rutiner för hantering av frågor kring jäv och intressekonflikter.⁶⁴

2.5.4 Uttalanden

Nämnden kan på eget initiativ eller efter framställan uttala sig i alla frågor som är ”av principiell natur eller av praktisk betydelse för aktiemarknaden”.⁶⁵ Nämnden har dock ingen skyldighet att uttala sig och skall vid prövningen huruvida ärende skall tas upp ta hänsyn till om ärendet kan komma att behandlas av i annan ordning. En framställan skall enligt bestämmelsen som huvudregel vara skriftlig och kan komma från annan än den som utfört den åtgärd ärendet gäller. En klar majoritet av ärendena initieras efter framställan från aktiemarknadsbolagen eller deras ombud.⁶⁶

⁶¹ 1 kap. 9 § RF och Förvaltningslagen med kommentarer s. 131.

⁶² 24 § Föreningsstadgarna.

⁶³ FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

⁶⁴ FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

⁶⁵ 25 § Arbetsordningen.

⁶⁶ AMN:s verksamhetsberättelser 2006 s. 3, 2007 s. 4 och 2008 s. 1.

Ett uttalande skall vara skriftligt och sändas till sökanden och i förekommande fall den som vidtagit åtgärden som uttalandet avser. Om inte särskilda skäl talar emot att så sker, skall uttalandet som huvudregel offentliggöras.⁶⁷ Nämnden får enligt tredje stycket inte offentliggöra uttalanden gällande åtgärder som inte redan genomförts, utan får i detta fall avvakta tills så skett. Om nämnden ändock anser att det är av *”särskild vikt för god sed på aktiemarknaden”* att offentliggörande sker, får en anonymiserad och förkortad version av uttalandet offentliggöras. Ett sådant anonymiserat offentliggörande får dock inte ske om det innebär risk för röjande av känslig information som företagshemligheter eller risk för annan skada.

Vid uttalanden med stöd i delegationen från FI finns ett krav på kungörelse.⁶⁸ Uttalanden där en ansökan helt eller delvis bifalles skall kungöras omgående, om inte nämnden bestämmer att det skall ske vid en senare tidpunkt, och skall ske genom publicering på nämndens hemsida.⁶⁹

2.5.5 Omprövning av beslut

Beslut kan även i vissa fall omprövas av nämnden. För beslut som meddelats med stöd av delegationen från FI gäller 27-28 §§ FL. En myndighet skall själv ändra beslut som den meddelat som första instans om det är uppenbart oriktigt. Det krävs dock att det kan göras snabbt och att det inte medför någon nackdel för en enskild part. Skyldigheten bortfaller om ärendet överlämnats till högre instans eller det föreligger särskilda skäl mot ändring.⁷⁰ Om ett beslut ändras så som den klagande begär förfaller ett överklagande av beslutet.⁷¹ Om beslutet ändras på ett annat sätt skall överklagan istället anses omfatta det nya beslutet.⁷²

Beslut som inte meddelats med stöd av delegation från FI får självrättas av ordföranden, vice ordföranden eller direktören om det kan ske snabbt och lätt och utan att medföra nackdel för enskild part. Omprövning får även ske i kollegial form på begäran av sökanden om det föreligger särskilda skäl.⁷³

2.6 Överklagan

AMN:s beslut som fattats enligt 7 kap. 10 § LUA överklagas hos FI av den som berörs av beslutet om det går denne emot.⁷⁴ Överklagan skall göras skriftligen inom tre veckor och ska innehålla en begäran om vilken ändring som efterfrågas.⁷⁵ Det är alltså endast

⁶⁷ 26 § Arbetsordningen.

⁶⁸ 7 kap. 9 § LUA.

⁶⁹ 14 kap. 2 § FFFS 2007:17.

⁷⁰ 27 § FL.

⁷¹ 28 § 1 st. FL.

⁷² 28 § 2 st. FL.

⁷³ 21b § Föreningsstadgarna.

⁷⁴ 8 kap. 1 § 1 st. LUA.

⁷⁵ 8 kap. 1 § 2 st. LUA.

beslut enligt LUA som kan överklagas.⁷⁶ FI:s beslut får i sin tur överklagas till allmän förvaltningsdomstol.⁷⁷ För att målet skall kunna tas upp i kammarrätt krävs prövnings-tillstånd.⁷⁸

Takeover-utredningen föreslog att rätten att överklaga skulle inskränkas till att endast gälla den som sökt dispens eller tolkningsbeskedet, med hänvisning till att det rör sig om situationer där sekretess är av yttersta vikt och att ett offentliggörande av uppgifterna i vissa fall skulle omöjliggöra affären beslutet gäller.⁷⁹ Regeringen valde dock att väga aktieägarnas skyddsintresse högre varför någon begränsning inte infördes.⁸⁰ Här kan även påminnas om att nämnden inte offentliggör besluten innan medgivande inhämtats från sökanden, vilket torde tillgodose sekretessbehovet.⁸¹

Eftersom endast två överklaganden hittills inkommit till FI avseende Aktiemarknadens beslut, finns vid beaktande av FI:s påpekande angående möjligheten att överklaga anledning att fördjupa sig något i dessa.⁸² Här följer därför kortfattade referat av inspektionens beslut FI Dnr. 09-533 och FI Dnr. 09-4344.

2.6.1 Finansinspektionens beslut FI Dnr. 09-533

Överklagande av AMN 2008:47. Klaganden var Johan Silvander och motpart CayTel 1 L.P. Ärendet rörde den dispens från budplikt som AMN beviljat enligt II.10 takeover-reglerna.

Vid månadsskiftet april/maj 2008 slöt CayTel och Kaupthing ett s.k. CFD-kontrakt avseende en aktiepost i Teleca, vilket innebar att CayTel ”parkerade råddigheten” över posten hos Kaupthing. Kaupthing sålde sedermera vidare denna och avstod under tiden från att utöva sin rösträtt för aktierna. I oktober 2008 inträffade budplikt för CayTel avseende Teleca. Klaganden menade att detta var ett förfarande i syfte att senarelägga tidpunkten då CayTel blev budpliktigt avseende Teleca till en tidpunkt då aktiekursen var mer förmånlig. CayTel och Kaupthing skulle anses vara närstående enligt 3 kap. 5 § 4 eller 5 p. LUA, varför budplikt skulle uppstått enligt 1-2 §§ redan då CFD-kontraktet slöts.

FI gick tillbaka till LUA:s förarbeten och fann på sidorna 105 f. i prop. 2005/06:140 specialmotiveringen till lagrummet. FI gjorde följande bedömning. För att ett närståendeförhållande skall föreligga enligt 4 p. krävs att ett skriftligt eller muntligt avtal förelåg mellan aktieägare om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i syfte att uppnå ett bestämmande inflytande över bolagets förvaltning. Med långsiktigt skulle här förstås samarbete som sträckte sig över flera verksamhetsår, under vilket ett samordnat utövande av rösträtten vid val förelåg, i vart fall av styrelseledamöter så att majoriteten av styrelsen uppnås. Det skulle alltså inte vara fråga

⁷⁶ 21a § Föreningsstadgarna.

⁷⁷ 8 kap. 3 § 1 st. LUA.

⁷⁸ 8 kap. 3 § 2 st. LUA.

⁷⁹ SOU 2005:58 s. 89.

⁸⁰ Prop. 2005/06:140 s. 84f.

⁸¹ AMN:s verksamhetsberättelse 2006-2008.

⁸² Enligt uppgift från FI den 10 november 2009 per e-post.

om tillfälliga eller kortvariga samarbeten (som när en aktieägare samlar fullmakter för att driva igenom en fråga på stämman, min kommentar).

För att CayTel och Kaupthing skulle kunna ses som närstående enligt 5 p. krävs enligt propositionen att det finns en muntlig eller skriftlig överenskommelse mellan förvärvaren och en eller flera andra juridiska eller fysiska personer att samarbeta i syfte att uppnå kontroll över bolaget. FI menar här att en direktivkonform tolkning av kontroll torde betyda ett innehav av minst tre tiondelar av rösterna.

FI fann det därför inte styrkt att det fanns någon överenskommelse mellan CayTel och Kaupthing. Ej heller kunde något långsiktigt samarbete anses föreligga. Inspektionen påpekar vidare att även om utfallet hade varit det motsatta, föreligger ingen jurisdiktion över uttalanden avseende takeover-reglerna, varför AMN 2008:33 inte kan angripas av inspektionen.

2.6.2 Finansinspektionens beslut FI Dnr. 09-4344

Överklagande av AMN 2009:8. Klagande var Björn Eriksen och motparten Hakon Invest Aktiebolag. Ärendet rörde den dispens från budplikt som AMN beviljat enligt 7 kap. 5 § LUA.

Hakon Invest Aktiebolag ansökte den 28 mars 2009 om dispens från budplikt avseende Hemtex AB. AMN lämnade följande dag i beslutet AMN 2009:8 dispens förenat med villkor. Det var i fallet fråga om att Hemtex AB skulle genomföra en nyemission och Hakon Invest Aktiebolag gjorde ett garantiåtagande att teckna sin andel i emissionen. Sedan överklagan inkom till FI hade Hakon Invest Aktiebolag den 24 april genom ytterligare förvärv blivit budpliktigt och den 28 april lämnat ett offentligt uppköpserbjudande. Frågan om dispensen hade därför spelat ut sin roll. Klaganden önskade ändå få ärendet prövat i sak då han ansåg att uttalandet fått en effekt på aktiemarknaden och en prövning kunde ha en prejudicerande betydelse.

FI menade att frågan om dispensen hade förlorat sin aktualitet. Inspektionen hänvisade vidare till RegR:s uttalanden i RÅ 1991 not 88, not 10 och not 16, där rätten menar att onödiga överklaganden inte skall prövas i sak. Vidare menade FI att AMN 2009:5 och 2009:7 behandlar emission som grund för dispens från budplikt samt att klaganden inte hade ett befogat intresse att få frågan prövad i sak, varför ärendet skrevs av.

2.6.3 Avgifter

Från början finansierades nämnden av dess huvudmän men har sedan dess övergått till att finansieras genom avgifter.⁸³ 7 kap. 13 § LUA ger nämnden möjlighet att *”ta ut en skälig avgift av sökanden för arbete och kostnader”*, varför en avgift utgår vid behandling av ärenden efter framställning från sökanden. Aktuell prislista finns på nämndens hemsida där grundavgift anges exklusive moms.⁸⁴ Därtill kommer arvoden till ledamöter och fördragande i ärendet, vilket inte preciseras närmare. Grundavgiften när frågan avgörs av en nämnd är 75000 kr och som avgörs av ordföranden eller direktören 20000 kr. Konsultationer som kräver *”viss utredning”* har en minimiavgift på 3000 kr medan

⁸³ Prop. 2005/06:140 s. 40.

⁸⁴ www.aktiemarknadsnamnden.se, besökt den 6 november 2009 kl. 11.21.

enklare frågor besvaras kostnadsfritt. Fakturering anges ske då ärendet eller konsultationen är avslutad.⁸⁵

2.7 Finansinspektionens tillsyn av Aktiemarknadsnämnden

FI har att utöva tillsyn enligt 7 kap. LUA, vilket inbegriper samarbetet med AMN. Sedan samarbetet inleddes i och med att LUA trädde ikraft 1 juli 2006 har FI genomfört två utvärderingar av hur delegeringen och samarbetet i övrigt fungerat. Den första presenterades den 27 september 2007⁸⁶ (utvärdering nr. 1) och den andra den 27 januari 2009⁸⁷ (utvärdering nr. 2). Utvärderingarna återfinns på inspektionens hemsida www.fi.se.

FI framförde i den första utvärderingen ett antal synpunkter rörande brister i såväl lagstiftningen som nämndens arbetssätt. Dessa handlade delvis om brister i lagstiftningen angående FI:s dubbla roll som både tillsynsmyndighet och överinstans. De rörde även förfaranderegler som påverkar möjligheten att inträda som part i och överklaga nämndens beslut. Bristerna avsåg delvis även nämndens arbetssätt vad gäller motivering av beslut och överväganden, tiden det tog innan beslut kungjordes samt godkännande av anonymitet hos sökanden.

Påpekandena följdes upp i den andra utvärderingen där även frågan om nämndens rutiner för hantering av jäv och intressekonflikter togs upp. Flertalet av dessa brister bedömdes av FI som avhjälpbara. Enligt min mening torde alla dessa synpunkter vara relevanta för att svara på syftet med uppsatsen, varför de kommer att behandlas. Utvärdering nr. 2 innehåller även resultatet av en enkätundersökning inspektionen låtit göra angående stödet för nämndens arbete bland aktörerna på marknaden, vilken kommer att presenteras och kommenteras nedan.

2.7.1 Offentlighet, överklaganden och inträde som part

Inspektionen anser att vissa bestämmelser försvårar möjligheten till överklagan av nämndens beslut. Det kan här erinras att då den första utvärderingen färdigställdes hade ännu inget beslut varit föremål för överklagan. Sedan LUA trädde ikraft har två uttalanden överklagats.⁸⁸

Nämnden omfattas inte av offentlighetsprincipen och har inte heller förts in i bilagan till SekrL (se ovan 2.5.1).⁸⁹ Handlingarna i ett ärende blir offentliga först då de lämnas till FI. 16-17 §§ FL, som reglerar *parts* rätt att ta del av uppgifter, skall enligt 7 kap. 10 § LUA tillämpas då nämnden avgör ärenden på delegation. Nämndens diarieregister är dock inte offentligt, vilket får till följd att det inte går att veta om det pågår ett ärende i vilket man skulle kunna ha ett berättigat intresse. Detta omöjliggör i princip ett *inträde som part*, varför 16-17 §§ FL inte får någon större betydelse i praktiken. Även sedan be-

⁸⁵ www.aktiemarknadsnamnden.se, besökt den 5 december 2009 kl. 22.17.

⁸⁶ FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

⁸⁷ FI:s utvärdering nr 2 (dnr 08-8404).

⁸⁸ FI:s dnr. 09-533, Prövning av överklagande av AMN:s beslut, daterat 2009-01-15 och dnr. 09-4344, Överklagande av AMN:s beslut, daterat 2009-04-27.

⁸⁹ Se Prop. 2005/06:140 s. 83 och FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

slutet publicerats kan den med berättigat intresse inte begära ut information (och inte heller inträda som part eftersom ärendet är avgjort), utan måste överklaga för att kunna avgöra om det finns grund för ett överklagande.

AMN kan vidare besluta att ett beslut skall gälla omedelbart, det vill säga innan klagofristen om tre veckor är slut och beslutet annars hade vunnit laga kraft. Detta gör att det i vissa fall inte går att uppnå någon praktisk effekt genom att överklaga, då skadan redan kan vara skedd när beslutet offentliggörs om åtgärden är irreversibel. FI menar dock att det inte går att fastställa vilken inverkan dessa brister faktiskt haft i praktiken.⁹⁰

Nämnden är bunden till den framställan som inkommer.⁹¹ Inspektionen har däremot som myndighet en skyldighet att *ex officio* begära in ytterligare material för att erhålla en heltäckande utredning. Detta kan få till följd att nämnden och inspektionen får olika underlag för sin bedömning. Besluten kan då variera även om båda instanserna i och för sig gjort en materiellt korrekt bedömning av dokumentationen i ärendet. Om så sker kan det bidra till att aktörerna inte längre känner att de kan förlita sig på beslut om exempelvis dispens i första instans, utan riskerar att få en åtgärd underkänd efter överprövning.

2.7.2 Förhållandet mellan Aktiemarknadsnämnden och Finansinspektionen

FI anger i utvärdering 1 att den ser sin dubbla roll gentemot AMN som problematisk. Som tillsynsmyndighet över nämnden (och ofta även de aktörer som anlitar den) krävs ett nära samarbete och relation. Samtidigt medför rollen som överklagandeinstans att de båda aktörerna bör hålla ”*armlängds avstånd*” för att ”*bibehålla sin legitimitet*”.⁹²

Inspektionen får i egenskap av överklagandeinstans inte pröva riktigheten i nämndens beslut utan att de har överklagats, då detta skulle bryta instansordningen. Följaktligen kan inte inspektionen påpeka för nämnden om den anser ett beslut materiellt felaktigt, något som gör tillsyn omöjlig i det enskilda fallet. Tillsynen får därför utövas generellt. Inspektionen påpekar även i sammanhanget att denna konstruktion inte förkommer på området internationellt sätt.⁹³

2.7.3 Enkätundersökningen

FI har under september oktober 2008, som ett steg i utvärderingsarbetet, genomfört en enkätundersökning som publicerade i den andra utvärderingen. Inspektionen sände ut 100 enkäter till aktiemarknadsbolag, institutionella ägare, fondbolag, banker och advokatbyråer. Frågorna som ställdes rörde förtroendet för nämndens arbetsätt och funktion som regeluttolkare, om nämnden uppfyller kravet på att vara ett organ med representativa företrädare för näringslivet och om modellen med samarbetet med FI upplevdes som tillfredsställande.

72 procent svarade att de hade förtroende eller visst *förtroende för nämndens arbetsätt*. Fyra procent angav att de saknade förtroende medan resterande 24 procent saknade upp-

⁹⁰ Se FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

⁹¹ Se FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

⁹² FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

⁹³ FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

fattning. Siffrorna blev i princip identiska rörande *förtroendet för nämnden som regeltolkare*. Värt att observera är att förtroendet var högre hos de som angav att de varit i kontakt med nämnden (25 procent av de som svarade på enkäten). Av dessa angav 86 procent att de hade förtroende eller visst förtroende för arbetssättet och 90 procent för nämnden om regeltolkare. Siffrorna för de som saknar förtroende blir även högre, angående arbetssättet tio procent och regeltolkare fem procent.

Angående nämnden som ett *organ med representativa eller relativt representativa företrädare för näringslivet* angav 61 procent att de ansåg att nämnden uppfyllde kravet, sju procent att den inte gjorde det och 31 procent att de saknade uppfattning i frågan. Av de som har varit i kontakt med nämnden angav 86 procent att de ansåg att nämnden var ett organ med representativa eller relativt representativa företrädare för näringslivet, nio procent att nämnden inte uppfyller kravet medan fem procent saknade uppfattning.

Angående modellen med ett delat ansvar mellan AMN och FI svarade 75 procent att den var tillfredsställande eller relativt tillfredsställande, två procent att den inte fungerar tillfredsställande medan 23 procent angav att de saknade uppfattning. Bland de som haft kontakt med nämnden angav 90 procent att modellen fungerar tillfredsställande eller relativt tillfredsställande, fem procent att den inte gjorde det och fem procent saknade uppfattning.

Inspektionen drog av resultatet slutsatsen att förtroendet för AMN är högt, särskilt hos dem som varit i kontakt med nämnden, men även hos de resterande som svarade på enkäten. Inspektionen konstaterar vidare att något färre anser att nämnden är representativ för näringslivet och ser därför en anledning att genomföra en översyn av tillsättningen av ledamöter vilket dock skall behandlas särskilt.

Andelen som anser att modellen är tillfredsställande eller relativt tillfredsställande är hög. Inspektionen påpekar att konstruktionen med en fördelning mellan lagstiftning och självreglering är unik och har både för- och nackdelar. Modellen blir svåröverskådlig och behörighetsgränserna kan i praktiken bli något otydliga. Inspektionens dubbla roller gör att samarbetet måste utformas så att legitimitet och objektivitet inte kan ifrågasättas. Fördelen är att det har gått att bevara den självregleringen och dess organ.

2.8 Sammanfattning

AMN regleras internt av Föreningsstadgarna och sin Arbetsordning. Annan reglering av verksamheten finns i LUA och FL. Det finns även andra regler, som t.ex. objektivitetsprincipen, som blir gällande i och med att det blir fråga om myndighetsutövning.

AMN består av 23 ledamöter som utses av Föreningen för god sed på aktiemarknadens styrelse och sammansättningen skall vara representativ för näringslivet. Nämnden har ett kansli som leds av en direktör. Ärenden kan avgöras av en nämnd bestående av fyra till åtta ledamöter eller av endast ordföranden eller direktören, med eller utan föredragning. Nämnden har en allmän kompetens att själv initiera ärenden men de flesta ärendena initieras av aktiemarknadsbolagen eller deras företrädare.

Nämndens uttalanden skall som huvudregel kungöras direkt men de kan även hållas hemliga om ett offentliggörande kan innebära skada. FI har påpekat att detta inverkar på möjligheten för de som berörs av ärendet att inträda som part. AMN kan även besluta att ett beslut skall börja gälla med omedelbar verkan vilket har inverkan på möjligheten att få någon effekt av ett överklagande.

3 Offentliga uppköp

3.1 Inledning

En stor del av AMN:s uttalanden avser offentliga uppköpssituationer. Under perioden 2006-2008 har ungefär hälften av uttalandena avsett takeover-reglerna och en tredjedel LUA.⁹⁴ Vid uttalanden enligt LUA blir det alltså fråga om myndighetsutövning. Även takeover-reglerna är numera en del av regleringen som takeover-direktivet kräver. Därför skall regleringen av området beskrivas översiktligt för att ge en bild av de regler AMN har att tolka och tillämpa.

3.2 Vad är ett offentligt uppköpserbjudande?

3.2.1 Förvärv av aktiemarknadsbolag

Ett alternativ för bolag som vill växa är att förvärva ett annat bolag.⁹⁵ Ett företagsförvärv avseende ett aktiebolag kan gå till på olika vis. Köparen kan förvärva delar eller hela verksamheten i bolaget, ett s.k. inkråmsförvärv. Ett annat alternativ är att förvärva aktierna i bolaget.

Beroende på vilka avsikter förvärvaren har ser förvärven olika ut. Vill förvärvaren att bolaget skall bli ett dotterbolag till sitt eget bolag i ABL:s mening krävs att kontroll över mer än hälften av rösterna erhålls.⁹⁶ Är ambitionen att bolaget skall bli ett helägt dotterbolag krävs mer än 90 procent av aktierna, vilket möjliggör tvångsinlösen av resterande aktier.⁹⁷ 90 procent av andelarna är även kravet för att få genomföra koncernbidrag med avdragsrätt.⁹⁸ Vill förvärvaren att det köpta bolaget skall slås samman, eller fusioneras, med förvärvarens bolag krävs att mer än två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.⁹⁹

Ibland är det dock tillräckligt att erhålla faktisk kontroll av bolaget. Detta är ett alternativ då en begränsad kapitalinsats är viktigare än t.ex. koncernbidragsrätt enligt IL. I aktiebolag krävs att förvärvaren får kontroll över mer än hälften av rösterna på stämman för att kunna utse hela styrelsen.¹⁰⁰ När det rör sig om ett bolag som är noterat på *en reglerad* eller *auktoriserad marknadsplats*, ett *aktiemarknadsbolag*, blir det fråga om att köpa aktierna från en spridd grupp aktieägare. På grund av den fragmenterade ägarbildningen är det ofta tillräckligt med en klart lägre röstandel för att i praktiken få majoritet på stämman och utöva kontroll över bolaget, vilket Stattin kallar *praktisk majoritet*.¹⁰¹ Detta medför en risk för minoritetsägare som t.ex. småsparare eftersom handeln ofta mins-

⁹⁴ AMN:s verksamhetsberättelser 2006-2008.

⁹⁵ Exploring Corporate Strategy s. 357f.

⁹⁶ 1 kap. 11 § ABL.

⁹⁷ 22 kap. 1 § ABL.

⁹⁸ Se 35 kap. IL.

⁹⁹ 23 kap. 17 § ABL.

¹⁰⁰ Jfr 7 kap. 40-41 §§ och 8 kap. 8 § ABL.

¹⁰¹ Ang. begreppet se Takeover s. 87.

kar i bolag med en så pass stark kontrollägare med kursras som följd. Därför finns regler som tvingar *budgivaren* att erbjuda sig att köpa upp resterande aktier i *målbolaget*, det vill säga att avge ett *offentligt uppköpserbjudande*.¹⁰²

Budgivaren kan vara en fysisk person eller annan juridisk person än aktiebolag.¹⁰³ Ett uppköpserbjudande kan avges utan förvarning eller förhandling, ett *hostile-* eller *contested takeover*.¹⁰⁴ I vissa fall försöker målbolagets styrelse motverka kontrollskiftet genom så kallade *försvarsåtgärder*.¹⁰⁵ Ett övertagande kan även ske utan offentligt erbjudande. Det har då föregåtts av förhandling med målbolagets styrelse eller kontrollägare i målbolaget och budgivaren.¹⁰⁶ Dessa s.k. *negotiated takeovers* faller utanför såväl regleringen som uppsatsens syfte.

Regleringens syfte är att förebygga förekomsten av skadlig kurspåverkan och annat rävspel i samband med erbjudandet, vilket kan skada aktieägare och därmed förtroendet för aktiemarknaden. Ett inslag i denna reglering blir därför bestämmelser om informationsplikt. Eftersom ett av aktiemarknadens grundläggande syften är att förse bolag med riskkapital, är frågan om förtroende avgörande för bolagens kapitalförsörjning.¹⁰⁷

Stattin delar upp förfarandet vid ett offentligt uppköpserbjudande i fem steg.¹⁰⁸ Något förenklat ser processen ut på följande vis.

1. I en förberedelsefas gör en budgivare de analyser som krävs, säkrar finansiering osv. Här blir det ofta aktuellt att genomföra en due diligence, det vill säga en djupare undersökning av förhållandena i målbolaget, särskilt om affären diskuteras med befintliga kontrollägare i målbolaget. II.1 takeover-reglerna stadgar att endast den som visat att han har möjlighet att genomföra erbjudandet får lämna erbjudande.
2. Därefter skall erbjudandet formuleras, offentliggöras och godkännas av Finansinspektionen, 2 kap 3 § LUA.
3. Sedan följer en acceptfrist där aktieägarna i målbolaget har att ta ställning till erbjudandet. Det är framförallt här reglerna om otillåtna försvarsåtgärder blir aktuella, jfr 5 kap 1 § LUA.
4. Efter detta följer en genomförandefas där erforderliga beslut måste tas i målbolaget och ev. budgivarens bolag.
5. Slutligen följer en implementeringsfas där den nya ägaren börjar utöva kontroll över målbolaget.

¹⁰² Se Takeover s. 11f.

¹⁰³ Se 1 kap. 2 § 3 p. LUA.

¹⁰⁴ Se Takeover s. 5.

¹⁰⁵ Se 5 kap. 1 § LUA.

¹⁰⁶ Takeover s. 5.

¹⁰⁷ Prop 2006/07:115 s. 264.

¹⁰⁸ Takeover s. 6.

3.3 Offentliga uppköp i det svenska näringslivet

I avsnitt två i takeover-utredningens betänkande presenteras statistik avseende offentlig uppköpserbudanden i det svenska näringslivet under perioden 1990-2004¹⁰⁹. Enligt betänkandet är offentliga uppköpserbudanden vanliga i svenskt näringsliv. Under perioden 1990-2004 framlades totalt 358 erbjudanden på Stockholmsbörsen, NGM och AktieTorget.¹¹⁰ En stark majoritet, 341 stycken, avsåg bolag noterade på Stockholmsbörsen.¹¹¹

I 293 fall ledde erbjudandet till att målbolaget förvärvades.¹¹² I 65 fall misslyckades dock budgivaren med att uppnå kontroll över målbolaget. Den vanligaste anledningen till detta var att en konkurrerande budgivare lade fram ett mer förmånligt erbjudande som antogs istället. I andra fall berodde det på att en eller flera av de större ägarna motsatte sig erbjudandet. Andra budgivare fick problem med finansieringen av förvärvet eller att detta stoppades av konkurrenshänsyn. Vid så kallade utbyteserbjudanden, där budgivaren erbjuder målbolagets aktieägare aktier i det egna bolaget, utvecklades i flera fall kursen i det förvärvande bolaget negativt med avslag som följd.¹¹³

Observeras bör att endast tio av dessa erbjudanden framlades på grund av att budplikt uppstod. Resterande var inte föranledda av budplikt. Av de erbjudanden som föranleddes av budplikt ledde endast fyra till att budgivaren lyckades uppnå nio tiondelar av rösttalet i målbolaget och på så sätt kunde tvångsinlösa resterande aktier.¹¹⁴ Av intresse att notera är även att endast ett fåtal erbjudanden innefattade avsteg från huvudprincipen att samtliga kvarvarande aktie skall omfattas av erbjudandet (se nedan 3.4 angående den s.k. *likabehandlingsprincipen*).¹¹⁵

Av de 268 lyckade erbjudandena på Stockholmsbörsen under perioden var förvärvaren i 192 fall ett svenskt rättssubjekt, i 109 fall ett annat börsbolag. I 35 fall var förvärvaren ett bolag från annat EU-land och i 20 fall ett amerikanskt bolag. Lagreglerna omfattar även utländska bolag noterade på svensk reglerad marknad. 2004, då undersökningen avslutades, var 28 sådana bolag noterade på Stockholmsbörsen. Av dessa var endast sju primärnoterade i Sverige.¹¹⁶

Vissa svenska bolag är även noterade på utländsk reglerad marknadsplats. 2004 var 18 svenska bolag sekundärnoterade i utlandet. Endast fyra svenska bolag var enbart noterade utomlands, samtliga på Oslo-börsen. Under nämnda period (1990-2004) avsåg endast

¹⁰⁹ SOU 2005:58 s. 51 f. Statistiken presenteras även i prop. 2005/06:140. Statistiken är framtagen av civilekonomen Ragnar Boman, Stora Huset AB, för takeover-utredningen. Boman är verksam som fördragande på AMN:s kansli, www.aktiemarknadsnamnden.se, besökt den 5 november 2009 kl. 11.08.

¹¹⁰ I betänkandet benämns OMX Nordic Exchange Stockholm (som jag annars benämner OMX) för *Stockholmsbörsen*, varför denna benämning kommer att användas i detta avsnitt.

¹¹¹ Prop. 2005/06:140 s. 36.

¹¹² Prop. 2005/06:140 s. 36.

¹¹³ Prop. 2005/06:140 s. 36.

¹¹⁴ Ang. tvångsinlösen se 22 kap. 1 § ABL.

¹¹⁵ Prop. 2005/06:140 s. 36.

¹¹⁶ Prop. 2005/06:140 s. 36.

elva uppköperbudandena utländska bolag noterade på Stockholmsbörsen, varav två fall avsåg bolag primärregistrerade i Sverige. Av detta kan konstateras att den stora majoriteten av de offentliga uppköperbudandena i Sverige omfattar svenska bolag noterade på svensk börs, i undantagsfallet sekundärnoterade i utlandet.¹¹⁷

3.4 Direktiv 2004/25/EG (takeover-direktivet)¹¹⁸

Bestämmelser om budplikt för en aktieägare som uppnått ett innehav motsvarande 30 procent av rösterna ingick redan i det första förslaget till trettonde bolagsrättsliga direktiv¹¹⁹ som framlades 1990.¹²⁰ Förslaget möttes då av hård kritik, främst för att det begränsade målbolagets möjlighet till försvarsåtgärder, varför ett nytt förslag¹²¹ presenterades 1996.¹²² Kommissionens utgångspunkt var den Engelska regleringen, *City Code on Take-Overs and Mergers*.¹²³ 2001 lades ett nytt förslag fram som slutligen kunde antas 2004, Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköperbudandena.¹²⁴ I propositionen till LUA beskrivs syftet med direktivet vara i första hand att garantera målbolagets aktieägare en ”*rättvis och rimlig behandling*” samtidigt som det möjliggör omstruktureringar i näringslivet.¹²⁵ I februari 2007 publicerade Kommissionen sin första utvärdering av implementeringen av takeover-direktivet, den så kallade *Februari-rapporten*.¹²⁶ Utvärderingen visade på en motvilja hos medlemsstaterna att avskaffa hinder mot övertaganden. Bergström & Samuelsson menar vidare att direktivet har misslyckats eftersom många medlemsstater valt att välja bort även förbud av röstvärdesdifferenser och andra centrala bestämmelser.¹²⁷

Takeover-direktivets 3 Art stadgar att regleringen bygger på sex fundamentala principer. Dessa är centrala för tolkningen av lagstiftningen men även självregleringen, då 13 kap. 8 § första stycket VpmL stadgar att även börsernas regler skall följa dem. Detta gör dem så centrala att de måste beskrivas. Art 3.1stadgar

För genomförandet av detta direktiv skall medlemsstaterna säkerställa att följande principer följs:

¹¹⁷ Prop. 2005/06:140 s. 37.

¹¹⁸ Angående benämningen se prop. 2005/06:140 s. 34.

¹¹⁹ KOM[90] 416-SYN 186.

¹²⁰ Ny Juridik 2:97 s. 59.

¹²¹ KOM[95] 655 slutlig – 1995/0341 COD.

¹²² Ny Juridik 2:97 s. 59.

¹²³ Ny Juridik 2:97 s. 59.

¹²⁴ Ny Juridik 2:07 s. 48.

¹²⁵ Prop. 2005/06:140 s. 34 f.

¹²⁶ Ny Juridik 2:07 s. 47.

¹²⁷ Aktiebolagets grundproblem s. 58.

- a) *Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag skall behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag skall övriga värdepappersinnehavare skyddas.*
- b) *Innehavarna av värdepapper i ett målbolag skall ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När ett målbolags styrelse ger värdepappersinnehavarna råd skall den ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet.*
- c) *Målbolagets styrelse skall handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.*
- d) *Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudande eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids.*
- e) *En budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan erläggas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa erläggandet av varje annat slag av vederlag.*
- f) *Ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.*

Enligt Art 3.2 (a) är medlemsstaterna, för att säkerställa att dessa principer följs, skyldiga att säkerställa att minimikraven i direktivet uppfylls. I Art 3.2 (b) stadgas dock att det är tillåtet för medlemsstaterna att införa en mer långtgående reglering.

I takeover-utredningen sammanfattades syftet med direktivet som att garantera aktieägarna i målbolaget en rättvis behandling samtidigt som sunda omstruktureringar möjliggörs.¹²⁸

3.5 Lagstiftning

Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) är ett direkt resultat av implementeringen av takeover-direktivet och trädde ikraft den första juli 2006. Här följer en beskrivning av lagregleringens huvuddrag.

3.5.1 Inledande bestämmelser och definitioner

Lagen reglerar offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier.¹²⁹ Paragrafen anger även att de rättigheter som tillkommer aktie enligt lagen även tillkommer aktieägarers rätt gentemot den som förvarar aktierna i depå.

¹²⁸ SOU 2005:58 s. 9.

I lagen definieras ett offentligt uppköpserbjudande 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”*. Den som avger ett sådant erbjudande kallas *budgivare*.¹³⁰ Definitionen av börs är en referens till VpmL:s definition, det vill säga *”ett svenskt aktiebolag eller en svensk ekonomisk förening som har fått tillstånd enligt denna lag att driva en eller flera reglerade marknader”*.¹³¹ Även vad gäller reglerad marknad hänvisas till VpmL med definitionen *”ett multilateralt system inom EES som sammanför eller möjliggör sammanförande av ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – regelmässigt, inom systemet och i enlighet med icke skönmässiga regler – så att detta leder till avslut”*.¹³² I lagen används det bolagsrättsliga koncernbegreppet genom hänvisning till Aktiebolagslagen¹³³ (ABL) och för försäkringsbolag Försäkringsrörelselagen¹³⁴ (FRL).¹³⁵

3.5.2 Skyldigheter för budgivaren

I 2 kap. 1 § 1 st. LUA anges vem som får avge ett offentligt uppköpserbjudande och därmed vem som omfattas av lagen. Budgivaren skall ha förbundit sig att följa börsreglerna avseende offentliga erbjudanden (1 p.) och att underkasta sig de sanktioner börsens disciplinnämnd får utdöma vid överträdelse av dessa (2 p.) på den reglerade marknaden där aktierna handlas. Det blir i praktiken alltså fråga om att följa takeoverreglerna och marknadsplatsens disciplinnämnds beslut avseende sanktioner.

2 kap. 1 § 2 st. LUA anger vilka erbjudanden som omfattas av lagens bestämmelser. Erbjudandet skall omfatta aktier i svenskt bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige eller i utländskt bolag vars aktier är upptagna till handel endast på en sådan marknad (1-2 p.). Det kan även omfatta aktier i utländskt bolag som inte handlas i hemstaten utan i Sverige och annan stat inom EES om aktierna först upptogs till handel i Sverige (3 p.). Detta kan även gälla om aktierna samtidigt upptogs till handel på flera handelsplatser inom EES men bolaget har anmält FI som tillsynsmyndighet (4 p.).

Budgivaren skall enligt 2 kap. 2 § LUA då erbjudande lämnas informera FI om erbjudandet och åtagandet gentemot börsen. Detta gäller även vid offentliggörande av planerade erbjudanden.

Enligt 2 kap. 3 § 1 st. är en budgivare skyldig att inom fyra veckor från att det offentliga uppköpserbjudandet lämnades (2 kap. 1 §) upprätta och ansöka om godkännande av budhandling hos FI. Budhandlingen skall vidare uppfylla de krav som ställs upp i 2a kap. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF).

¹²⁹ 1 kap. 1 § LUA.

¹³⁰ 1 kap. 2 § 1 och 3 p. LUA

¹³¹ 1 kap. 2 § 2 p. LUA och 1 kap. 5 § VpmL.

¹³² 1 kap. 5 § 20 p. VpmL.

¹³³ Aktiebolagslagen (2005:551).

¹³⁴ Försäkringsrörelselagen (1982:713).

¹³⁵ 1 kap. 11-12 §§ ABL och 1 kap. 9 § FRL.

3.5.3 Budplikt

Enligt 3 kap. 1 § 1 st. skall en aktieägare som kommer upp i 30 procent av röstetalet eller mer genom aktieköp offentliggöra sitt innehav (1 p.) och inom fyra veckor lämna ett offentligt uppköpserbjudande av resterande aktier i bolaget (2 p.). Detta gäller enligt andra stycket aktier i svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES.

Budplikt uppstår enligt 2 § 1 st. även om gränsen (30 % av röstetalet) uppnås av en aktieägare tillsammans med en närstående (1 p.) eller genom att ett närståendeförhållande uppstår (2 p.). Vad som menas med närstående i lagen anges i 5 §. De som omfattas är bolag i samma koncern, make/sambo och barn som står under budgivarens vårdnad samt den som förvärvaren ingått aktieägaravtal med. Slutligen finns en mer generell formulering i 5 p. som anger att annan som förvärvaren samarbetat med i syfte att uppnå kontroll av bolaget skall omfattas.

3.5.4 Försvarsåtgärder

LUA:s 5 kap. reglerar så kallade försvarsåtgärder, det vill säga åtgärder från bolagsstyrelsens sida i syfte att motverka ett kontrollägarskifte i bolaget.¹³⁶ Enligt kapitlets enda paragraf får VD och styrelse inte vidta försvarsåtgärder utan tillåtelse från stämman om de har grundad anledning att anta att ett erbjudande enligt 3 kap. 1 § LUA är nära förestående. Anledningen skall vara grundad på information som härrör från den som ämnar lämna erbjudandet. Paragrafens 2 st. anger dock att styrelsen inte behöver inhämta sådant tillstånd för att söka alternativa erbjudanden. Detta ger uttryck för principen i Art 3 (1) Takeover-direktivet att det är aktieägarna som skall ta ställning till erbjudandet utan att bli påverkade av bolagsledningen.

Bedömningen enligt paragrafen måste ske i två steg. Först måste en åtgärd klassificeras som försvarsåtgärd. För att åtgärden skall omfattas av lagrummet måste det fastställas huruvida handlingen är *ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande*. Exempel på åtgärder som skulle kunna ses som försvarsåtgärder är riktade emissioner, förvärv av egna aktier, överlåtelse eller förvärv av tillgångar och att avge ett moterbjudande till aktieägarna i budgivarbolaget.¹³⁷

Därefter måste avgöras huruvida den var tillåten eller otillåten. Det blir fråga om att avgöra när styrelsen eller VD fick en grundad anledning för att ett bud var förestående samt huruvida detta berodde på information som härrörande från den potentielle budgivaren. Om åtgärden vidtagits efter denna tidpunkt blir den att se som otillåten om inte stämman godkänt den.¹³⁸ Stämmobeslutet måste självfallet även uppfylla de krav ABL ställer.¹³⁹

¹³⁶ Takeover s. 68.

¹³⁷ Prop. 2005/06:140 s. 109 f. För fler exempel se t.ex. Takeover s. 74 ff.

¹³⁸ Takeover s. 73. Frågan kräver enkel majoritet enligt 7 kap. 40 § ABL, om inte bolagsordningen stadgar annorledes.

¹³⁹ Takeover s. 71 f.

3.5.5 Bestämmelse om genombrott i bolagsordningen

En ny företeelse i svensk rätt är s.k. *genombrott*. Bestämmelserna har implementerats i 6 kap. LUA. Den svenska lagstiftaren har valt att inte göra reglerna tvingande utan bestämmelse om genombrott kan införas i bolagsordningen, vilket då får till följd att bestämmelserna i 6 kap. LUA blir tillämpliga.¹⁴⁰ Den första utvärderingen av direktivets genomförande, Februari-rapporten (se 3.4 ovan), visade att endast Estland, Lettland och Litauen har valt att införa genombrottsregeln som tvingande lagstiftning, medan resterande länder endast har infört möjligheten att införa en sådan bestämmelse i bolagsordningen.¹⁴¹ Den svenska lagstiftaren har genom de höga majoritetskraven i LUA infört den mest restriktiva regleringen avseende genombrott.¹⁴² Det krävs nämligen att samtliga aktieägare på stämman, vilka representerar minst nio tiondelar av samtliga röster i bolaget, röstar för att bestämmelse skall tas in i bolagsordningen. Dessa bestämmelser ingår dock inte i AMN:s kompetensområde, varför det inte skall utvecklas vidare.

3.5.6 Tillsyn och sanktioner

FI svarar för tillsynen av att bestämmelserna i 2-5 kap. LUA följs.¹⁴³ För att utföra tillsynen får inspektionen enligt LHF begära uppgifter, förbjuda ett offentligt uppköpserbudande och reklam som avser erbjudandet.¹⁴⁴

Inspektionen har möjlighet att förelägga budgivaren en *särskild avgift* om 50 tkr – 100 mkr.¹⁴⁵ Avgiften kan utdömas om budgivaren inte gjort det åtagande som 2 kap. 1 § LUA stadgar och därför förbjudits att lämna ett erbjudande.¹⁴⁶ Inspektionen har även möjlighet att besluta att budgivaren inte får företräda sina aktier i bolaget och om särskilda skäl föreligger får inspektionen begära att tingsrätten utser en förvaltare som istället får företräda aktierna.¹⁴⁷ Ett erbjudande som inte innehåller ett sådant åtagande får inte godkännas av FI.¹⁴⁸

FI kan även förelägga den som inte fullgör sin budplikt att lämna erbjudande, avyttra aktier så att budplikt bortfaller eller upplösa ett närståendeförhållande som föranleder budplikt. Föreläggande kan vidare lämnas avseende skyldigheten enligt 4 kap. LUA avseende information till anställda. Ett målbolag kan föreläggas att avbryta en försvarsåtgärd som är otillåten enligt 5 kap. LUA. Ett föreläggande får även förenas med vite.¹⁴⁹

¹⁴⁰ 6 kap. 1 § 1 st. LUA och prop. 2005/06:140 s. 61 ff.

¹⁴¹ Ny Juridik 2:07 s. 48.

¹⁴² Ny Juridik 2:07 s. 48. Jfr 6 kap. 1 § 2 st. LUA

¹⁴³ 7 kap. 1 § LUA.

¹⁴⁴ 6 kap. 1a, 1c och 1d §§ LHF.

¹⁴⁵ 7 kap. 2 § LUA.

¹⁴⁶ 6 kap. 1c § 3 st. LHF.

¹⁴⁷ 7 kap. 7 och 8 §§ LUA.

¹⁴⁸ 7 kap. 3 § LUA.

¹⁴⁹ 7 kap. 6 § LUA.

3.6 Självregering

I VpmL stadgas att en svensk börs skall ha ett eget kompletterande regelverk avseende offentliga uppköpserbjudanden.¹⁵⁰ Reglerna skall uppfylla kraven i takeover-direktivet i dess ursprungliga lydelse och i övrigt vara ändamålsenligt utformade. På så vis har lagstiftaren velat bevara den tidigare självregleringen vid takeover-direktivets genomförande utan att en grundlagsstridig normgivningsmakt givits privaträttsliga subjekt.¹⁵¹ OMX och NGM har valt att inkorporera NBK:s regler istället för att utveckla egna regelverk.¹⁵² Noteringsavtalen för respektive marknadsplats innehåller bestämmelser om att dessa regler blir gällande i och med noteringsavtalet,¹⁵³ så kallad *avtalad* eller *avtalsreglerad självreglering*.¹⁵⁴ Därmed uppkommer en harmonisering av reglerna avseende offentliga uppköpserbjudanden på de svenska börserna.

3.6.1 Näringslivets Börskommittés regler avseende offentliga uppköp

Som tidigare angetts har det aktiemarknadsrättsliga området sedan tidigt 70-tal varit föremål för en utpräglad självreglering. Näringslivets börskommitté bildades 1968 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare i syfte att verka för en god sed på aktiemarknaden genom att utarbeta regler.¹⁵⁵ Kommittén är numera ett sakorgan under Föreningen för god sed på aktiemarknaden.¹⁵⁶ 1971 utfärdade NBK sina första rekommendationer avseende offentliga uppköpserbjudanden efter brittisk modell. Under revideringen 2003 döptes de om till regler.¹⁵⁷

Eftersom VpmL ställer krav på att reglerna skall följa de ovan beskrivna principerna i takeover-direktivet återfinns en version av dessa i inledningen till NBK:s regler.¹⁵⁸ Vidare skall undantag till reglerna kunna meddelas av börsen eller *”av börsen utsett organ med representanter från näringslivet”*.¹⁵⁹ Därför omfattar åtagandet enligt noteringsavtalen även en skyldighet att följa AMN:s uttalanden. En genomgång av samtliga uppköpserbjudanden som lämnats sedan regeln infördes den 1 september 2003 ger enligt takeover-utredningens betänkande vid handen att budgivare undantagslöst tar in en sådan föreskrift i erbjudandet.¹⁶⁰

Aktiemarknadsbolagen blir alltså genom sina noteringsavtal underställda dessa regler i egenskap av budgivare eller målbolag. Även andra budgivare blir bundna genom att det

¹⁵⁰ 13 kap. 8 § 1 st. VpmL.

¹⁵¹ Prop. 2005/06:140 s. 43 f.

¹⁵² Takeover s. 21.

¹⁵³ Prop. 2005/06:140 s. 38.

¹⁵⁴ Takeover s. 23.

¹⁵⁵ www.naringslivetsborskommitte.se, besökt den 21 oktober kl. 13.20.

¹⁵⁶ Se www.godsedpavpmarknaden.se, besökt den 21 oktober 2009 kl. 16.03.

¹⁵⁷ Prop. 2005/06:140 s. 37.

¹⁵⁸ 13 kap. 8 § 1 st. VpmL.

¹⁵⁹ 13 kap. 8 § 2 st. VpmL.

¹⁶⁰ Prop. 2005/06:140 s. 38.

i LUA stadgas att endast den som åtagit sig att följa börsens regler och underställa sig disciplinära påföljder vid brott mot dem, får lämna ett offentligt uppköpserbjudande. Innan lagen var det endast andra aktiemarknadsbolag som i egenskap av aktieägare omfattades av reglerna.¹⁶¹

I april 2009 lade NBK fram ett nytt förslag till reviderade regler för OMX och NGM,¹⁶² som godtogs av de båda börserna utan förändringar.¹⁶³ Den senaste versionen trädde ikraft den 1 oktober 2009. NBK har i en hemställan om ändring i LUA publicerad den 9 oktober 2009 även förespråkade att en ytterligare gräns för budplikt skall läggas till vid innehav som uppgår till 50 procent av rösterna.¹⁶⁴

För att öka harmoniseringen av regleringen av offentliga uppköpserbjudanden för svenska bolag har NBK beslutat att utfärda ”*i allt väsentligt motsvarande regler*” även för aktier noterade på First North, Nordic MTF eller Aktietorget.¹⁶⁵ Dessa är s.k. *Multi-lateral Trading Facilities*, MTF:er. Enligt pressmeddelandet skall budplikt även för dessa aktier uppkomma vid innehav motsvarande 30 procent av rösterna. De nya reglerna träder ikraft 1 januari 2010.¹⁶⁶ Tills dess kommer dock de vanliga takeover-reglerna att gälla för AktieTorget. AMN kommer att ha motsvarande uppgifter som enligt de befintliga Takeover-reglerna för börserna.¹⁶⁷

3.6.2 Sanktionsapparat

En börs är skyldig att ha en disciplinnämnd.¹⁶⁸ Nämndens skall beivra överträdelse av börsens regler av deltagare och emittenter. Nämnden skall även pröva ärenden som rör företag med ett kvalificerat innehav i börsen på begäran av FI.¹⁶⁹ Vid regelbrott från noterat bolag kan disciplinnämnderna besluta om avnotering eller vite.¹⁷⁰ Börsmedlem som bryter mot reglerna kan varnas av nämnden, utdömas vite eller få sitt medlemskap upphört.¹⁷¹

¹⁶¹ 2 kap. 1 § LUA och prop. 2005/06:140 s. 57.

¹⁶² Reglerna finns tillgängliga på www.naringslivetsborskommitte.se och respektive börs hemsida, www.nasdaqomx.com och www.ngm.se.

¹⁶³ Se www.naringslivetsborskommitte.se/regler__5, besökt den 21 oktober 2009 kl 14.12.

¹⁶⁴ www.naringslivetsborskommitte.se/UserFiles/NBK_HemstallanOmAndringIlagen2006_451Underskriven_publicerad091009.pdf, besökt den 2009-10-21 kl 14.28.

¹⁶⁵ NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05).

¹⁶⁶ Pressmeddelandet finns tillgängligt på www.naringslivetsborskommitte.se, besökt den 9 november 2009 kl. 14.55.

¹⁶⁷ I.2 takeover-reglerna för MTF:er.

¹⁶⁸ 13 kap. 14 § 1 st. VpmL.

¹⁶⁹ 13 kap. 14 § 2 st. VpmL.

¹⁷⁰ Prop. 2005/06:140 s. 38. Se även 5 § Stockholmsbörsens noteringsavtal.

¹⁷¹ Prop. 2005/06:140 s. 38.

3.7 Sammanfattning

All reglering av offentliga uppköpserbudanden, takeover-direktivet, härstammar från *The City Code*. Detta innebär att de bygger på samma principer, nämligen dem i Art 3.1 takeover-direktivet. All tolkning skall därför ske mot dessa principer, det vill säga det blir fråga om en teleologisk tolkning. Regleringen avser att skydda minoritetsägare i målbolag samtidigt som samhällsnyttiga ägarskiften möjliggörs.

4 Nämndens uppgifter avseende offentliga uppköp

4.1 Inledning

AMN har, förutom sin generella kompetens att uttala sig på eget initiativ, uppgifter som dispens- och tolkningsinstans vad gäller både LUA och takeover-reglerna. Dessa uttalanden utgör som tidigare nämnts en stor del av nämndens avgöranden och det är vid uttalanden enligt LUA som det blir fråga om myndighetsutövning. Nämndens uppgifter skall därför beskrivas mer utförligt för att läsaren skall få en bild av deras natur.

4.2 Delegat avseende lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

AMN:s kompetens rörande LUA genom delegationen från FI i FFFS 2007:17 14 kap. 1 § med stöd av 7 kap. 10 § LUA omfattar beslut i frågor som avses i

- 2 kap. 3 § andra stycket LUA (förlängd tidsfrist för upprättande av budhandling)
- 3 kap. 4 § LUA (beslut att budplikt istället skall fullgöras av någon närstående till den budpliktige)
- 7 kap 4 § LUA (tolkningsbesked huruvida budplikt enligt 3 kap. LUA föreligger eller om viss åtgärd är en förbjuden försvarsåtgärd enligt 5 kap. LUA)
- 7 kap 5 § LUA (dispensbeslut angående budplikt och försvarsåtgärder)

Nämndens verksamhetsberättelser och FI:s utvärderingar innehåller vis statistik avseende nämndens uttalanden.

Tabell 4-1 – Uttalanden LUA	2006	2007	2008
Totalt antal ärenden	59	44	51
Enligt LUA	10 ¹⁷²	16	17
Andel	17%	36%	33%

Andelen för uttalanden på delegation enligt LUA under 2006 blir lägre än vad som är fallet under 2007 och 2008 eftersom lagen trädde ikraft först den 1 juli. Annars har ca en tredjedel av nämndens uttalanden avsett LUA sedan ikraftträdandet.

4.2.1 Tolkningsbesked avseende budplikt

Den som har ett berättigat intresse i saken kan enligt 7 kap. 4 § ansöka om tolkningsbesked avseende bestämmelserna i om budplikt i 3 kap. LUA. På så vis kan en potentiell köpare redan innan köpet få svar på om köpet kommer att utlösa budplikt eller ej. Tolkningsbeskeden finns tillgängliga på nämndens sida. En stor del av de tolkningsbesked som lämnats avser frågan huruvida ett närståendeförhållande skulle anses föreligga.¹⁷³

¹⁷² AMN 2006:34, 2006:37, 2006:43, 2006:44, 2006:47, 2006:49, 2006:50, 2006:55, 2006:56 och 2006:58.

¹⁷³ Se *Guide till uttalanden* på www.aktiemarknadsnamnden.se, t.ex. AMN 2009:18.

4.2.2 Dispensbeslut avseende budplikt

Budplikt kan uppkomma enligt bestämmelserna i 3 kap. 1-2 §§ LUA. Det kan dock uppstå situationer då det finns skäl för att denna skall bortfalla. Dispensfrågan skall avgöras genom en helhetsbedömning med utgångspunkt i syftet med reglerna om budplikt, det vill säga att ge småägare en möjlighet att lämna bolaget när någon tagit kontroll över det.¹⁷⁴ Det ändrade ägarförhållandena kan bero på omstruktureringar i en koncern eller ett pågående generationsskifte där det inte är fråga om någon ny kontrollägare.¹⁷⁵

I specialmotiveringen till 7 kap. 5 § LUA anger lagstiftaren en rad exempel på situationer då skäl för dispens kan föreligga.¹⁷⁶ Förvärv genom arv eller gåva, vilka inte föranletts av något aktivt agerande från förvärvaren, bör kunna motivera dispens. Ej heller bör förvärv till följd av att aktieägare utnyttjat sin företrädesrätt vid en emission ge upphov till budplikt. Emitterade aktier som utgör vederlag i ett köp av bolag eller annan egendom eller som är ett led i en företagsrekonstruktion skall även anses falla utanför. Möjligheten att lämna bolaget skall här vägas mot hela aktieägarkollektivets intresse av att åtgärden genomförs, varvid det faktiska stödet i bolaget spelar stor roll.¹⁷⁷ En annan situation där det kan finnas skäl för dispens är när bolagsordningen innehåller en begränsning av hur mycket aktier en aktieägare får rösta för.¹⁷⁸ En sådan bestämmelse kan användas som försvarsåtgärd mot uppköp i fall när denna spärr är under 30 procent av rösterna, då detta får till följd att någon kontrollägare i regleringens mening inte kan förekomma.¹⁷⁹

Om inget annat anges omfattar dispensbeslutet endast det aktuella förvärvet men kan i vissa fall anges omfatta även framtida mindre förvärv. Detta kan enligt specialmotiveringen bli aktuellt när en familj äger stora poster delat på flera individer som kan ha behov av att göra mindre justeringar i sina innehav.¹⁸⁰

Ett exempel på dispensbeslut förenat med villkor är AMN 2008:38. AMN meddelade dispens åt HealthCap och Investor Investments från eventuell budplikt som skulle kunna uppkomma i och med att bolagen deltog i företrädesemissionen i Aerocrine. Dispensen förenades med villkor att kallelsen till bolagsstämma i målbolaget innehöll uppgifter om vilken kapitalandel respektive röstandel bolagen skulle erhålla genom emissionen och att bolagen ej erhöll en röstandel överstigande 35 procent vardera.

4.2.3 Förlängning av tidsfristen för upprättanden av budhandling

2 kap. 3 § 2 st. LUA öppnar för en förlängning av tidsfristen på fyra veckor i första stycket för upprättande och godkännande av budhandling efter ansökan hos FI. Det krävs att det föreligger särskilda skäl för att en förlängning skall kunna erhållas. Frågan

¹⁷⁴ Prop. 2005/06:140 s. 117.

¹⁷⁵ Takeover s. 97f.

¹⁷⁶ Prop. 2005/06:140 s. 117.

¹⁷⁷ Prop. 2005/06:140 s. 117.

¹⁷⁸ Prop. 2005/06:140 s. 117.

¹⁷⁹ Prop. 2005/06:140 s. 117.

¹⁸⁰ Prop. 2005/06:140 s. 118.

prövas efter delegation enligt 7 kap. 10§ LUA av AMN. I specialmotiveringen anges att ett exempel på ett sådant skäl är att budgivaren samtidigt undergår utländsk myndighetsprövning som omöjliggör att handlingen kan upprättas i tid.¹⁸¹

4.2.4 Beslut att närstående till budpliktig istället skall vara budpliktig

Vem som har budplikt framgår alltså av 3 kap. 1-2 §§ LUA. Enligt 3 kap. 4 § får FI om särskilda skäl föreligger besluta att budplikten istället skall fullgöras av någon närstående (5 §) till den budpliktige.

Specialmotiveringen anger några exempel på vad som kan vara särskilda skäl.¹⁸² Om budplikt uppkommit enligt 1 § kan en situation uppstå där en delägare med en betydligt mindre andel blir budpliktig, genom att denne gjort det senaste förvärvet. Denne skulle då inte få en särskilt stor andel även efter ett uppköp, varför budplikten då lämpligen istället bör utföras av den av de närstående som har den större andelen. Denna situation kan uppkomma t.ex. när ett dotterbolag köper aktier i bolag vilket dess moderbolag har ett större innehav i, så att koncernens sammantagna innehav motiverar budplikt. Dotterbolaget, som då endast innehar en mindre aktiepost, blir då budpliktigt enligt 1 §. Koncernens moderbolag, med det större innehavet, kan vara den mest lämpade att ställa budet.

Ett annat exempel som nämns i specialmotiveringen är där samma situation som ovan uppstår genom budplikt härledd från 2 § 2 st. 2 p., det vill säga att ett närståendeförhållande uppstår. Här får FI besluta att annan än den som anges i andra stycket istället skall vara skyldig att lämna erbjudandet.

Ett närståendeförhållande kan bl.a. uppkomma genom att delägarna har ingått ett aktieägaravtal (5 § 4 p.). Exempel på särskilda skäl i det fallet är enligt specialmotiveringen att aktieägaravtalet reglerar vem som skall vara budpliktig (och att detta med hänseende till omständigheterna kan godtas), eller att aktieägaravtalet reglerar rösträtten så att den ene delägaren ändå inte kommer att få något betydande inflytande.¹⁸³ Om båda delägarna skulle ha lika stora andelar blir båda budpliktiga. Här får inspektionen besluta att endast den ana skall omfattas av budplikten.¹⁸⁴

4.2.5 Tolkningsbesked avseende försvarsåtgärder

Den som har ett berättigat intresse i saken kan enligt 7 kap. 4 § även ansöka om tolkningsbesked huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. LUA. Den modell som valts av den svenska lagstiftaren är som tidigare sagts att i 1 § endast med stämmans medgivande ”*vidta åtgärder, som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande*”. Det blir alltså upp till nämnden att avgöra huruvida en viss åtgärd faller inom definitionen av en försvarsåtgärd.

¹⁸¹ Prop. 2005/06:140 s. 100.

¹⁸² Prop. 2005/06:140 s. 104 f.

¹⁸³ Prop. 2005/06:140 s. 104.

¹⁸⁴ Prop. 2005/06:140 s. 105.

Den som planerar att genomföra åtgärden som är föremålet för begäran av tolkningsbesked har i allmänhet ett berättigat intresse, såtillvida det föreligger oklarhet. Vad gäller försvarsåtgärder torde detta vara ledningen i målbolaget men även målbolagets aktieägare och budgivaren kan givetvis ha ett berättigat intresse. Kravet på berättigat intresse utesluter även rent hypotetiska frågor.¹⁸⁵

I AMN 2006:55 angående MAN:s bud på Scania konstaterade nämnden att de genomförda och planerade åtgärderna var förenliga med LUA, men att kostnaderna för dem inte fick bli oskäligt stora. I AMN 2007:10 fick nämnden sedan anledning att återkomma till kostnaderna i fallet.

4.2.6 Dispensbeslut avseende försvarsåtgärder

Dispens att genomföra åtgärder som riskerar att anses som en otillåten försvarsåtgärd enligt 5 kap. 1 § LUA kan sökas av det aktiemarknadsbolag som planerar att genomföra åtgärden, 7 kap. 5 § LUA. Det krävs att det föreligger särskilda skäl för att dispens skall kunna meddelas och beslutet får förenas med villkor.

Enligt specialmotiveringen torde dispens främst komma ifråga när en åtgärd som i och för sig försvårar ett övertagande, och således är otillåten utan stämmans medgivande, ändå måste genomföras på grund av annan anledning än erbjudandet. Exempel som ges är då styrelsen på grund av kapitalbrist måste utnyttja ett bemyndigande att besluta om en riktad emission eller sälja ut en del av verksamheten till följd av ett tidigare åtagande från bolaget.¹⁸⁶ Ett förbud att genomföra sådan åtgärd under de förhållandena kan ju komma att skada budgivaren i egenskap av aktieägare, även om denne på grund av åtgärden inte avger något anbud på resterande aktier.

4.3 Delegat avseende takeover-reglerna

I OMX:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden anges i I.2 att

”Aktiemarknadsnämnden kan ge besked om hur reglerna ska tolkas och tillämpas. Nämnden kan också medge undantag från reglerna, om särskilda skäl föreligger. Ett sådant undantag kan förenas med villkor.”

Detsamma gäller för Nordic Growth Market NGM AB som i likhet med OMX valt att använda sig av NBK:s regler, vilket innebär att samma regler gäller för alla börsnoterade aktier i Sverige. I kommentaren till I.2 anges vidare att det är av stor vikt att det finns en instans som kan ge auktoritativa besked om tolkning och tillämpning, då ett regelverk avseende offentliga uppköp inte i detalj kan reglera alla frågor ett erbjudande kan ge upphov till. Behovet av att kunna anpassa bedömningen efter den enskilda situationen genom ett utpräglat dispensinstitut understryks även i kommentaren. Dessa frågor ankommer alltså på AMN. Motsvarande bestämmelse återfinns i I.2 i NBK:s motsvarande regler för MTF:er (se ovan 3.6.1).

Nämndens uppgift omfattar till skillnad från vad som gäller enligt delegationen från FI gällande LUA hela regelverket. Regelverket är även betydligt mer omfattande och detalj-

¹⁸⁵ Prop. 2005/06:140 s. 116.

¹⁸⁶ Prop. 2005/06:140 s. 118.

rikt än lagstiftningen. Avdelning II innehåller bestämmelser om förfarandet och erbjudandets utformning. Avdelning III tar sikte på de situationer då medlemmar i bolagsledningen eller ett moderbolag avger eller deltar i erbjudandet. Avdelning IV innehåller bestämmelser rörande hur erbjudandet skall utformas. Varje artikel eller paragraf återföljs även med en kommentar. Noteras bör även att kommentaren till I.2 innehåller en uttrycklig uppmaning att anlita nämnden vid oklarheter gällande tillämpningen av reglerna. Vidare anges att reglerna skall tolkas och tillämpas mot bakgrund av dess syfte. I inledningen till reglerna anges att en teleologisk tolkningsmetod skall användas och att de tidigare beskrivna principerna i Takeover-direktivet skall tjäna som ledstjärna. Knappt hälften av uttalandena avser 2006 takeover-reglerna och drygt hälften under 2007 och 2008.¹⁸⁷

4.4 Skillnader mellan lag- respektive självregleringen

Stattin påpekade i sin bok *Takeover* från 2006 att det förelåg en skillnad mellan AMN:s möjlighet att lämna dispens enligt LUA och takeover-reglerna.¹⁸⁸ LUA 7 kap. 5 § anger att *särskilda skäl* måste föreligga medan motsvarande krav saknades avseende takeover-reglerna. Enligt Stattin innebar detta att det fanns *”ett betydligt vidare utrymme att meddela dispenser och tolkningsbesked”* enligt takeover-reglerna jämfört med LUA. Således borde dispens avseende budplikt och försvarsåtgärder meddelas mer sällan än vad som var fallet innan dessa bestämmelser kom att regleras av LUA.¹⁸⁹ Numera innehåller även takeover-reglerna ett krav på att särskilda skäl skall föreligga.¹⁹⁰ Detta torde i sin tur innebära att utrymmet för meddelande av dispens har minskat avseende takeover-reglerna, vilket innebär att ett mer restriktivt förhållningssätt är påkallat vad gäller samtliga dispensbeslut avseende offentliga uppköpserbjudanden.

4.5 Sammanfattning

AMN:s uppgifter enligt delegationen från FI avser tolkningsbesked och dispensbeslut avseende budplikt och försvarsåtgärder. I förhållande till takeover-reglerna sträcker sig nämndens kompetens dock över hela regelverket. För båda regelverken gäller att särskilda skäl skall föreligga för att dispens skall få meddelas.

¹⁸⁷ AMN:s verksamhetsberättelser 2006-2008.

¹⁸⁸ Takeover s. 114f.

¹⁸⁹ Takeover s. 114.

¹⁹⁰ I.2 takeover-reglerna.

5 Intressekonflikter

5.1 Inledning

Eftersom AMN är sammansatt av representanter från näringslivet blir frågan om jäv och intressekonflikter särskilt viktig för förtroendet för nämndens behandling av ärenden, särskilt när det är fråga om myndighetsutövning. Detta understryks av FI som även påpekat att nämnden saknat klara riktlinjer för behandling av frågan.¹⁹¹ Nämnden har vidare kritiserats för att vara för generös med dispensbeslut, vilket skulle kunna ses som ett uttryck för bristande opartiskhet.¹⁹²

Frågan om intressekonflikter kan delas upp i delfrågor. Det är dels fråga om enskild ledamots jävighet i en viss fråga. Detta är en fråga som regleras genom jävsregler. Det finns dock ytterligare en dimension. Även om det inte är fråga om någon medveten partiskhet eller jäv, kan en snedfördelning mellan de intressen som finns representerade i nämnden och dem besluten angår innebära en passiv partiskhet. I 7 kap. 10 § LUA och lagens förarbeten används formuleringen ”*ett organ med representativa företrädare för näringslivet*”. Det blir alltså fråga om att utreda huruvida AMN kan anses vara ett representativt organ med beaktande av de intressen som finns representerade i nämnden och dess huvudman Föreningen för god sed på aktiemarknaden.

Nämndens uttalande avser företeelser på aktiemarknaden. Två tredjedelar avser dispens eller tolkning vid offentliga uppköp enligt antingen LUA eller Takeover-reglerna.¹⁹³ Det är alltså i normalfallet ett aktiemarknadsbolag som direkt eller genom ombud initierar ett ärende, antingen som budgivare eller målbolag.¹⁹⁴

Aktiebolagsformen medför tre för framställningen centrala huvudtyper av intressekonflikter (aktieägare – bolagets ledning, majoritet – minoritet och bolaget – borgenärer).¹⁹⁵ Konflikten mellan aktieägare och bolagets borgenärer saknar dock i stort relevans för uppsatsens syfte, varför den inte kommer att behandlas.

5.2 Olika intressen i aktiemarknadsbolag

Ett aktiebolag har en rad olika intressenter; aktieägare, stat och kommun, leverantörer, kunder, anställda, borgenärer och bolagsledning.¹⁹⁶

¹⁹¹ FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

¹⁹² AMN:s verksamhetsberättelse 2006 s. 4.

¹⁹³ Se AMN:s verksamhetsberättelser 2006-2008.

¹⁹⁴ Jfr statistiken i SOU 2005:58 ang. uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden 1990-2004.

¹⁹⁵ Aktiebolagets grundproblem, s. 18.

¹⁹⁶ Aktiebolagsrätten s. 23.

Bergström och Samuelsson delar in aktiebolagets grundläggande intressekonflikter enligt följande¹⁹⁷

- Bolagsledning – Aktieägare
- Majoritet – Minoritet
- Aktieägare – Borgenärer
- Aktieägare – Nyttillkomna aktieägare

Alla intressenter är dock inte av intresse i den här framställningen, även om samtliga kan komma att påverkas av ett kontrollskifte. Offentliga uppköp handlar om kontrollen över aktiemarknadsbolag.¹⁹⁸ Striden står mellan en eventuell nuvarande kontrollägare och en förvärvare. Därtill kommer bolagsledningens intresse av att sitta kvar och eventuella försvarsåtgärder. Situationen berör dock inte bara eventuell kontrollägare utan hela aktieägarkollektivet eftersom kursen ofta påverkas av erbjudandet.¹⁹⁹ Aktieägare och bolagsledning framträder alltså som de centrala intressenterna, varför deras inbördes relationer skall behandlas. Aktieägarkollektivet i ett bolag skall inte ses som någon form av enhet, utan som en mängd olika individer och därmed olika intressen. I bolag där en eller flera aktieägare tillsammans har kontroll över bolaget kan aktieägarna delas in i en majoritet och en minoritet. Sådana situationer är utmärkande för den svenska aktiemarknaden.²⁰⁰

5.2.1 Ägarförhållanden på den svenska aktiemarknaden

SCB tar tillsammans med FI fram statistik avseende ägandet på den svenska aktiemarknaden. Enligt ett pressmeddelande daterat den 26 augusti 2009 avseende förhållandena i juni 2009, fördelade sig ägandet enligt följande.²⁰¹

Tabell 5-1 – Ägarstatistik	Ägarandel i procent	Värde i mdkr
Icke-finansiella företag	9,7%	277
Finansiella företag	27,6%	787
Stat, kommun, socialförsäkring	8,2%	234
Hushåll	14,5%	413
Icke vinstdrivande organisationer	4,2%	120
Utländska ägare	35,8%	1021
Summa	100%	2851

Uppgifterna avser aktier på OMX, NGM, Aktietorget och First North. Även onoterade serier i noterade bolag ingår. Största svenska ägarandelen innehas av de finansiella före-

¹⁹⁷ Aktiebolagets grundproblem s. 18.

¹⁹⁸ Jfr ”the market for corporate control” – dvs. teorin att det föreligger konkurrens om att få förvalta resurserna i näringslivet vilket leder till ett effektivare resursutnyttjande, se Takeover s. 11 med vidare hänvisning.

¹⁹⁹ Takeover s. 11f.

²⁰⁰ Aktiebolagets grundproblem s. 129.

²⁰¹ Statistiken kommer från SCB:s publikation FM 20 SM 0902 – *Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2009* – som finns tillgänglig på www.scb.se.

tagen medan en tredjedel ägs av olika utländska ägare. De svenska vinstdrivande företagen kontrollerar tillsammans nästa 40 procent av aktierna. Det anges även att 17,7 procent av Sveriges befolkning, ca 1,6 miljon svenskar, är aktieägare (under högkonjunkturen 2002 var motsvarande siffra 22,6 procent) och äger tillsammans aktier värda mer än 400 mdkr. Hushållens andel har legat något under 20 procent under perioden 1989-2009. Värt att notera är att de fem procent som har de största innehaven tillsammans äger 80 procent av hushållens totala innehav. Ägandet är alltså koncentrerat på endast ett mindre antal individer medan ett större antal har endast små innehav, något som även blir tydligt när medelportföljen är värd 230 tkr medan medianportföljens värde endast uppgår till 13 tkr.²⁰²

Det bör även poängteras att en betydande del av hushållens sparande även sker genom aktiefonder, vilket torde vara en bidragande faktor till de finansiella företagens stora ägande. Här står alltså hushållen för kapitalet (och därmed risken), medan inflytandet tillfaller fondförvaltaren.

5.2.2 Ledning och aktieägare – principal agentteorin

Aktiebolag med en fragmenterad ägarbild, såsom aktiemarknadsbolag, innebär en separation av kontroll och ägande.²⁰³ Varje enskild aktieägare kan inte vara aktiv i skötseln av verksamheten utan den operativa beslutsmakten överläts till stor del till styrelsen, vars medlemmar inte behöver vara aktieägare.²⁰⁴ Detta innebär att bolagsledningen inte per automatik omfattas av ägarintresset, utan kan ha andra intressen än värdemaximering.²⁰⁵ Att det finns ett vinstsyfte med verksamheten i aktiebolag har förutsatts av lagstiftaren vid stiftandet av såväl 2005års ABL som dess förlagor.²⁰⁶ I motiven till 1895 års aktiebolagslag talar lagstiftaren om ”*högsta möjliga afkastning*” såsom det självklara syftet med verksamhet i bolagsformen.²⁰⁷

Eftersom det operativa beslutsfattandet överlåts får aktieägaren en begränsad möjlighet att utöva kontroll, vilket ger styrelsen ett vidare spelrum och ett informationsövertag.²⁰⁸ Detta utgör ett principal agentförhållande, där aktieägarna är principal (huvudmannen) och styrelse agent.²⁰⁹ Problematiken som principalens informationsunderläge och bristande kontrollmöjligheter gentemot agenten kan delas upp i *adverse selection* och *moral hazard*.²¹⁰ Adverse selection avser informationsasymmetrier i förhållandet innan kon-

²⁰² SCB:s publikation FM 20 SM 0902.

²⁰³ Aktiebolagets grundproblem s. 64.

²⁰⁴ Aktiebolagets grundproblem s. 64. Stämman utser i regel styrelsen enligt 8 kap. 8 § 1 st. ABL men styrelsen kan även utses på annat vis som framgår av bolagsordningen. För publikt bolag gäller dock att minst hälften av styrelsen skall utses av stämman, 8 kap. 47 § ABL.

²⁰⁵ Aktiebolagets grundproblem s. 65.

²⁰⁶ Prop. 2004/05:85 s 219.

²⁰⁷ Prop. 1895:6 s. 117. Jfr 3 kap. 3 § ABL.

²⁰⁸ Aktiebolagets grundproblem s. 66 och 31.

²⁰⁹ Aktiebolagets grundproblem s. 31 f.

²¹⁰ Aktiebolagets grundproblem s. 32.

trakt ingåtts, medan moral hazard avser förhållandet när kontrakt ingåtts.²¹¹ Vad gäller aktiebolag sker i viss mån överlåtelsen av kontroll i två steg, när styrelsen i sin tur överlåter förvaltningsuppgifter till den verkställande direktören.²¹² Begreppet ledningen kommer i fortsättningen att användas i vid mening och omfatta styrelse, VD och andra ledningsfunktioner.

Bergström och Samuelsson menar att moral hazard för aktiebolagets del medför tre typfall av risker.²¹³ Ledningen kan utnyttja bolagets medel för egen vinning, ha en annan riskbenägenhet än aktieägarna och/eller en annan planeringshorisont än aktieägarna. Detta kan få till följd att bolagsledning konsumerar på bolagets bekostnad, prioriterar balansomslutning före aktievärde, får tendenser av imperiebyggande genom konsolidering och företagsförvärv eller diversifierar verksamheten istället för att fokusera på värdemaximering åt aktieägarna.²¹⁴ Ledningen kan även i sin strävan att visa goda resultat bortse från långsiktigt sunda strategiska val.²¹⁵

Problematiken mellan principal och agent regleras genom lojalitetsplikten.²¹⁶ Ledningens lojalitetsplikt innebär i korthet att ledningen har att tillvarata aktieägarnas intressen och avhålla sig från åtgärder som kan skada dem.²¹⁷ Moral hazard kan förebyggas genom att principalen vidtar åtgärder ämnade att ge agenten samma mål som principalen, vilket för aktiebolag oftast innebär vinstmaximering.²¹⁸ Exempel på sådana åtgärder är prestationsbaserad ersättning och tvång att förvärva aktier i bolaget.²¹⁹ Det handlar om att tillhandahålla incitament för att agenten skall handla på det sätt principalen önskar, exempelvis genom s.k. incitamentsprogram.²²⁰ Eftersom det finns ett obegränsat antal situationer att reglera är en komplett reglering omöjlig. Det är även förenat med kostnader och riskerar att få en hämmande effekt på ledningens arbete.²²¹ Styrelsens spelrum kan även minskas av förekomsten av kontrollägare i bolaget, något som dock endast flyttar problematiken till att stå mellan majoritets- och minoritetsägare.²²²

²¹¹ Aktiebolagets grundproblem s. 32 och 35.

²¹² 8 kap. 27 § ABL stadgar att styrelsen får utse en VD att sköta den *löpande förvaltningen*, vilken beskrivs i 29 §. Publika bolag är enligt 50 § skyldiga att utse en VD.

²¹³ Aktiebolagets grundproblem s. 66.

²¹⁴ Aktiebolagets grundproblem s. 66-69.

²¹⁵ Aktiebolagets grundproblem s. 69.

²¹⁶ Aktiebolagets grundproblem s. 18.

²¹⁷ Se Aktiebolagets grundproblem s. 95ff. med vidare hänvisningar för en fördjupning.

²¹⁸ Aktiebolagsrätten s. 133 och Aktiebolagets grundproblem s. 129. Jfr 3 kap. 3 § ABL som stadgar att bolagsordningen måste ange om verksamheten helt eller delvis bedrivs utan vinstsyfte.

²¹⁹ Aktiebolagets grundproblem s. 38.

²²⁰ Svensk aktiebolagsrätt s. 247f. och Aktiebolagets grundproblem s. 135.

²²¹ Aktiebolagets grundproblem s. 37f.

²²² Aktiebolagets grundproblem s. 65 och 134f.

5.2.3 Majoritet och minoritet

På den svenska aktiemarknaden har många noterade bolag ett koncentrerat ägande.²²³ Enligt Bergström och Samuelsson innebär det att intressekonflikten mellan ledning och aktieägare inte är den mest aktuella frågan för svenska förhållanden. Förekomsten av kontrollägare förskjuter istället problematiken till intressekonflikten mellan majoritet och minoritet.²²⁴ Detta accentueras även av förekomsten av olika röststarka aktieklasser i svensk bolagsrätt.²²⁵ År 2002 hade ca 55 procent av de svenska aktiemarknadsbolagen skilda aktieklasser med röstvärdesdifferenser.²²⁶ Samtidigt har Sverige ett internationellt sett brett aktieäggande vilket innebär en än mer fragmenterad minoritet i aktiemarknadsbolag (se 5.2.1 ovan).

Huvudregeln i ABL är att bolagsstämmobeslut tas med absolut majoritet, det vill säga mer än hälften av *de avgivna rösterna* krävs för bifall, 7 kap. 40 § ABL.²²⁷ Detta kallas för *majoritetsprincipen*.²²⁸ Det blir alltså i de flesta fall fråga om att ha majoritet *vid stämman*, s.k. *praktisk majoritet*.²²⁹ Vid val gäller enligt 41 § att den kandidat som erhållit flest röster vinner. En aktieägare som kontrollerar mer än hälften av rösterna i ett aktiebolag har därför i princip total kontroll över bolagsorganen.²³⁰ På grund av det spridda ägandet och låga engagemanget bland mindre aktieägare räcker det i praktiken med ett mindre innehav för att uppnå praktisk majoritet i ett aktiemarknadsbolag.²³¹ Den uppfattning som kommer till uttryck i LUA är att tre tiondelar av rösterna i allmänhet torde innebära sådan kontroll.²³²

Även om vinstsyfte och värdemaximering i de flesta fall kan anses gälla för de flesta aktieägare, kan en kontrollägare prioritera andra syften.²³³ Institutionella ägare, såsom fondbolag, och småsparare kanske främst värdesätter avkastning på satsat kapital och utan något intresse av att verksamheten bedrivs på ett visst sätt. Om någon förvärvar en kontrollpost kan det däremot finnas ytterligare intressen bakom förvärvet, även om det självfallet kan bero på att förvärvaren ser möjligheter att effektivisera verksamheten i målbolaget. Innehavet kan ha till syfte att säkra en order, ett samarbete eller att skapa synergieffekter med budgivarens bolag, varför kontrollen i sig har ett värde.²³⁴ Detta

²²³ Aktiebolagets grundproblem s. 129, jfr statistiken avseende förhållandet i USA.

²²⁴ Aktiebolagets grundproblem s. 129.

²²⁵ Takeover s. 87.

²²⁶ Aktiebolagets grundproblem s. 58 med vidare hänvisning.

²²⁷ Se lagrummet angående undantagen.

²²⁸ Aktiebolagets grundproblem s. 76.

²²⁹ Ang. begreppet se Takeover s. 87.

²³⁰ Aktiebolagets grundproblem s. 131.

²³¹ Aktiebolagets grundproblem s 129 f.

²³² Gränsen för budplikt i 3 kap. 1 § LUA.

²³³ Aktiebolagets grundproblem s 131.

²³⁴ Aktiebolagets grundproblem s 131 och Takeover s. 9.

värde kan för den ägarens skull lika gärna uppstå i det förvärvande bolaget, vilket knappast gagnar resterande aktieägare.

En annan intressekonflikt som kan uppstå även mellan kontrollägare och övriga aktieägare är riskbenägenheten. En småsparare kan sprida sina risker genom att investera i mindre poster i olika bolag verksamma i olika branscher. En kontrollägare har däremot bundit upp ett större kapital i bolaget. Å andra sidan kan en kontrollägare ha ett betydligt större inflytande över bolaget än sin faktiska andel, vilket innebär att han har mer vinna än förlora, varför riskbenägenheten även kan vara högre.²³⁵

Minoritetens utsatta ställning har föranlett lagstiftaren att införa ett utpräglat minoritetsskydd i aktiebolagsrätten. Detta består bl.a. av generalklausulerna (7 kap. 47 § och 8 kap. 41 § ABL), utsvältningsregeln (18 kap. 11 § ABL), likhetsprincipen (4 kap. 1 § ABL) och rätt att bli utlöst (22 kap. ABL). Minoriteten skyddas även genom att vissa beslut kräver kvalificerad majoritet (se 7 kap. 40 § ABL med vidare hänvisningar).

5.3 Sammanfattning

I svenska aktiemarknadsbolag finns i allmänhet en stark kontrollägare med praktisk majoritet på bolagsstämman och därmed ledningen. Det breda aktieägandet medför samtidigt en fragmenterad minoritet. Detta gör att den mest påtagliga intressekonflikten står mellan majoritet och minoritet.

²³⁵ Jfr Aktiebolagets grundproblem s. 131f.

6 Kort om prejudikatvärde

6.1 Inledning

Eftersom AMN:s organisation, uppgifter, förfarande och sammansättning samt området offentliga uppköpserbjudanden nu har studerats finns ett gott underlag för att kommentera värdet av nämndens uttalande som rättskälla. Först skall därför vedertagna principer för källvärdering kort presenteras, för att sedan appliceras på nämndens praxis. Det finns även anledning att kommentera de tolkningsprinciper och metodfrågor som gäller för regleringen av rättsområdet.

6.2 Avgöranden och myndighetspraxis

Ett prejudikat kan definieras som en vägledande dom från *högsta instans*. I svensk rätt ses Högsta domstolen (HD), Regeringsrätten (RegR), Arbetsdomstolen och Marknadsdomstolen som prejudikatinstanser, men även EG-domstolens och Europadomstolens domar bör ses som prejudikat.²³⁶ Ett prejudikat är betydelsefullt i den mån det utvisar hur en viss regel skall tillämpas i en specifik situation och även andra avgörande kan ha en prejudicerande verkan.²³⁷ Om en fråga avgörs i en Hovrätt men inte tas upp i HD kan avgörandet få ett visst prejudikatvärde och tas då in i RH.²³⁸ I HD och RegR krävs ett avgörande i plenum för att domstolen skall kunna avvika från sin tidigare praxis, vilket är ämnat att åstadkomma enlighet i rättstillämpningen och avsteg måste motiveras.²³⁹ Domar från lägre instanser utgör inte prejudikat i egentlig mening men används ändå i viss mån vid lagtolkning, särskilt då frågan inte avgjorts av högre instans.²⁴⁰ Dessa tolkningar är dock inte slutgiltiga på det sätt som gäller för högsta instans avgörande, då högre instans i ett annat fall kan tolka och tillämpa rättsregeln annorlunda.

Vad gäller myndighetspraxis kan denna få inflytande såtillvida det inte finns någon mer auktoritär behandling av tolkningsfrågan. Det finns dock ingen skyldighet för domstolarna att ta hänsyn till myndighetens tolkning.²⁴¹ Eftersom det även talas om god sed på aktiemarknaden kan frågan ställas om nämndens praxis skall ses som sedvana. Jag drar dock slutsatsen att så ej är fallet då det är fråga om avgöranden och inte partsbruk, även om det i och för sig får till följd att ett visst handlande kan bli sedligt bruk.²⁴²

6.3 Särskilt om tolkning och metod på området

6.3.1 Tolkningsprinciper

Enligt en traditionell juridisk metod värderas rättskällorna hierarkiskt enligt (grundlag), lag, förarbeten, praxis och doktrin. På området offentliga uppköpserbjudanden torde

²³⁶ Juridiken s. 37.

²³⁷ Tolkning och tillämpning s. 39.

²³⁸ RH – Rättsfall från Hovrätterna. Se Tolkning och tillämpning s. 40.

²³⁹ Tolkning och tillämpning s. 39.

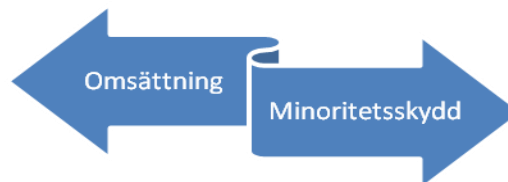
²⁴⁰ Tolkning och tillämpning s. 39 och Takeover s. 30.

²⁴¹ Takeover s. 30.

²⁴² Jfr Tolkning och tillämpning s. 46f.

rättskällehierarkin istället kunna skrivas (1) takeover-direktivet, (2) LUA och i förekommande fall annan lag och (3) domar och avgöranden.²⁴³ En högre instans avgörande har självfallet ett högre prejudikatvärde än en lägre instans avgörande, eftersom den högre instansen kan ändra den lägre instansens dom. Lagstiftaren har dock angett att det även i fortsättningen är meningen att tyngdpunkten skall ligga i första instans och antalet överklaganden hittills är försumbart. Det är därför troligt att AMN även i fortsättningen kommer att stå för en stor del av områdets praxis.²⁴⁴

All reglering har en gemensam grund i de principer som Art 3 i takeover-direktivet stadgar och som ursprungligen härstammar från *The City Code*. Dessa skall enligt Stattin ses som uttalade tolkningsprinciper.²⁴⁵ Eftersom lagstiftning som härstammar från ett direktiv skall tolkas i ljuset av detta, kan takeover-direktivet användas vid tolkning LUA. Eftersom det numera finns ett lagstadgat krav för marknadsplatserna att ha regler som uppfyller direktivets krav, och att takeover-reglerna explicit hänvisar till dessa, gäller även detta för dessa regler. Således skall en direktivkonform tolkning göras av all befintlig reglering. Problemet blir att det ofta, som t.ex. vid ett dispensärende avseende budlikt, blir en fråga om vilken princip som värderas högst, skyddet för omsättningen eller minoritetsägare.²⁴⁶



6.3.2 Metod

Juridisk metod går ut på att fastställa gällande rätt, de lege lata. Stattin anger att det kan ses som ett strukturerat arbetssätt för att fastställa vilken bedömning en domstol eller myndighets skulle göra om frågan skulle komma att hamna på dess bord.²⁴⁷ Således skulle det för området offentliga uppköpserbjudanden bli fråga om att avgöra vilken bedömning AMN, FI eller allmän förvaltningsdomstol kan komma att göra. Som FI påpekat finns det skillnader mellan hur nämnden och inspektionen hanterar ett ärende, vilket kan innebära att de gör olika bedömning (se ovan 2.7.2). Hos AMN kan en sökande i princip räkna med att ingen annan kommer att inträda som part, varför avgörandet till viss mån torde gå att styra genom urvalet av den dokumentation som lämnas till nämnden. Det blir här alltså i praktiken fråga om att avgöra huruvida någon kommer att överklaga nämndens beslut. Om överklagan sker till FI kommer då även den andre partens invändningar att iakttagas och inspektionen har som myndighet en mer omfattande utredningsplikt. Hittills har en dispensökande, på grund av den låga frekvensen av överklaganden, i princip kunnat vara säker på att ett positivt beslut från nämnden inte kommer att överklagas.

²⁴³ Jfr Takeover s. 32.

²⁴⁴ Jfr Takeover s. 29.

²⁴⁵ Takeover s. 32.

²⁴⁶ Takeover s. 32.

²⁴⁷ Takeover s. 31.

7 Analys

7.1 Inledning

I detta kapitel skall ovan presenterad fakta analyseras mot bakgrund av syftet med uppsatsen. Det blir alltså fråga om att utreda huruvida AMN:s sammansättning är lämplig för de förvaltningsuppgifter nämnden tilldelats och att genomföra en analys av prejudikatvärdet av nämndens uttalanden vad avser LUA och takeover-reglerna. Kapitlet kommer först att behandla de centrala områden som identifierats för att sedan gå in på frågorna om nämndens sammansättning och prejudikatvärde.

7.2 Aktiemarknadsnämnden

7.2.1 Organisation

AMN är ett privaträttsligt subjekt bildat av en sammanslutning av intresse. Och branschorganisationer. Verksamheten regleras av en avdelning i Föreningsstadgarna och Arbetsordningen. Det är därför inte självklart att syftet med nämnden är att göra objektiva uttalanden sett ur samhällets bästa. Syftet var snarare att undvika en mer omfattande lagreglering på börs- och värdepappersområdet. I och med lagregleringen och delegationen från FI blir dock nämnden underkastad ytterligare regler, framförallt valda delar av FL men även andra bestämmelser förknippade med myndighetsutövning. Dessa gäller dock endast vid en del av nämndens ärenden. De torde dock ge nämndens organisation högre legitimitet som dispens- och tolkningsorgan.

7.2.2 Förfarandet

Förfarandet hos nämnden är mindre reglerat än vad som gäller för förvaltningsmyndigheter och domstolar. Nämnden tillämpar endast valda delar av FL medan det för andra myndigheter och domstolar även blir fråga om RB eller FPL. Detta innebär att förfarandet i första instans kommer att avvika från det som blir aktuellt vid en överprövning. FI lyfter fram problemet med att nämnden är bunden till den framställan som gjorts, medan inspektionen omfattas av officialprincipen. FL:s regler behöver dessutom bara tillämpas när det gäller dispens och tolkning enligt LUA, vilket innebär att förfarandet skiljer sig mellan olika typer av ärenden. Fråga är huruvida de mer omfattande reglerna gällande myndighetsutövning kanske även har en viss påverkan på förfarandet vid nämndens övriga ärenden. I och med att takeover-reglerna fått en mer officiell status som en del av regleringen enligt direktivet, uppstår frågan om dessa krav även borde gälla vid behandling av dessa ärenden.

Jävsfrågan torde i praktiken kunna lösas genom valet av de ledamöter som skall ingå i den nämnd som handlägger ett ärende. Ordföranden väljer ledamöter som denne inte har anledning att tro är jäviga i frågan. Skulle en av dessa ha kännedom om motsatsen är denne skyldig att tillkännage detta. Detta förfarande kan dock inte tillämpas i de ärenden som handläggs av ordföranden eller direktören, vilka vissa år har utgjort en ansevärd del av ärendena.²⁴⁸

Eftersom LUA riktar sig till budgivare och målbolag finns det ingen anledning för andra att söka dispens enligt lagen. Avgifterna som tas ut kan dock få till följd att minoritets-

²⁴⁸ Jfr statistiken i FI:s utvärderingar och nämndens verksamhetsberättelser 2006-2008.

ägare inte heller begär tolkningsbesked i någon större mån. Avgifterna är en betydligt mindre kostnad för bolagen och större aktieägare än för småsparare och innehavare av mindre poster. Ställs avgiften i relation till en småsparares innehav i bolaget torde det i många fall vara en bättre affär att sälja av innehavet med förlust än att anlita nämnden. Att verksamheten inte längre finansieras av Föreningen för god sed på aktiemarknadens huvudmän måste dock anses som positivt, då detta torde minska den beroende ställningen till föreningens huvudmän.

Motiveringsplikten vid myndighetsutövning innebär att skälen till besluten skall framgå.²⁴⁹ FI menar i sin första utvärdering att skälen för besluten framstår som schablonmässiga.²⁵⁰ Övervägandena nämnden har gjort framgår inte i skälen och det saknas resonemang om hur ett visst beslut eller viss åtgärd påverkar aktieägarna i målbolaget, vilkas skydd är ett av huvudsyftena med takeover-direktivet (se ovan 3.4). Detta gör det svårt att avgöra vilken vikt nämnden lagt vid särskilt minoritetens intressen. Inte heller framgår de överväganden som gjorts när dispens meddelats tillsammans med villkor. Som exempel anger FI att den tid som en aktieägare har på sig att minska sitt innehav varierade mellan sex och 24 månader, utan motivering till varför fristen varierar. FI konstaterar dock i sin andra utvärdering att det finns en mer utförlig motivering för dispens och nämndens överväganden vad gäller påverkan på aktieägarna i målbolaget framgår mer.²⁵¹

Det är något förvånande att ett organ vars uppgift sedan starten varit att utverka god sed har fått motta kritik angående bristfällig motivering av beslut. Även om motiveringsplikten enligt 20 § FL bara gäller vid ärenden enligt LUA torde värdet av uttalanden som hjälpmedel vid tolkning även avseende takeover-reglerna öka markant om det går att följa vilka överväganden nämnden gjort. Det skall här även särskilt noteras att FI i sitt resonemang angående motivering anger minoritetsintresset som speciellt skyddsvärt.

FI påpekar i sin första utvärdering av delegationen att vissa regler har en negativ effekt på möjligheten för annan än den som ligger bakom framställan att överklaga nämndens beslut eller inträda som part. Behovet av snabb handläggning och sekretess i uppköpssituationer föranleder å ena sidan lagstiftaren att påpeka att tyngdpunkten skall ligga i första instans. Detta måste å andra sidan ställas mot aktieägarens skyddsintresse. Den korta fristen att lämna erbjudande som lagen stadgar är ämnad att tillgodose skydda aktieägare mot långdragna stridigheter om kontrollen av målbolaget. Lagstiftaren valde att inte ta fasta på takeover-utredningens förslag att begränsa rätten att överklaga, vilket kan tolkas som att aktieägarnas skyddsintresse ändå värderats högre. FI påpekar vidare att det inte går att avgöra vilken inverkan detta har på antal överklaganden i praktiken. Det går dock att konstatera att överklaganden är ytterst ovanliga. Hög frekvens meddelad dispens (och för sökanden positiva tolkningsbesked) kan förklara varför inga beslut har överklagats av sökanden. De överklaganden som inkommit har även varit överspelade innan de hunnit prövas i sak. Det torde även vara svårt för nämnden att göra den helhetsbedömning som efterstävas om sökandens identitet tillåts vara okänd.

²⁴⁹ 20 § FL.

²⁵⁰ FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

²⁵¹ FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

Om det i praktiken inte finns någon möjlighet att angripa ett beslut innan dess verkningar är irreversibla uppstår frågan huruvida detta är förenligt med Sveriges åtaganden enligt EKMR. Art 6.1 EKMR stadgar att var och en vid prövning av hans civila rättigheter skall vara berättigad till en rättvis offentlig förhandling inför en oavhängig och opartisk domstol upprättad enligt lag. Domen skall avkunnas offentligt såtillvida det inte är påkallat av den allmänna moralen eller ordningen, nationell säkerhet, skydd för minderårigas och andras privatliv eller då det är strängt nödvändigt eftersom offentlighet skulle skada rättvisans intresse. Undantagen skall även tillämpas restriktivt. Lagstiftaren hänvisar i propositionen även till Art 6 EKMR när takeover-utredningens förslag om att begränsa rätten till överklagande förkastas.²⁵²

FI påpekar även att sökanden i vissa ärenden har kunnat vara anonym.²⁵³ Inspektionen anser att det inte bör finnas möjlighet att vara anonym då det är fråga om myndighetsutövning. Det är dock inget problem vad gäller underhandskontakter och konsultationer då dessa inte utgör bindande beslut. Nämnden menar att det finns fördelar med att generella tolkningar av formuleringar i lagtext och andra principfrågor avgörs anonymt. Frågan tas enligt nämnden endast upp om det är klart att anonymiteten saknar betydelse. Inspektionen anger att det i dessa fall kan vara acceptabelt, men efterlyser försiktighet med att acceptera anonymitet. Detta bör inte godtas när det kan påverka möjligheten att överklaga beslutet. I utvärderingen anger FI att nämnden har klargjort att det alltid går att vara anonym vid frågor angående tolkning av LUA hos direktören. Vid beslut går det som huvudregel inte att vara anonym. Det finns dock en möjlighet då frågan är av stort allmänt intresse och beslutet är av en sådan natur att det inte *"kan anses gå vare sig sökanden eller någon annan emot på det sätt som krävs för att beslutet skall kunna överklagas"*. Inspektionen menar här att identiteten skall vara känd när det är fråga om skriftliga och överklagbara beslut, med vilket nämnden instämmer.²⁵⁴

FI påpekade i sin första utvärdering att det inte framgick ur skälen varför beslut var konfidentiella. Detta borde vara tydligt motiverat då lagen kräver särskilda skäl. Huvudregeln är att beslut skall kungöras direkt, något som enligt inspektionens mening är beslutsdagen eller nästföljande vardag. Endast fåtalet beslut kungjordes dock inom denna tidsintervall utan oftast kunde det dröja uppåt två veckor och i vissa fall handlade det om någon månad.²⁵⁵ Motiveringsplikten framgår av 20 § FL. Nämnden skall själv avgöra när beslut offentliggörs. AMN uppger i verksamhetsberättelserna att nämnden inte offentliggör beslut utan medgivande från sökanden. FI konstaterar i sin andra utvärdering att nämnden tagit till sig av den kritik som lämnades i föregående utvärdering. Uttalandena kungörs tidigare och skäl för avsteg från huvudregeln framgår av beslutet.²⁵⁶

Av FI:s två beslut angående de inkomna överklagandena av AMN 2008:47 och AMN 2009:8 kan vissa slutsatser dras. Det torde vara en svår bevisfråga huruvida någon överenskommelse föreligger i FI Dnr. 09-533. Ärendet gör att effektiviteten av generalklausulen i 3 kap. 5 § 5 p. LUA kan ifrågasättas, eftersom CayTel lyckades skjuta upp bud-

²⁵² Prop. 2005/06:140 s. 85.

²⁵³ FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

²⁵⁴ FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610).

²⁵⁵ FI:s utvärdering nr. 1 (dnr 07-1845-610) och utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

²⁵⁶ FI:s utvärdering nr. 2 (dnr 08-8404).

plikten till en mer gynnsam tidpunkt. Ärendet har sedan överklagats hos Länsrätten i Stockholms län, mål nr. 8212-09. Länsrätten anger per e-post den 17 november 2009 att den skall ta ställning till om ytterligare skriftväxling ska ske och att det i nuläget inte är möjligt att ange någon tid inom vilken målet kommer att vara avgjort. Detta innebär att ärendet inte kommer att vara avgjort då denna uppsats läggs fram, varför det inte kan ingå i uppsatsen. Även om FI:s resonemang bakom avskrivandet av ärendet FI Dnr. 09-4344 i och för sig är korrekt, kan fråga ställas huruvida den begränsade praxisen från högre instans ändå hade kunnat motivera en prövning i sak. Statistiken över inkomna överklaganden ser ut som tabellen nedan visar. FI Dnr. 09.533 avser dock ett uttalande AMN gjorde 2008.

Tabell 7-1 – Överklaganden	2006	2007	2008	2009
Totalt antal ärenden	59	44	51	x ²⁵⁷
Överklaganden till FI	0	0	0	2

7.3 Reglering och uttalanden

LUA:s krav vänder sig till budgivare (budplikt mm.) och målbolag (försvarsåtgärder). Det är därför endast de som kan komma att begära dispens från de åligganden lagen medför i en budsituation. Tolkningsbesked kan dock även sökas av andra med ett berättigt intresse. Nämnden har fått kritik för att ofta lämna dispens och positiva tolkningsbesked, vilket enligt nämnden dock kan förklaras av den omfattande praxis som finns.²⁵⁸

Det viktigaste att ta med sig är syftet med regleringen. I Takeover-utredningens betänkande återfinns en summering, nämligen att möjliggöra sunda omstruktureringar samtidigt som aktieägarna garanteras en rimlig behandling. De principer som återfinns i Art 3 takeover-direktivet är därför centrala för all reglering på området. Aktieägarna skall själva ta ställning till budet och de skall behandlas lika. Dessa principer rör alltså aktiebolagets grundläggande intressekonflikter; mellan ledning och aktieägare och mellan majoritet och minoritet (se ovan 5.3). Vissa regler är ämnade att skydda aktieägarkollektivet från bolagsledningen medan andra är ämnade att skydda minoriteten från majoriteten.

En annan viktig skillnad som införts är det sanktionerade lagtvånget att följa börsernas regler, vilket har gett dem en officiell status och än högre legitimitet, samtidigt som antalet budgivare som omfattas av dem ökat. Att motsvarande regler med motsvarande delegation till AMN även från årsskiftet skall gälla för MTF:er kommer att öka antalet bolag vars aktier träffas av denna del av regleringen.

7.4 Intressekonflikter

7.4.1 Allmänt

Av de tidigare avsnitten i kapitlet har framgått att det finns tre stora intressegrupper inom ett aktiemarknadsbolag; bolagets ledning, större aktieägare och minoritetsägare. Förekomsten av kontrollägare på den svenska aktiemarknaden gör att principal agent-

²⁵⁷ Året är i skrivande stund inte slut, varför rutan lämnas tom.

²⁵⁸ Se nämndens verksamhetsberättelse för 2008 s. 4.

problematiken blir mindre aktuell och intressekonflikten förskjuts till förhållandet majoritet – minoritet.

7.4.2 Specifikt för en uppköpssituation

Om det sker ett kontrollskifte i ett bolag torde den nya kontrollägaren vilja utöva sin kontroll genom att tillsätta en ny styrelse och VD vars lojalitet han kan räkna med. Reglerna avseende försvarsåtgärder är därför avsedda att skydda aktieägarna mot att sittande styrelse och VD skall försöka sabotera budet i strid mot aktieägarnas intresse. Principal agentproblematiken i en uppköpssituation regleras genom principen att aktieägarna själva skall ta ställning till budet.

Minoritetsskyddet kommer till uttryck i bestämmelserna om budplikt och principen om likabehandling. Takeover-reglerna innehåller vidare mer detaljerade bestämmelser som bl.a. reglerar hur stor premie som får betalas till innehavare av mer röststarka aktier, det vill säga oftast majoritetsägare.²⁵⁹

En kontrollägare med praktisk majoritet på stämman kan utnyttja att majoritetsprincipen styr huruvida försvarsåtgärder är tillåtna och använda sig av sådana för att försöka behålla sin ställning. Detta urholkar till viss del betydelsen av förbudet och torde förskjuta problematiken till att stå mellan majoritet och minoritet. Eftersom förekomsten av kontrollägare som sagts är hög torde den mest accentuerade intressekonflikten för den svenska marknaden alltså vara den mellan majoritet och minoritet (se ovan 5.3).

7.5 Sammansättningen

7 kap. 10 § LUA talar om *ett organ med representativa medlemmar för näringslivet*. Valet av ledamöter skall enligt 16 § Föreningsstadgarna syfta till att ge nämnden en sammansättning som aktörerna på marknaden kan känna förtroende för och som i övrigt är lämplig i förhållande till nämndens arbete. Utav detta kan tre frågeställningar, eller rekvisit, formuleras.

- AMN:s sammansättningen skall vara representativ för näringslivet.
- Nämnden skall ha en sammansättning som aktörerna på marknaden kan känna förtroende för.
- Sammansättningen skall i övrigt vara lämplig i förhållande till nämndens arbete.

7.5.1 Ett representativt organ för näringslivet

Den första frågan är alltså huruvida nämndens sammansättning är representativ för näringslivet. De intressen som identifierats vid offentliga uppköpserbjudanden är bolagen och aktieägarna. Ägarna är i sin tur indelade i kontrollägare/majoritet och en minoritet. Det har även konstaterats att det i många fall föreligger en intressegemenskap mellan majoritet och ledningen, varför intressekonflikten mellan majoritet och minoritet accentueras (se ovan 5.3). Det har vidare konstaterats att regleringens syfte är att skydda aktieägare mot orättvis behandling vid kontrollägarskiftet och övertaganden i övrigt (se ovan 3.4).

²⁵⁹ Jfr II.11 takeover-reglerna.

Frågan huruvida AMN är ett representativt organ för näringslivet beror även på vad som menas med *näringslivet*. Av Svenska Akademiens Ordbok (SAOB) följer definitionerna

”*NÄRINGS-LIV. sammanfattande, om näringarna i ett land l. en stad osv.*”.

”*NÄRING. yrkesmässig värksamhet som ger åt utövaren de nödvändiga ekonomiska möjligheterna för hans (o. hans familjs osv.) försörjning...*”.

En snäv tolkning skulle därför medföra att många aktieägare i egenskap av privatpersoner, t.ex. småsparare, inte inkluderas utan endast kommersiella innehav omfattas. De icke-kommersiella aktieägarna (det vill säga småspararna/hushållen) är dock *till antalet* en stor del av minoritetsägarna, då de representerar 14,5 procent av det totala börsvärdet delat på ett stort antal ägare (se ovan 5.2.1). De är tillika en av de grupper som regleringen avser att skydda (se ovan 3.4). Därför borde begreppet ges en mer extensiv tolkning innebärande att minoriteten omfattas.

I 8 kap. 1 § LUA stadgas att ett beslut får överklagas av den som beslutet angår, vilket även överensstämmer med 22 § FL. Enligt propositionen är det endast sökanden som automatiskt omfattas av överklaganderätt, under förutsättning att beslutet gått denne emot.²⁶⁰ Det går dock svårligen att argumentera för att ett dispensbeslut avseende budplikt eller försvarsåtgärder inte skulle anses angå en aktieägare i bolaget. De två överklagande som hittills inkommit har kommit från privatpersoner, troligtvis aktieägare (se referat i kapitel 2). Det framgår inte huruvida FI resonerat kring rätten att överklaga i något av besluten men skälen till avskrivning och avslag har varit andra.

Detta talar för att även aktieägarna skall anses inräknade bland marknadens aktörer och därmed omfattas av termen *näringslivet*, vilket innebär att nämnden skall vara representativt för aktiemarknadsbolagen och deras aktieägare. Därför bör ett lednings-, majoritets- och minoritetsintresse finnas representerat i nämndens sammansättning.

I propositionen till LUA anförde lagstiftaren följande angående sammansättningen.²⁶¹

”*Några remissinstanser har framfört synpunkten att organet bör ha en bredare sammansättning än vad Aktiemarknadsnämnden har i dag och än vad som uttrycks i den föreslagna lagtexten. Med anledning härav vill vi framhålla att det, med den ordning vi föreslår, ankommer på Finansinspektionen att pröva att organet i fråga har den sammansättning, organisation, beslutsstruktur och beslutskompetens som kan anses nödvändig. En bestämmelse med den föreslagna innebörden hindrar dock inte att det i organet också ingår andra personer, exempelvis någon eller några med domarerfarenhet och personer med anknytning till den akademiska världen. Mot denna bakgrund gör vi bedömningen att den ordning som vi föreslår har förutsättningar att fungera väl. Om så skulle visa sig inte bli fallet, kan det givetvis finnas anledning att i ett senare sammanhang återkomma till frågan.*”

Vissa remissinstanser (FI, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen och Aktiespararna)²⁶² hade alltså synpunkter på sammansättningen då det stod klart att AMN skulle få behålla rollen som tolknings- och dispensinstitut. Lagstiftaren antyder här värdet av

²⁶⁰ Prop. 2005/06:140 s. 125.

²⁶¹ Prop. 2005/06:140 s. 82.

²⁶² Prop. 2005/06:140 s. 81.

att ha in oberoende ledamöter. Bäst vore givetis att samtliga ledamöter är oberoende. Detta blir dock problematiskt då erfarenhet från näringslivet som efterfrågas. Det får därför anses tillräckligt att det finns en balans mellan de intressen som finns representerade. Det är vidare upp till FI att kontinuerligt utvärdera huruvida nämndens sammansättning uppfyller kraven.

7.5.1.1 Utgångspunkter för analys av huvudmän och ledamöter

Jag gör i uppsatsen antagandet att Föreningen för god sed på aktiemarknadens styrelse, när den utser ledamöter i AMN, väljer kandidater som delar de värderingar som finns representerade i styrelsen. Detta torde i sin tur innebära att nämnden som helhet kommer att ha det perspektiv dess huvudmän har, eftersom dessa utser styrelsen. Beroende på vilka intressen huvudmännen förespråkar påverkas således nämndens värdegrund.



Innehavare av större poster i aktiemarknadsbolag torde i nästan samtliga fall vara antingen institutionella ägare eller andra större bolag, då det blir fråga om stora värden. Antalet fysiska personer med den typen av innehav får i sammanhanget anses försumbart (och torde i vilket fall sakna ett småspararperspektiv). När det gäller minoriteten torde det i de flesta fall vara fråga om landets alla småsparare och poster ägda av bolag, att betrakta som rena kapitalplaceringar då de inte medför något praktiskt inflytande. Innehavarna av de större posterna får anses representera ett majoritetsintresse medan resterande aktieägare utgör minoriteten. Eftersom starka kontrollägare får en stark kontroll över styrelsen kommer majoriteten och styrelsen i de flesta fall ha överensstämmande intressen.

För att kunna kallas ett representativt organ måste nämnden bestå av representanter från samtliga intressegrupper med en någorlunda jämn fördelning. Nedan skall undersökas huruvida dessa tre intressen finns representerade i nämnden genom en undersökning av dess huvudmän och ledamöter.

7.5.1.2 Föreningen för god sed på aktiemarknadens huvudmän

Föreningen för god sed på aktiemarknadens, och därigenom AMN:s,²⁶³ huvudmän är Aktiemarknadsbolagens förening, FAR SRS, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, OMX Nordic Exchange Stockholm, Stockholms Handelskammare, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenskt Näringsliv och Sveriges Försäkringsförbund.²⁶⁴ AMN:s ledamöter utses som tidigare nämnts av Föreningens styrelse.²⁶⁵ Det är därför av intresse att utreda vilka intressen dessa huvudmän representerar. En kort kommentar angående respektive huvudman återfinns i Bilaga 1.

²⁶³ Eftersom nämnden är ett sakorgan under föreningen.

²⁶⁴ Se föreningens hemsida eller AMN:s hemsida, 2009-11-02 kl. 10.26.

²⁶⁵ 16 § Föreningsstadgarna.

Gemensamt för Fondbolagens förening, Institutionella ägares förening, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondförvaltarföreningen, Fondbolagens förening och Sveriges Försäkringsförbund är att de representerar bolag som i allmänhet är institutionella ägare med stora innehav och kontrollposter. Dessa får därför anses ha ett majoritetsperspektiv.

Stockholms Handelskammare och Svenskt näringsliv torde representera ett bolagsvänligt intresse, då de arbetar för ett bättre företagsklimat. FAR SRS representerar bolag vars kundstock till stor del utgörs av företag. Förening torde inte företräda något utpräglat ägarperspektiv.

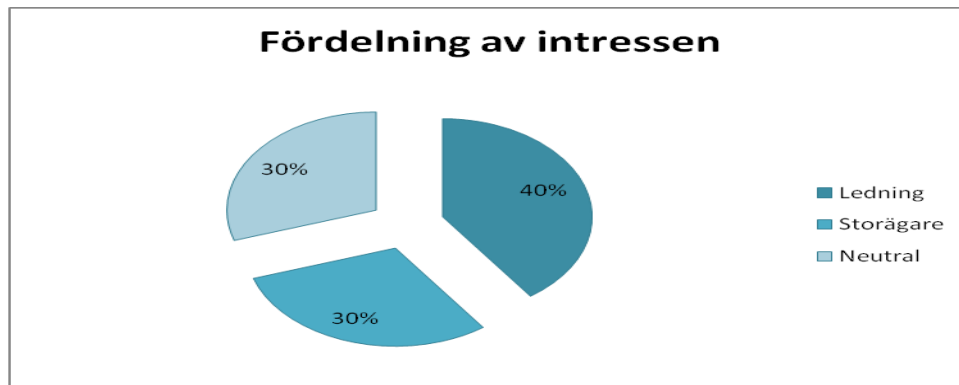
Några av huvudmännen kan dock inte tillskrivas något utpräglat intresse för någon speciell intressegrupp. OMX Exchange Nordic Stockholm torde ha ett intresse av att samtliga inblandade har förtroende för börsen, även om börsen torde ha mer kontakt med de noterade bolagen och eventuellt större ägare än minoritetsägare.

Mot bakgrund av vad som sagts om respektive huvudman har jag klassificerat dem. Tabell X visar vilka intressen respektive huvudman kan anses representera. En huvudman kan representera flera intressen. Även om det som sagts föreligger en intressegemenskap mellan ett lednings- och storägarperspektiv på den svenska marknaden har jag valt att ha kvar indelningen då vissa huvudmän inte kan tillskrivas båda intressen.

Tabell 7-2 – Intressen huvudmän

	Ledning	Storägare	Minoritet
Aktiemarknadsbolagens Förening	X		
FAR SRS	X		
Fondbolagens förening	X		X
Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden		X	
OMX Nordic Exchange Stockholm	X	X	X
Stockholms Handelskammare	X		
Svenska Bankföreningen		X	
Svenska Fondförvaltarföreningen	X	X	X
Svenskt Näringsliv	X		
Sveriges Försäkringsförbund		X	
Summa	6	5	3
Varav enda intresse	4	3	0

Tre av totalt tio huvudmän har endast ett majoritetsintresse. Fyra av huvudmännen får anses representera ett ledningsperspektiv. De tre huvudmän som kan anses representera ett minoritetsintresse har inte det som enda intresse. OMX torde representera hela skalan och även FAR SRS får anses sakna något utpräglat minoritetsintresse, varför de får anses ha en mer neutral inställning till frågan. Detta gäller även Svenska Fondförvaltarföreningen då den var en av de remissinstanser som anmärkte att nämnden skulle ha en bredare sammansättning (se ovan 7.5.1). Av de huvudmän som kan tillskrivas ett mer utpräglat intresse finns samtliga inom grupperna ledning och majoritet, vilka tidigare konstaterats har en intressegemenskap på den svenska aktiemarknaden.



En kategorisering enligt ovan kan anses subjektiv och sakna akademiskt djup. Den är ej heller på något sätt en exakt empirisk undersökning. Detta saknar dock i princip betydelse i sammanhanget. Tabellen syftar till är att belysa en aktuell problematik som det är svårt att bortse från, oavsett om någon inte instämmer i klassificeringen av samtliga huvudmän. Det kan i vart fall konstateras att ingen av huvudmännen har ett utpräglat minoritetsintresse, samtidigt som det finns huvudmän med ett starkt intresse hos institutionellt ägande och bolagsledningar.

7.5.1.3 Aktiemarknadsnämndens ledamöter

Styrelsens aktuella sammansättning finns publicerad på nämndens officiella hemsida, där även ledamöternas yrkestitel framgår.²⁶⁶ Enligt sidan framgår det att nämndens ordförande är ett före detta justitieråd och vice ordföranden ett nuvarande justitieråd. Som representant från den akademiska världen finns en docent. Andra titlar är en före detta börschef, en övervakningschef, tre advokater, en chefsjurist och en ”*Chef Investment Banking*”. Övriga 13 ledamöter har titeln direktör. Dessa titlar är dock efter en närmare granskning inte helt rättvisande. Analysen av ledamöternas intressen kommer att göras i tre steg.

- Först skall de klassificeras enligt yrkesroll eller titel.
- Därefter skall kort utredas vilka intressen respektive titel kan anses representera. Resultatet skall sedan justeras efter faktiska förhållanden som avviker från denna generalisering.
- Slutligen skall dessa resultat sammanställas så att fördelningen av intressen i nämnden kan fastställas.

Varje ledamot har som nyss nämnts en titel på AMN:s hemsida. Efter en närmare studie av ledamöternas parallella och tidigare uppdrag med relevans för frågan vars resultat mer ingående presenteras i Bilaga 2, synes det dock att nämndens ledamöters andra nuvarande engagemang ser ut som följer. Med Direktör menas här VD, koncernchef, styrelsepost eller annan ledningsposition. Övriga ledamöter kan tituleras domare, advokat eller akademiker.

²⁶⁶ www.aktiemarknadsnamnden.se, besökt den 6 december 2009 kl. 13.59.

Tabell 7-3 – Titel	Antal	Andel
Direktör	17	74%
Advokat	4	17%
Domare	1	4%
Akademiker	1	4%
Totalt	23	100%

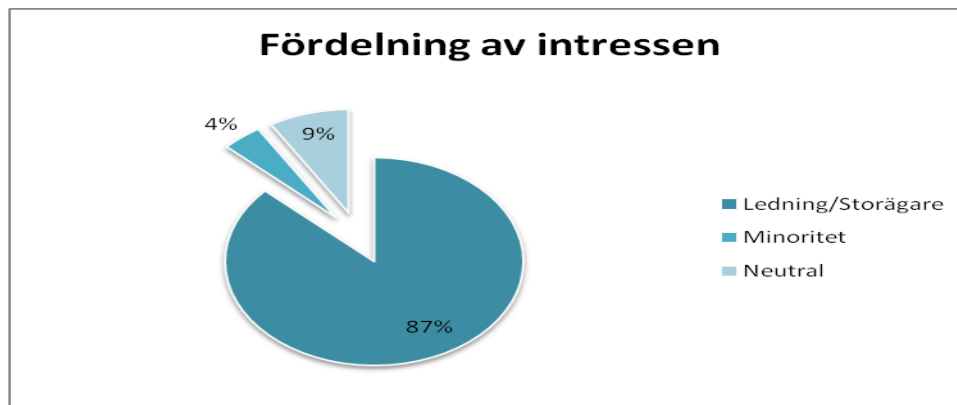
Även respektive titel måste klassificeras efter intresse på samma sätt som gjorts med nämndens huvudmän ovan. Domare, i aktuellt fall justitieråd, och akademiker får anses neutralt inställda utan något utpräglat intresse. Direktörer från näringslivet får å andra sidan tillskrivas ett ledningsintresse. Eftersom dessa i många fall utses av majoritetsintresset i respektive bolag torde de även dela det intresset. Advokater representera sina klienters intressen. De största och viktigaste klienterna för en advokatbyrå torde vara större bolag, vare sig det är ledningen eller majoritetsägarna som företräds. Även advokaterna får därför anses representera dessa intressen.

Tabell 7-4 – Intressen	Ledning	Storägare	Minoritet
Direktör	X	X	
Domare	X	X	X
Advokat	X	X	
Akademiker	X	X	X

Det tredje steget blir att jämföra resultaten för att få en helhetsbild. Resultaten måste dock först justeras något. Direktör Johan Flodström är ordförande i Sveriges Aktiesparares Riksförbund, varför han får tillskrivas ett utpräglat minoritetsperspektiv. F.d. justitierådet Bo Svensson har numera flera andra uppdrag, varför han inte längre kan ses som neutral utan faller under kategorin direktör. Filosofie doktor och docent Lars Bertmar har även varit aktuell som koncernchef för Carnegie och vice VD för Industrivärden AB. Det kan därför ifrågasättas ifall han snarare skall anses ha ett direktörsperspektiv än den neutrala inställning akademiker tillskrivits. Han får dock stå kvar som akademiker.

Eftersom domare och akademiker ovan tillskrivits samtliga intressen är det att se som neutrala. Siffrorna kommer dock att bli mer representativa om de nedan inte tillskrivs något intresse utan faller under kategorin neutrala, varför de inte räknas in i de andra grupperna. Eftersom direktörer och advokater representerar ett lednings- eller majoritetsintresse, vilka i många fall sammanfaller, kommer dessa hamna inom samma tårtbit – lednings- och bolagsintresse.

Med dessa justeringar blir resultatet följande. 20 ledamöter (87 procent) får anses företräda ett lednings-/storägarperspektiv, två ledamöter (nio procent) får anses neutrala och en ledamot (fyra procent) företräder ett minoritetsperspektiv.



Detta är som sagt ingen empirisk undersökning utan bygger på generaliseringar och antaganden. Det är vidare vanskligt att tillskriva individer uppfattningar och värderingar. Trots justeringar för tydliga avvikelser kan resultatet inte anses som någon absolut sanning. Det går dock inte att bortse från att resultatet tyder på en klar obalans mellan de utpräglade intressen som finns representerade i nämnden.

7.5.1.4 Sammanfattning

Föreningen för god sed på aktiemarknadens huvudmän, som indirekt blir AMN:s huvudmän, har konstaterats sakna något utpräglat minoritetsintresse samtidigt som starka bolags- och ledningsintressen finns representerade. Även nämndens ledamöter får till stor del tillskrivas motsvarande perspektiv. Endast en ledamot kan tillskrivas ett utpräglat minoritetsperspektiv och två ledamöter kan anses sakna utpräglat intresse. Om *näringslivet* läses ordagrant får dock kravet anses någorlunda uppfyllt. Om det istället läses mot bakgrund av direktivets bestämmelser och de intressekonflikter som finns, ger det en utgång där nämndens sammansättning inte kan anses representativ. Formuleringen *representanter för näringslivet* bör ges en vid tolkning för att spegla regleringens syften. Formuleringen bör ses ur lagstiftarens perspektiv – till skillnad från representanter ur t.ex. domarkåren – vilket talar för att *näringslivet* skall ges en vid tolkning.

7.5.2 Förtroende för sammansättningen

Nästa fråga är om AMN har en sammansättning som aktörerna kan känna förtroende för. Denna fråga besvaras till viss mån av den enkät FI gjort i samband med sin andra utvärdering av samarbetet med nämnden (se ovan 2.7.3). Då angav 61 procent att de ansåg att nämnden var ett organ med representativa eller relativt representativa företrädare för näringslivet (86 procent av de som hade haft kontakt med nämnden).

Det går dock att göra vissa invändningar mot enkäten. På samtliga tre frågor är ett alternativ om den svarande har *förtroende eller relativt förtroende* för nämnden i frågan. Alternativen *representativt* och *relativt representativt* presenteras därför tillsammans. Det framgår inte huruvida detta var två olika alternativ i enkäten och vilken fördelningen mellan dessa i så fall var. FI anger den 17 november 2009 per e-post att det är lite oklart var undersökningsmaterialet finns om det alls finns kvar, då den tjänsteman som genomförde undersökningen har slutat på inspektionen. Min uppfattning är att i sitt svar på enkäten ange att ett *fullt förtroende* finns klart skiljer sig från att ange att ett *relativt förtroende* hyses. En fördelning mellan de två svarsalternativen skulle därför ge en mer nyanserad bild. Att siffrorna blir högre både avseende positiva och negativa svar på frågorna i gruppen av svarande som har haft kontakt med nämnden säger sig självt, då andelen som anger att de saknar uppfattning krymper.

Enkäten har ej heller tillställts någon med ett utpräglat minoritetsintresse, utan endast de som i allmänhet söker eller representerar sökanden i dispens och tolkningsärenden. Detta kan ses som en indikation av vilka intressen FI utgår från var viktiga vid val av AMN som samarbetspartner. Resultatet kan därför inte anses vara helt rättvisande för vad *aktörerna på marknaden* anser.

7.5.3 I övrigt lämplig i förhållande till nämndens arbete

Huruvida nämndens sammansättning i övrigt är lämplig i förhållande till nämndens arbete bör delas upp i vart fall två delfrågor. Den första frågan är huruvida nämnden hyser den kompetens som krävs för utförandet av dess tilldelade uppgifter. Den andra frågan avser huruvida det finns förutsättningar för sådan opartiskhet som krävs vid myndighetsutövning (se ovan 2.5.1).

Jag ifrågasätter på intet vis ledamöternas kompetens. Tvärtom råder det med beaktande av deras meritlistor inget tvivel om att de har stor erfarenhet av förhållandena på den svenska aktiemarknaden. Det går dock som konstaterats ovan att göra vissa påpekanden avseende förutsättningarna för opartiskhet. Det föreligger en snedvridning mellan de intressen som finns representerade i nämnden. Det synes alltså som en konsekvens av det anförda att det föreligger en divergens mellan de värderingar och principer regleringen uppställer och de intressen som finns representerade i nämnden.

7.6 Prejudikatvärdet av nämndens uttalanden

7.6.1 Allmänt

Som observerats ovan har AMN inte att observera RB eller FPL, utan endast utvalda delar av FL. Det är således fråga om ett friare förfarande än det hos domstolar och förvaltningsmyndigheter. Ärenden kan avgöras på tre olika sätt; av en nämnd bestående av fyra till åtta ledamöter, ordföranden själv eller direktören själv. Ärenden kan avgöras med eller utan föredragning och handläggningstiden är i allmänhet kort. Bakgrunden till den omfattande regleringen av förfarandet vid domstolar och vid förvaltningsmyndighets myndighetsutövning torde vara ett krav på rättssäkerhet.

FI:s kritik avseende otillräcklig motivering av beslut blir intressant vid bedömningen, då schablonmässiga grunder motverkar utvecklingen av en klar praxis. Inspektionen anger dock i sin andra utvärdering att besluten numera motiveras bättre. Men hur skall man tolka FI:s uttalande i den andra utvärderingen; som har blivit bättre men inte bra, eller att situationen nu är tillfredsställande? Tolkningsmöjligheterna och därmed prejudikatvärdet torde i vart fall öka vid mer utförligt motiverade beslut.

Ovan (se 6.2) har konstaterats att de egentliga prejudikaten härstammar från HD, RegR och specialdomstolarna, men att ett avgörande från lägre instans kan tillmätas vikt för det fall det inte finns något avgörande från de egentliga prejudikatinstanserna. Vid nyttjande av sådana avgöranden som tolkningsstöd bör dock observeras att en överrätt kan komma att göra en annan tolkning, vilken då tillmäts större vikt. Myndighetspraxis tillmäts vanligtvis ej heller något större prejudikatvärde.

Prejudikatvärdet torde även variera mellan olika rättsområden beroende på den aktuella lagregleringens ålder, då detta får inverkan på hur omfattande praxis som finns att tillgå. Prejudikatvärdet torde även variera beroende på vilket syfte och vilken typ av rättigheter

det är fråga om. Tolkningsmetoderna skiljer sig mellan t.ex. det straffrättsliga och det avtalsrättsliga rättsområdena, beroende på lagstiftningens olika karaktär.

I beslutet FI Dnr. 09-533, som rörde närståendebegreppet i 3 kap. 5 § LUA, uttalade sig inte FI om AMN:s bedömning i dispensbeslutet AMN 2008:33, eftersom inspektionen inte har någon jurisdiktion över uttalanden avseende takeover-reglerna. I beslutet FI Dnr. 09-4344 skrevs överklagan av. Detta betyder att det inte heller går att säga hur FI ställer sig till AMN:s beslut materiellt sett.

7.6.2 Diskussion

Vad gäller frågorna som numera avgörs på delegation från FI är AMN den första av fem tänkbara instanser. Om ett prejudikat definieras som en vägledande dom från högsta instans kan nämndens uttalande inte ses som prejudikat. Sedan lagens ikraftträdande har dock endast två uttalanden överklagats. De end överklagandet avvisades av FI och den andra ogillades och har därefter överklagats till Länsrätten i Stockholm. Det finns således varken någon hög tendens att överklaga eller praxis från högre instans vad gäller lagen. I propositionen till LUA påpekar även lagstiftaren att vikten alltjämt skall ligga på avgöranden i första instans då det förutsätts att FI endast överlåter uppgifter åt ett organ med den specialkunskap som krävs.²⁶⁷ Detta gör sammantaget att tolkningsstöd så gott som uteslutande får sökas i nämndens praxis, vilket talar för att källvärdet tills vidare får anses högt.

I I.2 Takeover-reglerna anges uttryckligen att frågor om tolkning och tillämpning av reglerna skall avgöras av AMN. Reglerna kan dock komma att tolkas av allmän domstol i samband med att tvister uppstår mellan aktörerna på marknaden. Till skillnad för vad som gäller vid myndighetsutövning finns ingen motiveringsplikt vid dessa avgöranden.

I den mån AMN kommer att tolka och tillämpa annan lag, där behandling även sker eller kan komma att ske i högre instans, blir värdet av nämndens tolkningar mindre relevant som rättskälla.

²⁶⁷ Prop. 2005/06:140 s. 125.

8 Slutsats

8.1 Aktiemarknadsnämndens sammansättning

Aktiemarknadsnämndens beslut rör främst aktiemarknadsbolagen och dess aktieägare. Regleringens syfte är att tillhandahålla en möjlighet till genomförande av önskvärda omstruktureringar där aktieägarna skyddas. De aktiva aktörerna i en uppköpsprocess är de större aktieägarna och det är framförallt deras poster som är eftertraktade. Resterande ägare, minoriteten, har däremot inget nämnvärt inflytande och riskerar därför att missgynnas.

Uppsatsen visar att det föreligger en divergens mellan de intressen regleringen av området offentliga uppköpserbjudanden avser skydda och de intressen som finns representerade bland nämndens ledamöter. Endast en ledamot representerar ett utpräglat minoritetsintresse i det *representativa* organet, vilket motsvarar fyra procent av ledamöterna, medan två ledamöter kan anses sakna något utpräglat intresse. Resterande ledamöter kan tillskrivas ett utpräglat lednings- och storägarintresse. Detta framstår som olämpligt vid beaktande av att minoritetsskydd och likabehandling av aktieägare är grundprinciper i takeover-direktivet. Risken med ett utpräglat lednings- och majoritetsperspektiv i nämnden är att skyddet som reglerna ämnat tillhandahålla urholkas om de oftast kan undvikas genom dispensbeslut.

En lösning för att säkerställa att AMN i fortsättningen får en mer representativ sammansättning vore att bjuda in en organisation som företräder ett minoritetsintresse, exempelvis Aktiespararna, att nominera eller utse ett antal ledamöter. Även fler neutrala ledamöter bör ingå i nämnden. På så vis kan en minoritetsrepresentant ingå i varje nämndsammansättning. En ytterligare kommentar som kan göras avseende ledamöterna är att det i betydande mån förekommer avgöranden där endast ordföranden eller direktören är inblandade. Där saknas alltså helt det minoritetsintresse Aktiespararnas ordförande tillför nämnden. (Här skall dock påpekas att de mer prejudicerande tolkningsbeskeden i nuläget till stor del avgörs i nämndsammansättning medan dispensärenden avgörs som ordförandebeslut). En lösning på den problematiken är att allt fler ärenden avgörs av en nämnd.

NBK:s takeover-regler har med direktivets principer i ryggen och det sanktionerade lagtvånget att följa dem som LUA uppställer fått en större legitimitet och träffar numera alla budgivare. De utgör numera en del av Sveriges genomförande av direktivets krav och bör därför enligt min mening inte längre ses endast som avtalsreglerad självreglering. Det kan därför tyckas att beslut angående även dessa regler borde underställas samma regler som gäller vid myndighetsutövning, särskilt som AMN är enda och därmed högsta instans. Från årsskiftet 2009/2010 kommer NBK:s takeover-regler avseende *Multilateral Trading Facilities* (MTF:er) att träda ikraft. Detta torde medföra en ökning av antalet ärenden, då även dessa regler anger Aktiemarknadsnämnden som dispens- och tolkningsorgan. Eftersom dessa regler i allmänhet rör mindre bolag än dem noterade på OMX eller NGM är det inte heller orimligt att förvänta sig att de mer frekvent är föremål för uppköp.

En större arbetsbelastning torde även medföra en risk för att en allt större del av nämndens uttalanden kan komma att avgöras efter en behandling av endast ordföranden eller direktören. Jag tror det är av vikt att det även i fortsättningen förhåller sig så att svårare eller mer kontroversiella frågor behandlas av nämnd.

Slutligen torde det vara i aktörerna på marknadens intresse att bevaka legitimiteten och förtroende för självregleringen och dess aktörer, eftersom syftet med självregleringen är att undvika lagreglering. Genom att hörsamma kritik och anpassa reglerna och AMN kan en opinionsbildning för en total lagreglering undvikas. Att Aktiespararnas ordförande valts in i nämnden visar på en vilja till anpassning och att vikten av att minoritetsintresset finns representerat i nämnden uppmärksammas. Eftersom lagstiftaren lämnat frågan till FI skulle frågan även kunna lösas genom att inspektionen utser ett antal ledamöter.

8.2 Prejudikatvärde

Rent formellt sett kan inte Aktiemarknadsnämndens uttalanden avseende LUA tillmätas något prejudikatvärde. Nämnden är den första av fem instanser och närmsta överprövande instans en myndighet. I praktiken har dock nämnden varit högsta instans i så gott som samtliga ärenden. Det ena överklagandet som inkommit behandlades inte i sak. I det andra behandlades inte Aktiemarknadsnämndens bedömning då den grundade sig på takeover-reglerna och FI menade även att ett närståendeförhållande som inneburit budplikt i ärendet inte förelåg. Det är därför endast angående närståendebegreppet i 3 kap. 5 § 4-5 p. LUA som det finns avgöranden från högre instans än AMN, och då endast myndighetspraxis. Det skall dock bli intressant att se om Länsrätten i Stockholm gör en annan bedömning. Aktiemarknadsnämndens uttalanden enligt LUA får därför tillsvidare ändå ges stor betydelse som tolkningshjälpmedel. I den mån annan lag än LUA tillämpas eller tolkas skall detta dock inte ges någon större tyngd, då dessa lagrum troligtvis tolkas i en högre instans mer frekvent. Vad gäller takeover-reglerna är AMN fortsatt ensam uttolkare. Så länge inte HD i en tvist kommer att tolka reglerna är nämndens avgöranden den slutgiltiga tolkningen.

8.3 Övriga kommentarer

FI:s anmärkningar angående de faktiska möjligheterna att inträda som part och överklaga medan det fortfarande finns möjlighet att uppnå något genom överklagandet bör tas på stort alvar. Det ligger mycket i argumenten om behovet av ett snabbt förfarande och sekretess i uppköpsituationer. Detta måste dock ställas mot rättssäkerhetsaspekten. I dessa avseenden bör därför lagstiftningen ses över så att det säkerställs att den överensstämmer med Sveriges åtaganden enligt EKMR.

En annan fråga av principiell betydelse är avgifterna som utgår då nämnden anlitas. Tidigare har förespråkats att ärenden avgörs av en nämnd. Nämndsammansättningen medför dock högre kostnader för den sökande, vilket ger upphov till frågan avseende avgifter ur ett *access to justice*-perspektiv. Om man ställer den genomsnittliga småspararens innehav i ett specifikt aktiemarknadsbolag mot kostnaden av att anlita nämnden är det inte svårt att konstatera att det blir fråga om en dyr affär för aktieägaren. Om nämndens verksamhet i vart fall delvis finansierades med offentliga medel skulle även mindre aktörer kunna se ett anlitanande av nämnden som ett alternativ.

Referenslista

Författningar och regler

EG-rätt

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköps-erbjudanden.

Lag

Aktiebolagslag (2005:551).

Brottsbalk (1962:700).

Försäkringsrörelselagen (1982:713).

Förvaltningslag (1986:223, omtryck 2003:246).

Inkomstskattelag (1999:1229).

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument.

Lag (1994:1219) om den europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna.

Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Lag (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.

Offentlighets- och sekretesslag (2009:400).

Regeringsformen (1974:152, omtryckt 2003:593).

Tryckfrihetsförordning (1949:105).

Förordning

Förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument.

Finansinspektionens författningar

Föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser (FFFS 2007:17).

Självreglering

NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05).

Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden NASDAQ OMX Stockholm, den 1 oktober 2009.

The City Code on Take-Overs and Mergers, 1996.

Förarbeten

Offentligt tryck

Prop. 1895:6.

Prop. 2005/06:140.

Prop. 2006/07:115.

SOU 2005:58.

Ds 2008:71.

EU

KOM[90] 416-SYN 186.

KOM(95) 655 slutlig – 1995/0341 COD.

Praxis

Domstol

Länsrätten i Stockholm, mål nr 8212-09.

Finansinspektionen

Finansinspektionens beslut FI Dnr. 09-533, Överklagande av AMN 2008:47.

Finansinspektionens beslut FI Dnr. 09.4344, Överklagande av AMN 2009:8.

Aktiemarknadsnämndens beslut

AMN 2006:34.

AMN 2006:37.

AMN 2006:43.

AMN 2006:44.

AMN 2006:47.

AMN 2006:49.

AMN 2006:50.

AMN 2006:55.

AMN 2006:56.

AMN 2006:58.

AMN 2008:47.

AMN 2009:8.

AMN 2009:18.

Doktrin

Litteratur

- Af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur, Stockholm 2006.
- Bergström, Clas & Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, tredje upplagan, Nordstedts Juridik, Stockholm och Lund 2009.
- Hellners, Tryggve & Malmqvist, Bo, *Förvaltningslagen med kommentarer*, andra upplagan, Nordstedts Juridik, Stockholm 2007.
- Johnson, Gerry; Scholes, Kevan & Whittington, Richard, *Exploring Corporate Strategy – Texts & Cases*, åttonde upplagan, Harlow: Financial Times Prentice Hall, 2008.
- Nilsson, Mattias, *Juridiken: en introduktion till rättsvetenskapen*, andra upplagan, Jure, Stockholm 2008.
- Nord, Gunnar & Villard, Christer, *Börsregler*, fjärde upplagan, Juristförlaget, Stockholm 1991.
- Samuelsson, Joel & Melander, Jan, *Tolkning och tillämpning*, andra upplagan, Iustus, Uppsala 2003.
- Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, andra upplagan, Nordstedts Juridik, Lund 2007.
- Stattin, Daniel, *Takeover: Offentliga uppköpserbudanden – Reglering, tolkning och tillämpning*, Thomson fakta, Uppsala 2006.
- Warnling-Nerep, Wiweka; Lagerqvist Veloz Roca, Annika & Reichel, Jane, *Statsrättens grunder*, andra upplagan, Nordstedts Juridik, Stockholm 2007.

Artiklar

- Hessius, Johan & Graner, Magnus G., Ny Juridik 2:97 s. 7, *EG:s bolagsrätt*.
- Lindencrona, Carl, Ny Juridik 2:07 s. 34, *Röstvärdesdifferenser - vart är vi på väg?*

Internet

- www.aktiemarknadsnamnden.se.
- www.aktiespararna.se.
- www.bankforeningen.se.
- www.bolagsstyrning.se.
- www.chamber.se.
- www.farsrs.se.
- www.fi.se.
- www.fondbolagen.se.
- www.fondhandlarna.se.
- www.forsakringsforbundet.com.

Referenslista

www.godsedpavpmarknaden.se.

www.naringslivetsborskommitte.se.

www.ngm.se.

www.regeringen.se

www.scb.se.

www.stockholmsborsen.se.

www.svensktnaringsliv.se.

Övrigt

Arbetsordning för Aktiemarknadsnämnden (aktuell lydelse den 6 december 2009).

SCB:s publikation FM 20 SM 0902 – *Aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats, juni 2009*

Stadgar för Föreningen för god sed på aktiemarknaden inklusive ändringar antagna av föreningsmötet den 11 maj 2009.

Finansinspektionens promemoria *Utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden*, FI Dnr 07-1845-610, 2007-09-27.

Finansinspektionens promemoria *Uppföljande utvärdering av samarbetet mellan Finansinspektionen och Aktiemarknadsnämnden*, författare Karin Ydén, FI Dnr 08-8404, 2009-01-27.

Bilaga 1 – Föreningen för god sed på aktiemarknadens huvudmän

Aktiemarknadsbolagens förening torde utan vidare kunna anses ha ett bolags- eller majoritetsintresse.

FAR SRS är en branschorganisation vars syfte är företräda sina medlemmar, företrädesvis revisorer och liknande konsulter. Föreningen skall även bedriva lobbyverksamhet.²⁶⁸ Revisionsbyråerna har en stor exponering mot bolagen och torde ha intresse av att tillgodose sina kunders intressen.

Fondbolagens förening är en branschorganisation för fondbolag. Föreningen anger att dess syfte är att tillvarata fondbolagens och fondspararnas intressen.²⁶⁹ Föreningen tillhandahåller webbsidan www.fondspara.se som skall tillhandahålla objektiv information om sparande i fonder. Man kan dock utan vidare konstatera att den även har syftet att öka sparandet i fonder, det vill säga öka medlemmarnas försäljning, varför objektiviteten kan ifrågasättas.

Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden torde utan vidare kunna tillskrivas ett majoritetsperspektiv.

OMX Nordic Exchange Stockholm kan som börs inte ha något uttalat intresse hos en viss grupp av aktörer. Börsen får därför anses representera alla eller ingen intressegrupp.

Svenskt Näringsliv är en sammanslutning av företag och organisationer för främjandet av företagande, varför ett klart bolagsintresse kan tillskrivas organisationen.²⁷⁰ Bland medlemmarna torde även en stor del av börsernas större aktieägare vara representerade.

Svenska Fondhandlareföreningens är en sammanslutning mellan företag som i Sverige driver värdepappersrörelse och skall tillvarata medlemmarnas intressen.²⁷¹

Sveriges Försäkringsförbund representerar försäkringsföretag som driver försäkringsrörelse i Sverige med ändamål att tillvarata medlemmarnas intressen, bl.a. genom lobbyverksamhet.²⁷²

Stockholms Handelskammare är ”en medlemsorganisation med uppgift att göra Stockholms och Uppsala län till en bättre plats för företag och företagare”.²⁷³

Svenska Bankföreningen företräder de svenska bankerna och finansbolag och hypoteksbolag som ingår i bankkoncernerna.²⁷⁴ Banker ses som institutionella ägare och torde därför ha ett majoritetsintresse.

²⁶⁸ 1 § Stadgar för den ideella föreningen FAR SRS, se www.farsrs.se.

²⁶⁹ Se www.fondbolagen.se.

²⁷⁰ 3 § Stadgar för Svenskt Näringsliv, se www.svensktnaringsliv.se.

²⁷¹ 1 § Stadgar för Svenska Fondhandlareföreningen, se www.fondhandlarna.se.

²⁷² 1 § Stadgar för Sveriges Försäkringsförbund, se www.forsakringsforbundet.com.

²⁷³ Se www.chamber.se.

Bilaga 2 – Aktiemaknadsnämndens ledamöter

Här följer grunderna för den bedömning jag gjort sedan ledamöternas parallella och tidigare erfarenheter studerats. Undersökningen är inte uttömmande utan endast erfarenheter med klar relevans för klassificeringen presenteras. Det har inte varit helt rätt att hitta något fullständigt och tillförlitligt CV för alla ledamöter och viss reservation måste därför göras mot att vissa kan ha bytt uppdrag, men jag tror ändå att det finns ett tillräckligt underlag för att klassificera dem enligt följande. Med Direktör menas här VD, koncernchef, styrelsepost eller annan ledningsposition. Övriga ledamöter kan tituleras antingen domare, advokat eller akademiker. Resultatet av klassificeringen blev följande.

Intressen	Ledning	Storägare	Minoritet
Direktör	X	X	
Domare	X	X	X
Advokat	X	X	
Akademiker	X	X	X

Enligt www.aktiemarknadsnamnden.se framgår det att nämndens ordförande är ett före detta justitieråd (Bo Svensson) och vice ordföranden ett nuvarande justitieråd (Marianne Gernandt Lundius).

Bo Svensson har numera flera andra uppdrag, ordförande i NGM:s disciplinnämnd, vice ordförande i FAR SRS:s disciplinnämnd samt ordförande i Prövningsnämnden för stöd till kreditinstitut.²⁷⁵ (**Direktör**)

Vice ordförande **Marianne Gernandt Lundius** får som justitieråd inte inneha något annat ämbete, 3 kap. 4 § 1 st. RB. Hon har dock tidigare varit ordförande i Hjärt- och lungfonden och Stiftelsen Stockholms Sjukhem. (**Domare**)

Anders Acebo är numera aktiv som Senior Counsel på Setterwalls Advokatbyrå. Han har tidigare varit aktiv som övervakningschef för OMX sju börser, ansvarat för SEB:s Compliance-funktioner och representerat SEB i Fondhandlarföreningen. Han har även haft ansvar för tillstånd och övervakning av investmentbolag mm. hos Finansinspektionen. Han har även varit bankjurist hos Svenska Bankföreningen.²⁷⁶ (**Advokat**)

Ulf Aspenberg är aktiv som styrelseordförande i PSG Capital. Han har tidigare varit anställd i Handelsbanken, Hägglöf & Ponsbach och SEB. Han har även ingått i flera ar-

²⁷⁴ Se www.bankforeningen.se.

²⁷⁵ Angående NGM www.ngm.se, besökt den kl. 15.44 och angående FAR SRS www.farsrs.se/portal/page?_pageid=33,102271&_dad=portal&_schema=PORTAL, besökt den 10 november 2009 kl 15.40. Angående Prövningsnämnden för stöd till kreditinstitut http://www.affarsvarlden.se/hem/silly_season/article552713.ece, besökt den 10 november 2009 kl 15.51. Lag (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut 6 kap. 1 §, ordföranden och vice ordföranden utses av regeringen och skall vara eller ha varit domare.

²⁷⁶ <http://www.setterwalls.se/sv/Vara-medarbetare2/Jurister2/Anders-Acebo>, besökt den 11 november 2009 kl 16.05.

betsgrupper inom NBK, bland annat beträffande takeoverreglerna. Aktiv i AMN sedan 80-talet.²⁷⁷ **(Direktör)**

Lars Bertmar är filosofie doktor och docent vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har tidigare varit aktuell som koncernchef för Carnegie och vice VD för Industrivärden AB.²⁷⁸ **(Akademiker)**

Jan-Mikael Bexhed har tidigare varit chefsjurist på Skandia.²⁷⁹ Han är vidare juris licentiat och adj. lektor i kulturvård med särskild inriktning kulturegendomsrätt vid Högskolan på Gotland och aktiv som affärsjuridisk konsult. Han har tidigare även varit aktiv som domare och utredningssekreterare i regeringskansliet.²⁸⁰ **(Direktör)**

F.d. Börschef för Stockholmsbörsen **Lars Brodin** har även varit ordförande i SwedSec AB, vilket är ett helägt dotterbolag till Svenska Fondhandlareföreningen.²⁸¹ **(Direktör)**

Peter Bäärnhielm är chef för Investment Banking på Carnegie och ingår i koncernledningen.²⁸² Han var en av grundarna och delägarna i advokatbyrån Danowsky/Partners och har även varit aktiv i SEB och Lagerlöf & Leman Advokatbyrå.²⁸³ **(Direktör)**

Thomas Ehlin jobbar med ägarstyrningsfrågor hos Nordea Fonder.²⁸⁴ **(Direktör)**

Stefan Erneholm är aktiv som grundare och partner i Erneholm & Haskel som bedriver Corporate Finance-rådgivning. Han har varit aktiv inom SEB under en längre tid, suttit som ledamot i Stockholmsbörsens disciplinnämnd och haft diverse styrelseuppdrag.²⁸⁵ **(Direktör)**

²⁷⁷ <http://www.psgcapital.se/company.php>, besökt den 11 november 2009 kl 16.13.

²⁷⁸ <http://www.mynewsdesk.com/se/view/pressrelease/138621>, besökt den 10 november 2009 kl 15.19 och <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/05/4F/F0/wkr0001.pdf>, besökt den 10 november 2009 kl 15.25. Nu även aktuell som skattmästare i Svenska Sällskapet för Medicinsk Forskning, <http://www.ssmf.se/index.php?id=44>, besökt den 10 november 2009 kl 15.23.

²⁷⁹ http://www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_196425.e24, besökt den 11 november 2009 kl 16.23.

²⁸⁰

<http://mainweb.hgo.se/amnen/byggnadsvard.nsf/dokument/BEE9E03A6901F94BC125746A00459494!OpenDocument>, besökt den 11 november 2009 kl 16.28.

²⁸¹ <http://www.mynewsdesk.com/se/pressroom/swedsec/pressrelease/view/ny-ordfoerande-i-swedsec-212194>, besökt den 11 november 2009 kl 16.30.

²⁸² <http://www.dcarnegie.se/v2/index.php?p=press&id=1045671&lang=sv>, besökt den 11 november 2009 kl 16.46.

²⁸³ <http://www.carnegie.se/sv/om/Organisation/Bildbank/Bilder/?dataid=2089>, besökt den 11 november 2009 kl 16.50.

²⁸⁴ <http://www.nordea.se/%C3%84garstyrning+i+Nordeas+fonder/Kontakta+oss/1052682.html>, besökt den 11 november 2009 kl 16.52.

²⁸⁵ <http://www.erneholmhaskel.se/>, besökt den 11 november 2009 kl 17.01.

Johan Flodström är ordförande i Sveriges Aktiesparares Riksförbund och aktiv i diverse andra styrelser under förbundet.²⁸⁶ (**Direktör**, se dock justeringarna ovan.)

Adine Grate Axén har tidigare varit aktiv i Investors ledningsgrupp och ledamot i NBK. Hon har även haft styrelseuppdrag inom OMX, Gambro och Ericsson. Hon är numera ledamot i Hi3G och statens råd för minskat statligt företagsägande.²⁸⁷ (**Direktör**)

Tom Hård är advokat. Han var även ombud för det sökande aktiemarknadsbolaget vid AMN 2000:4, som delägare hos Mannheimer Swartling.²⁸⁸ (**Advokat**)

Arne Karlsson är verkställande direktör och styrelseledamot i Ratos AB och styrelseledamot i Bonnier, Camfil och SNS. Han har tidigare varit VD i Atle Mergers & Acquisitions och Hartwig Invest.²⁸⁹ (**Direktör**)

Anders Lannebo är styrelseordförande i Lannebo Fonder, som han byggt upp från starten. Han har tidigare varit portföljförvaltar och VD i Robur Kapitalförvaltning.²⁹⁰ (**Direktör**)

Advokat **Sören Lindström** är partner och ansvarig för områdena Capital Markets och Mergers and Acquisitions på Hannes Snellman.²⁹¹ (**Advokat**)

Kajsa Lindståhl är styrelseordförande i Vectura Consulting AB och Stiftelsen Tumba Bruk. Hon är styrelseledamot i Fjärde AP-fonden, Försäkringsbolaget Pensionsgaranti, SWEROAD, Institutet för finansforskning och Södersjukhuset AB.²⁹² Hon har tidigare varit ordförande i Fondbolagens Förening och arbetande styrelseordförande i Banco Fonder AB.²⁹³ (**Direktör**)

Ulf Magnusson är VD för Itera Consulting Group Sweden AB.²⁹⁴ Han har tidigare varit VD i Diator och CAG Management.²⁹⁵ (**Direktör**)

²⁸⁶ http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Var_organisation/Vara-styrelser/, besökt den 11 november 2009 kl 17.03.

²⁸⁷ <http://www.regeringen.se/sb/d/9293/a/87581>, besökt den 11 november 2009 kl 17.15.

²⁸⁸ <http://www.mannheimerswartling.se/sv/Nyheter/Nyhetsarkiv/Norska-Pareto-koncernan-mojliggor-fonden-svenska-marknaden-att-indirekt-investera-i-Paretos-norska-shippingfond-/>, besökt den 11 november 2009 kl 17.23.

²⁸⁹ <http://www.ratos.se/sv/Om-Ratos/Bolagsstyrning-i-Ratos/Styrelse/Arne-Karlsson/>, besökt den 12 november 2009 kl 09.45.

²⁹⁰ http://www.lannebofonder.se/LFTemplates/EmployeePage_____135.aspx?epslanguage=SV, besökt den 12 november 2009 kl 09.49.

²⁹¹

http://www.hannessnellman.com/index.php?Itemid=100&contact_id=312&option=com_contxt&task=view, besökt den 12 november 2009 kl 09.55.

²⁹² <http://www.ap4.se/web/templates/Employee.aspx?id=320>, besökt den 12 november 2009 kl 10.00.

²⁹³

<http://www.fondbolagen.se/Pressrum/Pressmeddelanden/KajsaLindstahlNyOrdf%C3%B6randeIFEFSI.aspx?year=2000>, besökt den 12 november 2009 kl 10.03.

²⁹⁴ <http://www.iteraconsulting.se/About+us/Fakta.htm>, besökt den 12 november 2009 kl 10.06.

Tor Marthin är styrelseordförande i AMF Fonder.²⁹⁶ (**Direktör**)

Advokat **Göran Nyström** är delägare i Vinge.²⁹⁷ (**Advokat**)

Lennart Ribohn är styrelseordförande i Försäkrings AB Nordisk Garanti och styrelseledamot i AB, Ortivus AB, SEB Fondförvaltning AB, AB Segulah och Försäkringsbolaget Pensionsgaranti. Han har tidigare varit vice VD och CFO i Electrolux Group.²⁹⁸ (**Direktör**)

Jan Stenberg har varit vice VD i Ericsson och VD i SAS. Han har numera ett antal styrelseposter i bolag verksamma inom IT- och telecombranchen.²⁹⁹ (**Direktör**)

Cecilia Vieweg är styrelseledamot och chefsjurist i Electrolux Group. Hon har tidigare varit verksam som advokat på Berglund & Co och bolagsjurist hos AB Volvo. Hon är styrelseledamot i Haldex AB.³⁰⁰ (**Direktör**)

²⁹⁵ http://it24tjanster.idg.se/itfolk/person.asp?n=ulf_magnusson, besökt den 12 november 2009 kl 10.08.

²⁹⁶ <http://www.amf.se/templates/Page.aspx?id=7093>, besökt den 12 november 2009 kl 10.11.

²⁹⁷ <http://www.vinge.se/sv/Ovrigt-innehall/Medarbetare/Stockholm/Delagare/Nystrom-Goran/>, besökt den 12 november 2009 kl 10.23.

²⁹⁸ <http://venturebeatprofiles.com/person/profile/lennart-ribohn>, besökt den 12 november 2009 kl 10.26.

²⁹⁹

<http://www.investorab.com/sv/InvestorGrowthCapital/IGCEurope/IGCEUTeam/SeniorAdvisers/JS.htm>, besökt den 12 november 2009 kl 10.31.

³⁰⁰ http://www.electrolux.com/group_management.aspx, besökt den 12 november 2009 kl 10.40.