

Aktiemarknadsnämnden

2019



Aktiemarknadsnämndens verksamhet

2019

Aktiemarknadsnämndens verksamhet var under 2019 mycket omfattande. Nämnden gjorde i genomsnitt ett uttalande i veckan. De allra flesta gällde offentliga uppköpserbjudanden och en stor del av uttalandena beslutades av nämnden i kollegial sammansättning.

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 dessa regler.

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 och 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 Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME eller Spotlight Stock Market.

.

Aktiemarknadsnämnden kan pröva frågor på eget initiativ eller efter framställning. Nämnden avgör själv huruvida 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. Det är ytterst ovanligt att en inkommen framställning avvisas.

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 extra föredragande, 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, offentliga uppköpserbudanden. Nämnden tillämpar på det området lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) men också regler som tagits fram genom självreglering. Det senare gäller 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 Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME eller Spotlight Stock Market.

Nämndens internationella samarbeten 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 fortlöpande 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 uppköpserbudanden, regelbundet diskuteras i en global medlemskrets.

Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 handlagt närmare 1000 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2019 handlade nämnden 53 ärenden.

Den absoluta merparten av uttalandena, 45 av 53, handlade om offentliga uppköpserbjudanden inklusive budplikt, något som ska ses bl.a. mot bakgrund av en fortsatt hög uppköpsaktivitet på aktiemarknaden. Under år 2019 var 18 bolag på de tidigare nämnda marknadsplatserna föremål för uppköpserbjudanden eller fusion.

Nästan hälften av ärendena, 25 av 53, handlades av nämnden i kollegial sammansättning, medan resterande ärenden handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt 7 ledamöter. Den höga andelen ärenden som handlades i kollegial sammansättning hänger samman med att många ärenden var relativt komplicerade. Ett ärende, som gjordes på nämndens eget initiativ, handlades i förstärkt sammansättning med tolv ledamöter.

En femtedel av ärendena under året, 11 av 53, 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 2019:02) behandlade nämnden en uppköpsfråga av lite mer principiellt slag, nämligen om tillåtligheten av ett fullföljandevillkor som avsåg finansieringen av målbolagets verksamhet, i det aktuella fallet refinansiering av lån. Nämnden konstaterade att det grundläggande kravet, att en budgivare vid budets lämnande ska ha finansieringen klar, inte innebär att budgivaren dessutom måste ha försäkrat sig om tillgång till krediter för eventuell refinansiering av målbolagets lån efter fullföljande av erbjudandet men ger anledning till restriktivitet i fråga om uppställandet av sådana villkor för erbjudandets fullföljande som tar sikte på målbolagets finansiella ställning, i vart fall såvitt avser villkor som rör mer begränsade förändringar i den finansiella ställningen.

I AMN 2019:11 fick nämnden frågan om det vid tillämpning av reglerna om s.k. efteraffärer i punkten II.15 i takeover-reglerna skulle vara godtagbart att utgå från en på visst sätt genomförd teoretisk värdering av vederlagsaktien. Det är en typ av fråga som nämnden inte besvarar. Enligt nämndens mening måste det ankomma på budgivaren att i varje enskilt bud där vederlaget utgörs av annat än kontanter, med beaktande av samtliga relevanta omständigheter, fastställa värdet på budvederlaget och, vid eventuella för-, sido- eller efteraffärer, redovisa hur den värderingen gjorts.

I ett ännu inte offentliggjort uttalande behandlade nämnden en aspekt av reglerna om föraffärer i punkten II.13 i takeover-reglerna. Av punktens femte stycke följer, motsatsvis, att en budgivare kan göra föraffärer mot vederlag i aktier utan att erbjuda aktier som budvederlag, om föraffärerna sammantaget motsvarar mindre än tio procent av aktierna i målbolaget. Så tillämpades också bestämmelsen i AMN 2010:22, där det handlade om en föraffär mot betalning i börsnoterade aktier. I det nu behandlade fallet handlade det emellertid om betalning med aktier i ett privat budgivarbolag. Nämnden ansåg det inte vara självklart att bestämmelsen, trots sin ordalydelse, var avsedd att tillämpas på en sådan situation och fann att det övervägda förfarandet inte skulle vara förenligt med takeover-reglerna eller god sed på aktiemarknaden.

Ett annat ännu inte offentliggjort uttalande rörde punkten II.17a i takeover-reglerna, som förbjuder ett målbolag att gentemot en budgivare binda sig till budrelaterade arrangemang. I kommentaren till bestämmelsen konstateras att Aktiemarknadsnämnden kan lämna dispens från bestämmelsen, men kommentaren ger uttryck för en generell restriktivitet i det hänseendet. I enskilda fall kan dock enligt kommentaren omständigheterna vara sådana att undantag från regeln kan medges. "Så kan t.ex. vara fallet i fråga om ömsesidiga åtaganden i samgåendeöverenskommelser mellan jämbördiga parter." I det behandlade fallet skulle ett svenskt verksamhetsdrivande bolag gå samman med ett utländskt bolag som inte bedrev någon egentlig verksamhet. Det kunde enligt nämnden inte betraktas som ett samgående mellan "jämbördiga parter".

De flesta ärenden rörande dispens från budplikt är, som konstaterats även i tidigare verksamhetsberättelser, relativt enkla i den meningen att lagförarbeten och en omfattande praxis från nämnden ger stöd för att åberopade omständigheter motiverar dispens på vissa av nämnden uppställda villkor. I ärenden som rör dispens för att komma till rätta med en ekonomisk kris i ett bolag, exempelvis genom en riktad emission, kan emellertid de åberopade omständigheterna ibland vara sådana att nämnden inte anser att de motiverar en dispens. Det kan exempelvis vara så att nämnden anser att bolagets problem inte är tillräckligt överhängande eller att bolaget inte i tillräcklig utsträckning undersökt andra finansieringsalternativ. I ett ännu inte offentliggjort uttalande under det gångna året ansåg nämnden att situationen motiverade dispens från budplikt för långivares deltagande i en kvittningsemission. Långivarna i fråga ville emellertid också försäkra sig om att vissa ledningspersoner skulle stanna kvar i bolaget och för det ändamålet ges option att i framtiden förvärva aktier i bolaget. Eftersom ett utnyttjande av optionerna skulle medföra att budplikt uppkom för personerna ifråga, omfattades även detta scenario av dispensansökan. Nämnden ansåg inte att det i delen anförts tillräckliga skäl för dispens.

Ett av de mer omfattande ärendena under 2019 rörde, principiellt sätt, frågor om bolagsstyrning i svenska börsbolag (AMN 2019:13). I det aktuella fallet hade styrelsen i ett noterat bolag på olika sätt motverkat bolagets huvudägares begäran om en extra bolagsstämma för att utse en ny styrelse. Stämman kom därmed till stånd betydligt senare än vad som annars skulle ha varit fallet. Nämnden konstaterade att god sed på aktiemarknaden givetvis förutsätter att aktiebolagslagens regler följs, men också att de syften som ligger bakom lagens regler om aktieägarnas grundläggande rättigheter och kompetensfördelningen mellan bolagsorganen respekteras, i det aktuella fallet reglerna om aktieägares ovillkorliga rätt att få till stånd en bolagsstämma för behandling av visst ärende. "Det ankommer inte på styrelsen att bedöma om av aktieägarna föreslagna nya styrelseledamöter i olika hänseenden är lämpliga att ingå i styrelsen, än mindre att motverka att aktieägarna väljer in dessa i styrelsen", konstaterade nämnden.

Inför stämman beslutade styrelsen också att, med stöd av ett tidigare lämnat bemyndigande från bolagsstämman, genomföra en till vissa investerare riktad emission som innebar att antalet aktier i bolaget ökade med drygt tio procent.

Med referens till vad som enligt LUA gäller för en målbolagsstyrelses agerande vid ett offentligt uppköpserbjudande uttalade nämnden att, i en sådan situation som styrelsen befann sig i efter det att en ägare begärt en bolagsstämma för val av ny styrelse, det finns skäl för styrelsen att vara återhållsam med åtgärder som kan påverka aktieägarkretsens sammansättning och därigenom förutsättningarna för bolagsstämmans beslut eller val. För det fall att styrelsen anser sig tvungen att vidta åtgärder som kan ha en sådan påverkan, exempelvis för att lösa ett akut finansieringsbehov i bolaget, bör styrelsen sträva efter sådan transparens att aktieägarna kan förvissa sig om att styrelsen inte agerat i syfte att uppnå en sådan påverkan. Det hade styrelsen enligt nämnden inte gjort.

Flera av de ärenden som inte rörde offentliga uppköpserbjudanden gällde olika aspekter av emissioner av eller handel med aktier eller andra finansiella instrument. Ett av dessa var AMN 2019:52, som rörde ett slags kraftigt rabatterad företrädesemission av aktier i ett litet bolag. Aktieägarna i bolaget skulle på sedvanligt sätt tilldelas teckningsrätter i proportion till sina aktieinnehav, men bolaget avsåg inte att låta notera eller på annat sätt ordna en organiserad handel i teckningsrätterna. Frågan var om detta kunde anses förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Nämnden uttalade att den i och för sig hade förståelse för att det i noterade små och medelstora bolag kan vara tidskrävande och relativt kostsamt att genomföra företrädesemissioner. De argument och det resonemang som fördes i framställningen om effekterna av traditionella företrädesemissioner respektive det slags emission som bolaget avsåg att genomföra var emellertid enligt nämnden inte av sådan styrka att det kunde motivera ett generellt avsteg från praxis (att tillse att en organiserad handel kan ske i teckningsrätter). Inte heller var omständigheterna i det specifika fallet sådana att ett avsteg från praxis i just det fallet kunde anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden. Sammanfattningsvis konstaterade

nämnden att god sed på aktiemarknaden kräver att teckningsrätter som ges ut i ett bolag på en handelsplattform eller en reglerad marknad noteras eller på annat sätt görs till föremål för organiserad handel, om inte nämnden i det enskilda fallet meddelar annat.

Ett annat ärende, som ännu inte offentliggjorts, rörde konvertibler. Ett bolag som gett ut konvertibler, vilka var föremål för handel, önskade åstadkomma en förtida konvertering till aktier för att på det sättet lätta bolagets skuldbörda. Detta skulle emellertid inte ske genom en ändring av konvertibelvillkoren, utan genom ett erbjudande av innebörd att den som konverterade under en viss tidsperiod före den ordinarie konverteringsperioden också skulle erhålla en viss kontant ersättning. Nämnden fann att förfarandet i praktiken innebar en villkorsändring och att några skäl inte anförts som enligt nämndens praxis skulle göra en sådan ändring godtagbar. Förfarandet skulle därför strida mot god sed på aktiemarknaden.

Nämnden gjorde under året också ett uttalande på eget initiativ, AMN 2019:25. Uttalandet föranleddes av att det, till följd av EU-krav, per den 10 juni 2019 infördes nya bestämmelser i aktiebolagslagen om närståendetransaktioner i bolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad. Därigenom blev nämndens tidigare principuttalande om närståendetransaktioner AMN 2012:05 i praktiken överspelat såvitt avser närståendetransaktioner i sådana bolag. Genom AMN 2019:25 upphävdes AMN 2012:05 i sin helhet, dvs. inte bara för bolag på reglerade marknader utan även för bolag vilkas aktier är noterade på en handelsplattform. God sed på aktiemarknaden kräver enligt initiativuttalandet att en ordning som i allt väsentligt motsvarar vad som föreskrivs i aktiebolagslagen tillämpas vid närståendetransaktioner även i dessa bolag.

Ett återkommande tema i nämndens ärenden är under vilka förutsättningar det är förenligt med god sed på aktiemarknaden att ansöka om avnotering av ett bolags aktier. I flertalet av de fall som nämnden tidigare behandlat har det varit fråga om avnotering av aktier för vilka noteringskraven fortfarande är uppfyllda. I aktieägarnas intresse har nämnden i dessa fall ställt upp vissa villkor för att en ansökan om avnotering ska anses vara förenlig med god sed på

aktiemarknaden. Se bl.a. AMN 2014:33 och, under det gångna året AMN 2019:03 där nämnden också refererar till ett ännu inte offentliggjort uttalande som omnämns i verksamhetsberättelsen för 2016.

Under 2019 behandlade nämnden tre avnoteringsärenden (AMN 2019:15, 30 och 36) där noteringskravet på tillräcklig spridning av aktien *inte* var uppfyllt och där marknadsplatsen meddelat bolaget att aktien skulle komma att avnoteras, om bolaget inte vidtog åtgärder för att uppfylla spridningskravet. I ljuset av nämndens tidigare praxis att god sed inte kan anses kräva att bolaget vidtar åtgärder för att uppfylla noteringskraven, ansåg nämnden i dessa fall att det från synpunkten av god sed inte mötte några hinder att bolaget ansökte om avnotering, men att en sådan ansökan ska göras tidigast tre månader efter det att bolaget informerat marknaden om avnoteringsplanerna.

Nämnden har vid flera tillfällen erinrat om rådgivares ansvar för att regler och god sed på aktiemarknaden respekteras. I verksamhetsberättelsen för 2018 erinrade nämnden om 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 och att det i de sammanhangen är viktigt att rådgivare, som ofta torde ha större kunskaper om aktiemarknadsrätten än aktörerna på marknaden, lämnar vägledning om vad som gäller.

I ett av ärendena under 2019 hävdade en finansiell rådgivare att dess verkställande direktör i media citerats felaktigt i ett hänseende som var av betydelse för nämnden. Nämnden uttalade att rådgivaren borde ha försäkrat sig om att ha blivit korrekt citerad och, när publicering trots allt skett, i vart fall begärt rättelse (AMN 2019:13).

I ett annat ärende under året påminde nämnden om en budgivares skyldighet enligt takover-reglerna, att i en uppköpssituation anlita expertis som är förtrogen med den svenska aktiemarknaden och dess reglering (AMN 2019:33).

I det redan berörda AMN 2019:52 slog nämnden fast att osäkerhet om vad som utgör god sed på aktiemarknaden bör undanröjas genom en framställning till nämnden, om möjligt i så god tid att marknaden inte riskerar att få en felaktig uppfattning om planerade åtgärder. I det aktuella ärendet ansåg nämnden att framställningen skulle ha givits in tidigare än vad som skedde.

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 53 uttalandena under 2019 är för närvarande närmare två tredjedelar 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 2019 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

Aktiemarknadsnämndens ledamöter 2019

Marianne Gernandt Lundius, ordförande

Ann-Christine Lindeblad, vice ordförande

Anders Ackebo, ledamot

Mats Andersson, ledamot

Ulf Aspenberg, ledamot

Carina Bergfelt, ledamot

Jan-Mikael Bexhed, ledamot

Ramsay Brufer, ledamot

Peter Bäärnhjelm, ledamot

Cecilia Daun Wennborg, ledamot

Ossian Ekdahl, ledamot

Karin Forseke, ledamot

Anne Holm Rannaleet, ledamot

Eva Hägg, ledamot

Carl Johan Högbom, ledamot

Richard Josephson, ledamot

Arne Karlsson, ledamot

Margit Knutsson, ledamot

Sören Lindström, ledamot

Dick Lundqvist, ledamot

Wilhelm Lüning, ledamot

Nina Macpherson, ledamot

Jens Nystrand, ledamot

Robert Ohlsson, ledamot

Eva Persson, ledamot

Carl-Johan Pousette, ledamot

Hans Schedin, ledamot

Erik Sjöman, ledamot och särskild rådgivare till nämndens kansli

Joakim Strid, ledamot

Charlotte Strömberg, ledamot

Klas Tollstadius, ledamot

Aktiemarknadsnämnden

Väpnargatan 8, 6tr
114 51 Stockholm

www.aktiemarknadsnamnden.se