

Aktiemarknadsnämndens verksamhet år 2018

Aktiemarknadsnämndens verksamhetsår 2018 var mycket aktivt. Nämnden gjorde i genomsnitt mer än ett uttalande i veckan. De allra flesta gällde offentliga uppköpserbjudanden och en ovanligt stor del av uttalandena beslutades av nämnden i kollegial sammansättning. Nämnden var också, tillsammans med Kollegiet för bolagsstyrning, värd för en global konferens om takeover-reglering.

Nämndens uppgifter, arbetssätt m.m.

Aktiemarknadsnämnden har i huvudsak tre uppgifter. Genom uttalanden, rådgivning och information verkar nämnden för god sed på den svenska aktiemarknaden. På delegation av Finansinspektionen fattar nämnden beslut om tolkning av och dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbjudanden (takeovers), däribland reglerna om budplikt. Nämnden tolkar också Nasdaq Stockholms, NGM:s och Kollegiets takeover-regler och prövar frågor om dispens från de reglerna.

Nämnden drivs av en ideell förening – Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden – med nio medlemmar: Aktiemarknadsbolagens förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella Ägares Förening, Nasdaq Stockholm AB, Svensk Försäkring, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Svenskt Näringsliv.

Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad (i Sverige Nasdaq Stockholm eller Nordic Growth Market NGM) eller av en aktieägare i ett sådant bolag kan bli föremål för nämndens bedömning, om åtgärden avser eller kan vara av betydelse för en aktie i ett sådant bolag. Detsamma gäller i fråga om utländska aktiebolag som gett ut aktier som är

upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, i den utsträckning åtgärden ska bedömas enligt svenska regler.

Nämnden gör även uttalanden i frågor om god sed på aktiemarknaden rörande bolag vilkas aktier handlas på någon av de svenska handelsplattformarna First North, Nordic MTF eller Spotlight Stock Market.

Aktiemarknadsnämnden kan pröva frågor på eget initiativ eller efter framställning. Nämnden avgör själv om en framställning ska föranleda att frågan tas upp till behandling. Nämnden tar då hänsyn till om frågan är av principiell natur eller av praktisk betydelse för sökanden eller aktiemarknaden. Nämnden tar också hänsyn till om frågan är eller kan väntas bli behandlad i en annan ordning, exempelvis i domstol.

Nämnden har en ordförande, en vice ordförande och ett trettiotal andra ledamöter som representerar olika delar av näringslivet och samhället. Ledamöterna utses av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Mandattiden är två år men kan förlängas.

Nämndens ordförande är f.d. justitierådet Marianne Lundius och vice ordförande är justitierådet Ann-Christine Lindeblad.

Vid behandling av ett ärende deltar minst fyra och högst åtta av nämndens ledamöter. Nämnden kan också sammanträda i vad som kallas förstärkt sammansättning med minst nio och högst tolv ledamöter. Sammansättningen i de enskilda ärendena bestäms enligt principer som anges i nämndens stadgar och arbetsordning. I det sammanhanget sker också, i enlighet med fastställda rutiner, en kontroll av eventuella intressekonflikter.

Om ett ärende är särskilt brådskande, motsvarande fråga redan har behandlats av nämnden eller ärendet är av mindre vikt, kan ordföranden eller direktören på nämndens vägnar avgöra ärendet.

Nämnden har ett kansli som leds av nämndens direktör (undertecknad) samt en föredragande. Ragnar Boman, som var föredragande i nämnden under tjugo års tid, lämnade nämnden med utgången av 2018. Han efterträddes av jur. kand. Erik Lidman (deltid). Till kansliet är också nämndledamoten Erik Sjöman knuten som särskild rådgivare.

Handläggningen i nämnden baseras på vad som anförs i framställningen. Det innebär att det åvilar sökanden och, i förekommande fall, sökandens rådgivare i ärendet att ge en rättvisande beskrivning av de för nämndens bedömning relevanta omständigheterna. Det innebär också att nämndens uttalanden gäller endast under de i framställningen angivna förutsättningarna.

En betydande del av nämndens verksamhet avser, som nämnts ovan, offentliga uppköpserbudanden. Nämnden tillämpar på det området i första hand lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) och andra författningar men också regler som tagits fram genom självreglering. Det senare gäller framför allt Nasdaq Stockholms och NGM:s takeover-regler samt de av Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade (likalydande) takeover-regler som tillämpas vid bud på bolag vilkas aktier handlas på First North, Nordic MTF eller Spotlight Stock Market.

Nämndens internationella kontakter m.m.

Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder, bl.a. Tyskland och Frankrike.

Kansliet deltar, tillsammans med Finansinspektionen, i ett kontinuerligt europeiskt kunskapsutbyte rörande offentliga uppköpserbudanden i Takeover Bids Network (TBN) inom European Securities and Markets Authority (ESMA).

Undertecknad deltar, i annan kapacitet, även i OECD:s Corporate Governance Committee, där frågeställningar om corporate governance, inklusive offentliga uppköpserbjudanden, regelbundet diskuteras i en global medlemskrets.

Tillsammans med Kollegiet för bolagsstyrning var Aktiemarknadsnämnden under året värd för The International Takeover Regulators' Conference. Konferensen, som hålls vart tredje eller fjärde år, samlar representanter för tillsynsmyndigheter, börser och självregleringsorgan på takeover-området för utbyte av information och kunskaper om aktuella frågor. Årets konferens, som var den sjätte i ordningen, uppmärksammade bl.a. att det år 2018 var 50 år sedan den första takeover-regleringen introducerades i Förenta staterna respektive Storbritannien.

Vid konferensen deltog närmare etthundra personer från ett trettiotal länder. Alla stora marknader var representerade, bl.a. Australien, Förenta staterna, Hongkong, Japan, Kanada, Storbritannien och flertalet europeiska länder. Även representanter från Afrika, Asien, Latinamerika och Nya Zeeland deltog. Konferensen öppnades av Finansinspektionens generaldirektör Erik Thedéen och nämndens ordförande Marianne Lundius. Den modererades av undertecknad och nämndledamoten Erik Sjöman.

Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 handlagt drygt 900 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2018 gjorde nämnden inte mindre än 54 uttalanden.

Två framställningar avvisades. Skälet därtill var att de i stor utsträckning avsåg aktiebolagsrättsliga frågor som skulle kunna komma att bli föremål för prövning i domstol.

Med några få undantag handlade uttalandena om offentliga uppköpserbudanden, något som ska ses bl.a. mot bakgrund av en betydande uppköpsaktivitet på aktiemarknaden. Under år 2018 var 23 bolag på de tidigare nämnda marknadsplatserna föremål för uppköpserbudanden, i vissa fall från flera, konkurrerande budgivare.

Nästan hälften av ärendena, 26 av 54 ärenden, handlades av nämnden i kollegial sammansättning, medan resterande ärenden handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt 7 ledamöter. Den ovanligt höga andelen ärenden som handlades i kollegial sammansättning vittnar om att många ärenden var relativt komplicerade. Ett ärende (AMN 2018:47) behandlades i förstärkt sammansättning med tolv ledamöter.

Endast en fjärdedel av ärendena under året, 13 av 54 ärenden, handlades helt eller delvis på delegation från Finansinspektionen. Flertalet av dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från reglerna om budplikt.

I ett av årets första ärenden (AMN 2018:03) behandlade nämnden en mycket ovanlig budpliktsfråga. Ett noterat bolag skulle avknoppa en inte obetydlig del av sin verksamhet genom utdelning av aktierna i ett dotterbolag till aktieägarna. Dotterbolaget skulle några dagar efter avknoppningen noteras men dessförinnan skulle ett kontrollägarskifte komma att ske i bolaget. Nämnden fann att det skulle strida mot god sed på aktiemarknaden att genomföra överlåtelsen och därmed kontrollägarskiftet under de få dagar då bolaget var onoterat och budpliktsreglerna således inte var tillämpliga. God sed krävde att, om bolaget noterades som planerat, transaktionen genomfördes tidigast vid en tidpunkt då bolaget blivit noterat och det skulle vara möjligt att fullt ut tillämpa reglerna för budpliktsbud, inklusive regeln om att budpriset inte får understiga aktiens genomsnittskurs under de närmast föregående tjugo handelsdagarna.

De allra flesta ärenden rörande dispens från budplikt är relativt enkla i den meningen att lagförarbeten och en numera omfattande praxis från nämnden ger stöd för att åberopade omständigheter motiverar dispens på vissa av nämnden uppställda villkor.

I ett ärende under 2018 skulle ett bolag, för att komma till rätta med en ekonomisk kris i bolaget, genomföra en företrädesemission i vilken huvudägaren avsåg att teckna dels sin pro rata-andel, dels aktier som inte tecknades av andra aktieägare. Nämnden biföll, i enlighet med fast praxis, utan villkor den del av ansökan som avsåg teckning pro rata. När det gäller teckning av aktier utan stöd av företrädesrätt, beviljar nämnden också i sådana fall ofta dispens från budplikt, men då så gott som undantagslöst under förutsättning att emissionsbeslutet fattas av bolagsstämman på visst sätt. I det aktuella fallet brådskade emissionsbeslutet och skulle därför fattas av styrelsen med stöd av ett tidigare lämnat bemyndigande. Något utrymme fanns därmed inte för nämnden att som villkor för en dispens ställa krav på att aktieägarna skulle få ta ställning i frågan. Nämnden ansåg inte att omständigheterna i fallet motiverade ett sådant avsteg från praxis och avslog därför ansökan i den delen. Uttalandet är ännu inte offentliggjort.

Även i ett senare dispensärende under året skulle emissionsbeslutet fattas av styrelsen men i det fallet hade stämman ännu inte lämnat något bemyndigande till styrelsen. Nämnde kunde med hänsyn till omständigheterna i det specifika fallet godta att styrelsen skulle komma att fatta emissionsbeslutet men endast under förutsättning att stämmans bemyndigandebeslut fattades med iakttagande av de villkor som nämnden annars brukar uppställa för stämmans emissionsbeslut (AMN 2018:35).

I ett icke offentliggjort uttalande under året hade nämnden att ta ställning till om det skulle vara förenligt med takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden att en budgivare i ett pågående uppköpserbjudande villkorar en höjning av vederlaget vid att målbolagets styrelse rekommenderar erbjudandet. Enligt nämnden fanns det inte anledning att i det hänseendet se annorlunda på en villkorad budhöjning än på ett villkorat erbjudande. I båda fallen gäller att det som utgångspunkt inte kan anses vara av väsentlig betydelse för förvärvet av målbolaget att styrelsen rekommenderar budet. Några skäl att i det aktuella fallet göra undantag på den punkten förelåg enligt nämnden inte. En på det sättet villkorad höjning av vederlaget skulle därför ha stått i strid med takeover-reglerna.

I ett annat icke offentligt uttalande återkom nämnden ännu en gång till frågan om likabehandlingsprincipen är respekterad när en aktieägare i målbolaget deltar i ett offentligt uppköpserbjudande i egenskap av delägare i budgivarbolaget. Enligt kommentaren till punkten II.10 i takeover-reglerna får frågan om detta är förenligt med likabehandlingsprincipen avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning där huvudfrågan är huruvida parterna i budgivarbolaget de facto är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. I kommentaren till bestämmelsen sägs bl.a. att det inte kan anses förenligt med regelverket att en aktieägare agerar som budgivare genom att delta i budgivarbolaget men samtidigt kvarstår med hela eller delar av sitt aktieinnehav i målbolaget och således också omfattas av erbjudandet.

I det aktuella fallet handlade det om ägare i ett börsbolag, som tillsammans med ett private equity-bolag avsåg att lämna ett bud på aktierna i börsbolaget. Ägarna i fråga avsåg att "rulla över" merparten av sina aktier i budgivarbolaget men överlåta en del av aktierna mot kontant betalning. Likviden skulle användas till att lösa lån för vilka aktier i målbolaget stod som säkerhet, att lämna lån till budgivaren, att skapa en likviditetsbuffert samt att betala den skatt som i förekommande fall skulle komma att utlösas av aktieförsäljningen. De anförda skälen var enligt nämnden inte sådana att de motiverade att betrakta konsortiemedlemmarna som de facto-budgivare.

En fråga som, inte minst i samband med uppköpserbjudanden, tilldragit sig ett ökat intresse under senare tid är i vilken utsträckning olika aktörer i en budprocess är bundna av uttalanden som de gör med anledning av budet. Nämnden har vid flera tillfällen konstaterat att en allmän aktiemarknadsprincip är att man inte utan vidare får avvika från en avsiktsförklaring som getts till kännna för aktiemarknaden (se bl.a. AMN 2014:38 och 2013:11). Delvis som ett utflöde därav föreskrivs också i takeover-reglerna (punkten II.2) att en budgivare som tillkännager att budgivaren kommer eller inte kommer att agera på ett visst sätt med avseende på sitt erbjudande är bunden av detta om tillkännagivandet är ägnat att skapa en befogad tillit på marknaden.

I anledning av ett erbjudande som genomfördes 2015 behandlade nämnden i två ärenden, 2017 respektive 2018, frågan om budgivarens bundenhet vid ett uttalande av innebörd att "[budgivaren] varken kommer att höja Erbjudandeverket eller

köpa några [målbolags]-aktier till ett pris som överstiger Erbjudandeverderlaget efter Erbjudandet.” I uttalandet 2017 (AMN 2017:38) fann nämnden att budgivaren alltså fick anses vara bunden av sitt uttalande medan nämnden i 2018 års uttalande (AMN 2018:36) ansåg att budgivaren, tre och ett halvt år efter budets fullföljande, inte längre kunde anses vara bundet av sitt uttalande. Nämndens påpekade emellertid att hur lång tid som måste förflyta för att bundenheten vid ett uttalande av det aktuella slaget ska upphöra måste avgöras från fall till fall. Nämndens ställningstagande i det aktuella fallet ska således inte uppfattas som ett allmängiltigt uttalande om bundenhetstidens längd. I flera senare framlagda erbjudanden synes budgivare, genom att formulera sig på ett annat sätt, ha velat begränsa uttalandet till att avse endast budgivarens agerande under budperioden men inte därefter. Det är givetvis viktigt att i sådana pressmeddelanden vara tydlig, så att någon osäkerhet inte uppkommer om budgivarens avsikter.

I ett annat uttalande under året fann nämnden att ett tillkännagivande från en större aktieägare att inte acceptera ett lämnat erbjudande är ett sådant uttalande som kan omfattas av den allmänna principen att man inte utan vidare får avvika från en avsiktsförklaring som getts till känna för aktiemarknaden, om tillkännagivandet skett i ett sådant sammanhang och på ett sådant sätt att det varit ägnat att skapa en befogad tillit på marknaden (AMN 2018:33).

I ett icke offentliggjort uttalande behandlade nämnden frågan om tillämpning av AMN 2012:05 angående närståendetransaktioner på lån till ett börsbolag från en av bolagets ägare. I linje med vad nämnden tidigare konstaterat och med beaktande av att det inom kort väntas införas regler om närståendetransaktioner i aktiebolagslagen som kan föranleda en översyn av nämndens regler (Ds 2018:15) ansåg nämnden att det aktuella lånet kunde tas upp utan tillämpning av en beslutsordning motsvarande den som följer av AMN 2012:05.

I det sista ärendet år 2018 återkom nämnden till frågan om under vilka förutsättningar det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att ansöka om avnotering av ett bolags aktier från en marknadsplats trots att noteringskraven är uppfyllda.

Omständigheterna i fallet var på flera sätt speciella, varför några generella slutsatser

inte ska dras av nämndens beslut. Det gäller dock inte nämndens kritik av bolaget för att det i ett pressmeddelande till aktiemarknaden upplyste om planerna på avnotering utan att avvakta nämndens beslut i det ärende som bolaget självt initierat.

Nämnden vill också understryka vikten av att bolag och andra aktörer på marknaden, i de fall man i pressmeddelanden eller andra dokument hänvisar till vad nämnden uttalat gör det på ett rättvisande sätt, företrädesvis genom att i tillräcklig omfattning återge vad nämnden uttalat. Det är exempelvis inte förenligt med god sed att konstatera att nämnden godtagit ett visst förfarande, om man inte samtidigt återger villkor som nämnden ställt upp i sammanhanget. Här är det viktigt att rådgivare, som ofta torde ha större kunskaper om aktiemarknadsrätten än aktörerna på marknaden, lämnar berörd aktör vägledning om vad som gäller.

Nämndens uttalanden ska som utgångspunkt offentliggöras. Omkring 80 procent av samtliga uttalanden och ca 85 procent av de uttalanden som gjorts de senaste tio åren är idag offentliggjorda. De uttalanden som inte offentliggjorts är som regel hänförliga till planerade men ännu inte genomförda affärer. I några fall är det uppenbart att affären inte heller kommer att genomföras på det planerade sättet, eftersom nämndens beslut i något avgörande hänseende gått frågeställaren emot. Nämnden arbetar emellertid fortlöpande med att, när det gått en tid, få tillstånd att offentliggöra även sådana uttalanden, om inte annat i anonymiserad form.

Av de 54 uttalandena under år 2018 är för närvarande 80 procent offentliggjorda.

Nämndens ambition är att ha en mycket hög tillgänglighet och korta handläggningstider. Det innebär att kansliet är tillgängligt alla dagar i veckan för såväl konsultationer som formella ärenden. I ärenden som handläggs av ordföranden meddelar nämnden som regel sitt beslut senast dagen efter det att den slutliga framställningen lämnas in. Även vid behandling i nämnd med kollegial sammansättning är handläggningstiderna som regel korta. Under året varierade handläggningstiderna i dessa fall från en dag till, i fall där parterna fick yttra sig över varandras inlagor, ett par veckor.

Nämndens beslut i ärenden som handläggs på delegation från Finansinspektionen kan överklagas till Finansinspektionen. Inget av nämndens beslut under år 2018 överklagades.

Konsultationer med nämnden

Aktiemarknadsnämndens verksamhet består också av konsultationer där bolag, ägare, rådgivare och marknadsplatser tar kontakt med kansliet på telefon eller genom e-post.

En del av konsultationerna gäller frågor som senare behandlades i formella uttalanden av nämnden men många leder inte till något formellt ärende. De besked som kansliet lämnar i konsultationer binder inte Aktiemarknadsnämnden. Om den som konsulterat nämnden återkommer med en begäran att nämnden formellt ska pröva den fråga som ställts, sker denna prövning förutsättningslöst. Innehållet i konsultationer offentliggörs därför inte av nämnden och lämnade besked kan inte åberopas i förhållande till nämnden.

Rolf Skog

Direktör