

Aktiemarknadsnämnden

2023



Aktiemarknadsnämndens verksamhet 2023

Aktiemarknadsnämndens verksamhetsår 2023 var intensivt. Nämnden gjorde inte mindre än 62 uttalanden. Ovanligt många ärenden var av mer komplicerat slag och behandlades av nämnden i kollegial sammansättning. Som vanligt dominerade ärenden rörande offentliga uppköpserbjudanden i vid mening.

Nämndens ordförande, f.d. justitierådet Marianne Lundius, efterträddes vid utgången av året av f.d. justitierådet Sten Andersson.

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 beslutar nämnden om tolkning av och dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbjudanden (takeovers), däribland reglerna om budplikt. Nämnden tolkar också motsvarande takeover-regler utfärdade inom ramen för aktiemarknadens självreglering och prövar frågor om dispens från dem.

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, Föreningen Svensk Värdepappersmarknad och Svenskt Näringsliv.

Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad (i Sverige huvudmarknaderna vid 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 mycket ovanligt att en framställan avvisas.

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

Nämndens ordförande, f.d. justitierådet Marianne Lundius, avslutade vid årets utgång, sitt mångåriga ordförandeskap i nämnden. Hon efterträddes då av f.d. justitierådet Sten Andersson, som fram till dess varit en av nämndens två vice ordförande. Justitierådet Johan Danelius fortsätter att vara vice ordförande.

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 samt i plenum med minst hälften av samtliga ledamöter. Sammansättningen i de enskilda ärendena bestäms enligt principer som anges i nämndens stadgar och arbetsordning. Inför varje ärende 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 offentliga uppköpserbudanden. Nämnden tillämpar på det området lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) men också de takeover-regler som tagits fram genom självreglering.

Nämndens internationella samarbeten m.m.

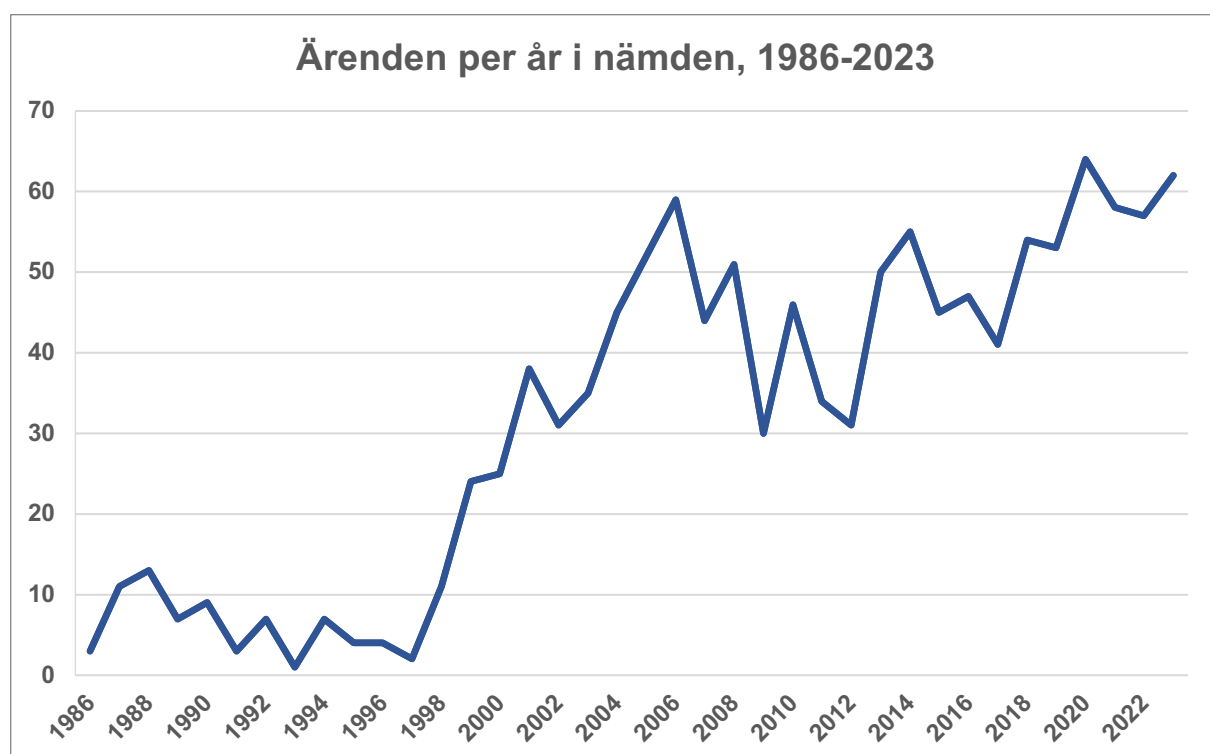
Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder.

Kansliet deltar, tillsammans med Finansinspektionen, i ett fortlöpande kunskapsutbyte rörande offentliga uppköpserbudanden inom Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (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 1200 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2023 gjorde nämnden 62 uttalanden.



Flertalet uttalanden, 50 av 62, handlade om offentliga uppköpserbudanden inklusive budplikt. Under år 2023 lämnades 20 uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden. Flera av dessa bud föranledde en eller flera framställningar till nämnden men nämnden hanterade också flera framställningar rörande planerade men (ännu) inte lämnade bud.

Nästan hälften av det totala antalet ärenden under året, 28 av 62, handlades av nämnden i kollegial sammansättning. Det var en ovanligt hög andel. Resterande handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt sju ledamöter.

En femtedel av ärendena, 13 av 62, handlades helt eller delvis på delegation från Finansinspektionen. Dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbudanden, särskilt reglerna om budplikt.

I verksamhetsberättelsen för 2022 berörde nämnden ett par ärenden från det aktuella året rörande dispens från budplikt i samband med en planerad riktad emission avsedd att rädda ett bolag ur ekonomiska svårigheter. Nämnden konstaterade i det sammanhanget att i de fall sådana framställningar avslagits, har skälet ofta varit att det av framställningen inte tillräckligt klart framgått att bolaget varit i sådana ekonomiska svårigheter att nämnden ansett det motivera ett åsidosättande av budplikten eller att den planerade emissionen varit den i praktiken enda realistiska möjligheten att komma till rätta med situationen. Även under 2023 förekom ett par ärenden av det slaget. I ett annat ärende avslogs ansökan eftersom den riktade emissionen skulle beslutas av styrelsen med stöd av ett bemyndigande och det således inte fanns någon möjlighet för nämnden att på sedvanligt sätt villkora en dispens vid att beslutet om emissionen fattades eller godkändes av aktieägarna vid en bolagsstämma.

En återkommande frågeställning i ärenden rörande offentliga uppköpserbudanden är under vilka förutsättningar en eller flera aktieägare i ett målbolag kan delta som budgivare i ett erbjudande genom att "rulla över" sina aktier i ett för ändamålet tillskapat budgivarbolag medan övriga aktieägare erbjuds ett kontant budvederlag. Det kan handla om att en eller flera aktieägare genom ett gemensamt ägt budgivarbolag lämnar ett erbjudande om förvärv av aktierna i målbolaget men också, och i praktiken oftare, om att någon eller några större aktieägare tillsammans med exempelvis ett private equity-bolag lämnar ett sådant erbjudande genom ett budgivarbolag.

Huruvida ett förfarande av detta slag är förenligt med den grundläggande likabehandlingsprincipen i uppköpsreglerna avgörs från fall till fall genom en helhetsbedömning av huruvida parterna i budgivarbolaget *de facto* är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Några bestämda kriterier för den prövningen finns inte. I kommentaren till reglerna nämns ett antal omständigheter som kan beaktas i sammanhanget, såsom hur många aktieägare som kontaktats rörande delägarskap i budgivarbolaget, vilken typ av aktieägare det handlar om, på vems initiativ och när diskussionerna om samverkan startade, på vilket sätt aktieägaren i fråga bidragit till finansiering av budgivarbolaget, samt vilka villkor som gäller för delägarande i och utträde ur budgivarbolaget. Uppräkningen är emellertid inte

uttömmande utan nämnden kan i det enskilda fallet beakta även andra omständigheter och lägga olika vikt vid de olika omständigheterna. Nämnden har i vissa fall funnit omständigheterna vara sådana att förfarandet varit förenligt med regelverket, men i andra fall funnit att så inte varit fallet.

I ett icke offentligt uttalande under året med ett PE-bolag som huvudinvesterar i budgivarbolaget ansåg nämnden att det i framställningen inte hade anförts några skäl för att en viss aktieägare (men inte andra) skulle erbjudas att tillsammans med PE-bolaget ingå i budkonsortiet. Detta förhållande tillsammans med andra omständigheter ledde enligt nämnden till att aktieägaren i fråga, vid en samlad bedömning, inte kunde betraktas som *de facto* budgivare utan skulle anses vara en otillåtet särbehandlad aktieägare.

Det är inte ovanligt att nämnden i ärenden av detta slag har kontakt med den brittiska takeover-panelen och i linje med panelens praxis kan nämnden på senare tid med ytterligare tydlighet sägas ha gjort helhetsbedömningar i de enskilda fallen. Kanske kan man också skönja en trend åt det mer restriktiva hållet. Det kan därför inte utan vidare tas för givet att tidigare bedömningar beträffande enskilda komponenter i en konsortiebildning står sig vid nya helhetsbedömningar. Varje fall måste bedömas för sig.

Av uppköpsreglerna framgår att det inte är förenligt med reglerna att låta en viss aktieägare i målbolaget medverka i ett budkonsortium som delägare i budgivarbolaget men kvarstå med delar av sitt aktieägarande och således till viss del även omfattas av erbjudandet. I ett ännu inte offentligt uttalande under året konstaterade nämnden ånyo att detta också gäller försäljningar av aktier i budbolaget till, i det fallet, huvudinvesteringen i budbolaget, för att erhålla medel till att betala skatt som skulle uppkomma till följd av de budrelaterade transaktionerna (jämför även bl.a. nämndens verksamhetsberättelse för 2018). Enligt nämnden skulle det däremot inte möta några hinder att aktieägarna i fråga, på marknadsmässiga villkor, av huvudinvesteringen låna ett belopp motsvarande den skatt de skulle erlägga.

I ett annat icke offentligt uttalande under året behandlade nämnden frågan om en utländsk fond, som inte ägde några aktier i målbolaget, kunde delta i ett

budkonsortium samtidigt som vissa andra fonder, som var aktieägare i målbolaget, inte skulle medverka i konsortiet utan skulle få ta ställning till erbjudandet, trots att samtliga fonder hade en gemensam förvaltare. Enligt nämnden mötte detta inte något hinder. Det handlade, konstaterade nämnden, inte om att en och samma ägare, eller flera ägare i samma koncern, skulle dela upp sitt innehav utan om olika juridiska personer (fonder) som agerade på olika sätt. Att fonderna sköttes av samma förvaltare gav under de i framställningen angivna omständigheterna inte anledning att se annorlunda på saken.

I ett annat ärende avsåg en potentiell budgivare att i ett planerat bud på ett bolag med stam- och preferensaktier erbjuda vederlag i form av ett visst antal stamaktier i budgivaren för stamaktier i målbolaget och ett visst antal preferensaktier i budgivaren för preferensaktier i målbolaget. Nämnden ombads uttala sig om huruvida upplägget skulle var förenligt med takeover-reglernas krav på att värdeskillnaden mellan vederlaget för respektive aktieslag inte får vara oskälig. I sitt uttalande konstaterade nämnden att skälighetskravet innebär att skillnaden i vederlag ska vara sakligt grundad i den meningen att den endast får återspegla faktiska skillnader i villkoren för de olika aktieslagen, att det ankommer på budgivaren att i det enskilda fallet fastställa det erbjudna vederlaget så att det är förenligt med reglerna och att det under sådana omständigheter som var för handen i den aktuella transaktionen (aktiebud) torde detta krävas att budgivaren anlitar relevant extern expertis vid bestämmande av vederlaget.

De allra flesta ärenden rörande uppköpserbjudanden initierades, som vanligt, av potentiella budgivare men ett ärende initierades av ett potentiellt målbolag och rörde s.k. försvarsåtgärder. Av lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006:451) följer att, om styrelsen eller verkställande direktören i ett börsbolag har grundad anledning att anta att ett uppköpserbudande avseende bolagets aktier är nära förestående så får bolaget endast efter beslut av bolagsstämman vidta åtgärder, som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande ("försvarsåtgärder"). I det nu aktuella fallet var ett börsbolag i långt framskridna, konfidentiella förhandlingar om ett förvärv av en viss verksamhet när bolaget kontaktades av en potentiell budgivare på

bolagets aktier, men inte kände till förhandlingarna i fråga. Styrelsen ställde därför nämnden frågan om det planerade förvärvet kunde anses vara en försvarsåtgärd och förhandlingarna om förvärvet således inte kunde slutföras utan ett godkännande från bolagsstämman. Nämnden erinrade i sitt uttalande om ett tidigare, snarligt, ärende (AMN 2018:28) där nämnden konstaterade att en första omständighet att beakta i dessa sammanhang är huruvida förvärvet avser något som kan anses ligga inom ramen för målbolagets huvudsakliga verksamhet. Ett förvärv som ligger helt vid sidan av den huvudsakliga verksamheten kan redan av det skälet vara ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Därvid kan också vara av intresse huruvida förvärvet avser något som skulle leda till att budgivaren ställs inför krav på myndighetstillstånd eller liknande för att kunna genomföra det planerade uppköpet. En annan omständighet att beakta är storleken på förvärvet. Ett förvärv som ligger vid sidan av den huvudsakliga verksamheten men är av begränsad storlek försämrar inte nödvändigtvis förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. På motsvarande sätt kan ett stort förvärv vara ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande även om det ligger inom ramen för målbolagets huvudsakliga verksamhet.

I det aktuella fallet låg det planerade förvärvet helt i linje med bolagets tillämpade förvärvsstrategi och värdet av förvärvet motsvarade omkring en tjugondel av bolagets börsvärde. Enligt nämnden kunde förvärvet mot denna bakgrund och vad som i övrigt anfördes i framställningen, varken på grund av sin art eller storlek, anses vara ägnat att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. Bolaget kunde alltså fortsätta förhandlingarna utan att inhämta bolagsstämman godkännande. Nämnden var också i det ärendet i kontakt med den brittiska takeover-panelen.

Förvärv av ett börsbolag kan ske inte bara genom ett offentligt uppköpserbjudande utan också exempelvis genom en fusion i vilken bolaget i fråga, med aktiebolagslagens terminologi, absorberas av ett annat bolag. Till skillnad från vad som är fallet vid ett uppköpserbjudande där varje aktieägare individuellt får ta ställning till erbjudandet att överlåta sina aktier till budgivaren fattas beslutet om fusion av bolagsstämman i "målbolaget", dvs. det bolag som ska absorberas.

Ett fusionsbeslut är enligt aktiebolagslagen giltigt om det har biträtts av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som är företrädade vid stämman. Om det överlåtande bolaget är ett publikt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad och fusionsvederlaget ska utgöras av aktier som inte är upptagna till handel på en sådan marknad gäller emellertid ett väsentligt högre majoritetskrav. Beslutet är då giltigt endast om det har biträtts av samtliga aktieägare som är närvarande vid bolagsstämman och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Bestämmelsen bygger på tanken att aktieägare i det överlåtande bolaget inte ska behöva acceptera ett fusionsvederlag som inte är föremål för handel på samma eller en motsvarande marknad som aktierna i det överlåtande bolaget.

Under det gångna året behandlade nämnden ett fall där det övertagande bolagets aktier inte var noterade på aktiemarknaden över huvud taget och det överlåtande bolagets aktier inte var upptagna till handel på en reglerad marknad men väl på en handelsplattform. Fusionen omfattades således inte av det särskilt stränga majoritetskravet i lagen. Nämnden, som hade att bedöma situationen från synpunkten av god på aktiemarknaden konstaterade att syftet med det särskilt stränga majoritetskravet i lagen gör sig gällande även i det fall det övertagande bolagets aktier är noterade på en handelsplattform och att motsvarande majoritetskrav därför ska tillämpas även i ett sådant fall. För en sådan ordning talar också, skriver nämnden, att en fusion i vilken aktieägarna i ett överlåtande bolag vars aktier är noterade erhåller onoterade aktier som fusionsvederlag, i praktiken innebär en avnotering och för avnotering ställer nämnden sedan länge upp motsvarande stränga majoritetskrav.

Ytterligare ett annat sätt att genomföra ett företagsförvärv är att förvärva själva verksamheten i ett bolag, ett s.k. inkråmsförvärv. Under verksamhetsåret 2022 behandlade nämnden ett par ärenden rörande sådana förvärv, vilka omtalades i verksamhetsberättelsen för det året. I de två uttalanden som gjordes konstaterade nämnden också att det fanns skäl att överväga om takeover-reglerna ska kompletteras med regler om inkråmsförvärv. Vid den översyn av takeover-reglerna

som genomfördes under hösten 2023 övervägdes detta men någon komplettering gjordes inte. Det ankommer således även fortsättningsvis på nämnden att uttala sig om vad som är god sed i fråga om planerade eller genomförda inkråmsaffärer samt i förekommande fall om hur de förhåller sig till takeover-reglerna. Under hösten 2023 fick nämnden just en sådan fråga, nämligen rörande s.k. exklusivitetsavtal.

När det gäller offentliga uppköpserbjudanden finns i takeover-reglerna en bestämmelse som i praktiken förbjuder ett målbolag att med en budgivare ingå ett exklusivitetsavtal, dvs. ett avtal som förbjuder målbolaget att föra diskussioner med andra potentiella budgivare (II.17a). I det aktuella fallet var emellertid frågan om börsbolag kunde ingå ett exklusivitetsavtal inte med en budgivare utan med en potentiell köpare av bolagets inkråm och genom avtalet förbinda sig att inte diskutera en försäljning av inkråmet med någon annan eller, i ett mer långtgående alternativ, inte diskutera en försäljning av inkråmet eller ett offentligt uppköpserbjudande med någon annan.

I fråga om det mindre långtgående alternativet, dvs. ett exklusivitetsavtal som uteslutande tar sikte på att förhindra diskussioner med en konkurrerande köpare av inkråmet, konstaterade nämnden att bolagets styrelse ska agera i aktieägarkollektivets intresse och därför nog måste överväga om ett arrangemang som ger exklusivitet åt en viss potentiell köpare av inkråmet, som därmed riskerar att försämra förutsättningarna för en eventuell konkurrerande köpare, ligger i aktieägarnas intresse att ingå.

Beträffande det mer långtgående alternativet, dvs. ett exklusivitetsavtal som tar sikte på att förhindra diskussioner med inte endast en konkurrerande köpare av inkråmet utan också eventuella budgivare i ett offentligt uppköpserbjudande, ansåg nämnden – med hänvisning till syftet bakom bestämmelsen i takeover-reglerna – ett börsbolag vara förhindrat att ingå sådana avtal.

Det förefaller sannolikt att nämnden i framtiden kan komma att få ytterligare frågor rörande inkråmsförvärv.

Till de ofta återkommande ämnesområdena i de nämndärenden som inte rör

uppköpserbjudanden hör riktade emissioner. Grundläggande bestämmelser om emissioner av aktier finns i aktiebolagslagen. Till komplettering av lagens bestämmelser utfärdade Kollegiet för svensk bolagsstyrning år 2014 en rekommendation rörande vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid riktade kontantemissioner. Rekommendationen ersattes per den 1 september 2023 av Aktiemarknadens självregleringskommittés regler rörande riktade kontantemissioner. De nya reglerna inkorporerar Aktiemarknadsnämndens praxis i frågor rörande riktade kontantemissioner och utökar kraven på emittenters informationsgivning i samband med sådana emissioner.

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 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 62 uttalanden som nämnden gjorde under 2023 är för närvarande 42 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. Erfarenheten visar att handläggningstiden ofta blir kortare om en framställning föregåtts av en underhandskontakt med nämndens kansli.

Nämndens beslut i ärenden som handläggs på delegation från Finansinspektionen kan överklagas till Finansinspektionen. Inget av nämndens beslut under 2023 överklagades.

Konsultationer med nämndens kansli

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

Aktiemarknadsnämnden

Nybrokajen 7, 5 tr.
111 48 Stockholm

www.aktiemarknadsnamnden.se