

Aktiemarknadsnämnden

2024



Aktiemarknadsnämndens verksamhet 2024

Verksamhetsåret 2024 var ett rekordår. Nämnden gjorde hela 81 uttalanden. Det var omkring 30 procent fler än något tidigare år under nämndens nu snart fyrtioåriga existens. Som vanligt rörde de flesta uttalandena offentliga uppköpserbjudanden i vid mening men nämnden hade också ärenden rörande exempelvis god sed vid närståendetransaktioner.

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 åtta medlemmar: 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 framställan. Nämnden avgör själv huruvida en framställan ska 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 är f.d. justitierådet Sten Andersson och vice ordförande är justitierådet Johan Danelius.

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, och en sekreterare, Jesper Zackrisson. Till kansliet är också nämndledamoten Erik Sjöman knuten som särskild rådgivare.

Handläggningen i nämnden baseras på vad som anförs i framställan. 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 framställan angivna förutsättningarna.

En betydande del av nämndens verksamhet avser offentliga uppköpserbjudanden. Nämnden tillämpar på det området lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) men också de takeover-regler som tagits fram genom självreglering.

Nämndens internationella samarbeten m.m.

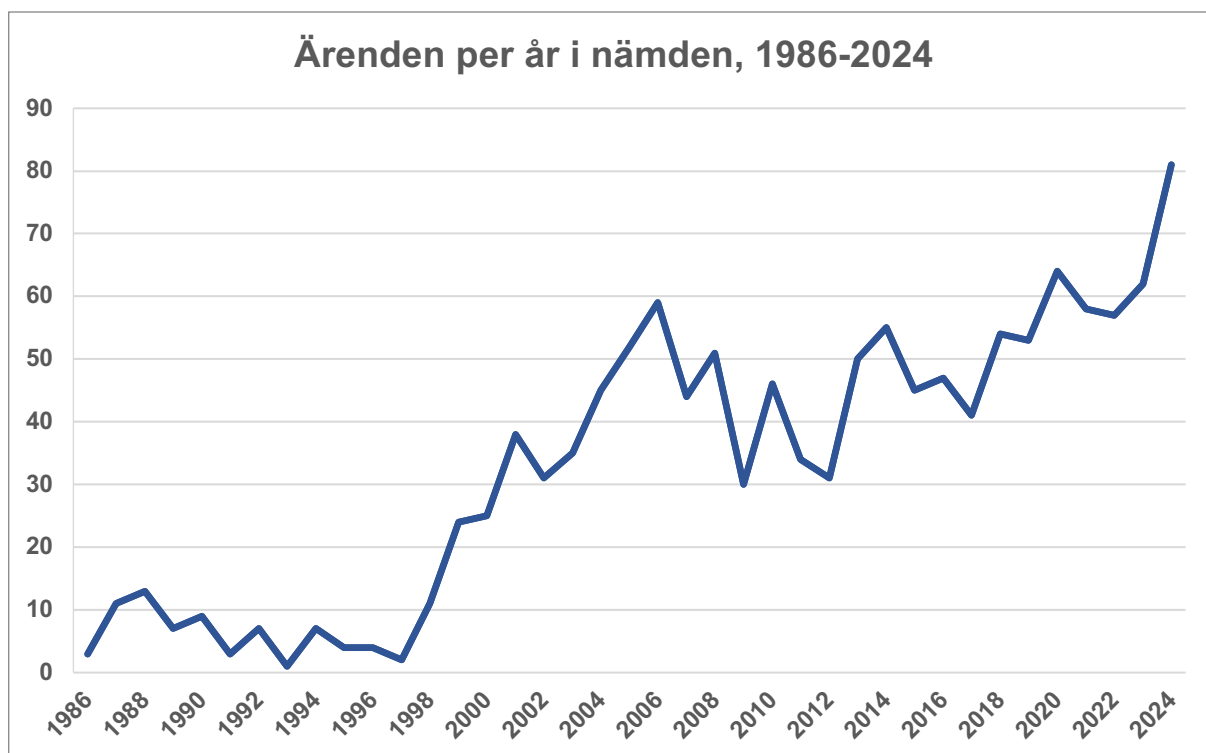
Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbjudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder.

Kansliet deltar, tillsammans med Finansinspektionen, i ett fortlöpande kunskapsutbyte rörande offentliga uppköpserbjudanden 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 uppköpserbjudanden, regelbundet diskuteras i en global medlemskrets.

Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 handlagt omkring 1300 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2024 gjorde nämnden 81 uttalanden.



Flertalet uttalanden, 71 av 81, handlade om offentliga uppköpserbudanden inklusive budplikt. Under år 2024 lämnades omkring 40 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.

Drygt en tredjedel av det totala antalet ärenden under året, 28 av 81, handlades av nämnden i kollegial sammansättning. Resterande handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt drygt sju ledamöter.

Knappt femton procent av ärendena, 12 av 81, handlades på delegation från Finansinspektionen. Dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbudanden, särskilt reglerna om budplikt.

I uttalandet AMN 2024:23 återkom nämnden till frågan om budplikt vid förvärv genom en kapitalförsäkring. Nämnden erinrade om att budpliktsreglernas utformning inte hindrar att det kan strida mot god sed på aktiemarknaden att genom olika avtalsarrangemang åstadkomma vad som i praktiken är ett kontrollägarskifte utan att budpliktsreglerna formellt blir tillämpliga. I linje därmed fann nämnden exempelvis i

AMN 2020:13 att god sed påkallade att en ägare lämnade ett uppköpserbjudande i enlighet med budpliktsreglerna i en situation där så många aktier innehades genom ägarens kapitalförsäkring att ägarens direktägarande – som var mindre än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget – representerade mer än 30 procent av det sammanlagda röstetalet för de aktier i bolaget som inte innehades genom försäkringen. I det aktuella fallet 2024 förhöll det sig inte på det sättet och något uppköpserbjudande behövde därför inte lämnas.

I ett konfidentiellt ärende 2024 behandlades den näraliggande frågeställningen om uppkomsten av budplikt vid swap-arrangemang. I det aktuella fallet hade bolaget A ingått överenskommelser om s.k. TRS-arrangemang med olika banker. Innebörden av överenskommelserna var bl.a. att bankerna under viss tid skulle komma att äga aktier i bolaget B. Enligt nämnden kunde det antas att ett inte obetydligt antal aktier i B därigenom skulle komma att passiveras och att A således framkallat en situation där bolaget i praktiken under en period skulle komma att inneha mer än tre tiondelar av det totala antalet aktiva röster i B. Visserligen avsåg A att åta sig att under TRS-arrangemangens löptid avstå från att rösta för en del av de innehavda aktierna i B för att därigenom säkerställa att A alltid skulle komma att rösta för mindre än tre tiondelar av alla aktiva röster i B men enligt nämnden skulle den rättsliga innebörden av ett sådant åtagande vara oklar. Det skulle också, konstaterade nämnden, vara svårt att kontrollera efterlevnaden av åtagandet. Enligt nämnden var åtagandet därmed inte tillräckligt för att anse TRS-arrangemangen vara förenliga med god sed i en situation där A innehade minst tre tiondelar av det sammanlagda antalet röster för aktierna i B exklusive aktier som hölls av bankerna. Att TRS-arrangemangen avsågs att vara tidsmässigt begränsade gav inte anledning till någon annan bedömning.

I samma ärende aktualiserades också frågan om den s.k. föraffärsregelns tillämpning vid en avveckling av TRS-arrangemangen för det fall A skulle komma att lämna ett bud på aktierna i B. Tanken var att TRS-arrangemangen då skulle kunna avslutas i förtid och att bankerna därvid skulle kunna använda flera avvecklingsmetoder, däribland att lämna in TRS-aktierna i budet. Om så skulle ske i ett uppköpserbjudande lämnat av A skulle, konstaterade nämnden, föraffärsregeln i punkten II.13 i takeover-reglerna bli tillämplig.

Ett ofta återkommande tema i nämndens ärenden rörande offentliga uppköpserbjudanden 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. Ämnet behandlades senast i verksamhetsberättelsen avseende 2023. Även under 2024 hade nämnden flera ärenden rörande sådana s.k. utköpskonsortier. Några dessa är offentliggjorda medan andra alltjämt är konfidentiella.

Huruvida ett förfarande av det aktuella slaget är förenligt med den grundläggande likabehandlingsprincipen i takeover-reglerna avgörs av nämnden 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 deläggande 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.

I ett konfidentiellt ärende 2024 skulle en aktieägare, Grundaren, bilda ett budkonsortium med vad som kallades Sponsorn. Grundaren var sedan länge målbolagets huvudaktieägare och hade enligt framställningen särskild kunskap om bolaget. Enligt framställningen var det också Grundaren som hade tagit initiativ till att etablera budkonsortiet.

Det nu sagda och merparten av det som i framställningen anfördes om villkoren för etableringen av konsortiet, för parternas samägande och samverkan och för parternas möjligheter att utträda ur detsamma, talade enligt nämnden för att Grundaren skulle kunna bedömas som *de facto*-budgivare. En omständighet gav emellertid enligt nämnden anledning till en motsatt bedömning, nämligen att Grundaren redan under de tre första åren efter fullföljande av erbjudandet skulle ha

möjlighet att, med Sponsorns godkännande, sälja aktier i budgivarbolaget till tredje part. Med en sådan ordning kunde Grundaren vid en samlad bedömning enligt nämnden inte anses uppfylla kraven för att vara *de facto*-budgivare.

I ett annat konfidentiellt ärende var situationen den att en grupp ledande befattningshavare (Medinvesterarna) som tillsammans också innehade en relativt stor andel av aktierna i målbolaget avsåg att tillsammans med ett rörelsedrivande bolag, X, bilda ett konsortium för att, genom ett för ändamålet etablerat budgivarbolag, lämna ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i målbolaget. Medinvesterarna skulle vid erbjudandets fullföljande tillskjuta sina aktier i målbolaget till budbolaget genom en apportemission och X skulle tillskjuta de kontanta medel som krävdes för att budbolaget skulle kunna förvärva resterande aktier i målbolaget. Varken Medinvesterarna eller X skulle ha någon skyldighet att tillskjuta ytterligare finansiering till budbolaget eller målbolaget.

Medinvesternas enskilda innehav var av mycket varierande storlek där det minsta innehavet motsvarade endast 0,25 procent av aktierna och rösterna. Enligt nämnden var det uppenbart att i vart fall någon som lämnar ett så begränsat bidrag till ett erbjudande normalt inte kan anses som *de facto*-budgivare utan måste betraktas som en särbehandlad aktieägare. Tillräckliga omständigheter som gav anledning att i det aktuella fallet se annorlunda på den saken hade inte anförts. Redan på den grunden fann nämnden det planerade förfarandet oförenligt med likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna.

I ett annat men till omständigheterna likartat ärende (dock utan någon så liten tänkt medinvesterare som i det nyssnämnda ärendet) fanns en rad omständigheter som talade för att betrakta de som där kallades Grundarna som *de facto*-budgivare. I upplägget ingick emellertid ett optionsarrangemang enligt vilket Grundarna skulle ha rätt att tre år efter erbjudandets fullföljande överlåta sina aktier till den större konsortieparten X (och X ha en motsvarande rätt att förvärva Grundarnas aktier). Lösenpriset vid utnyttjande av dessa rättigheter skulle beräknas enligt av parterna i förväg bestämda vinstmultiplar. Det förhållandet att Grundarna på detta sätt skulle komma att vara garanterade en möjlighet att lämna samarbetet i budgivarbolaget genom att överlåta sina aktier till X talade enligt nämnden med sådan styrka emot att

betrakta Grundarna som *de facto*-budgivare att det planerade utköpet, vid en helhetsbedömning, inte ansågs vara förenligt med punkten II.10.

Nämnden hade även under 2024 vid flera tillfällen kontakt med den brittiska takeover-panelen i frågor relaterade till utköpskonsortier. En annan frågeställning som nämnden vid flera tillfällen diskuterat med panelen är möjligheten för exempelvis en aktieägare i ett målbolag att, under ett pågående bud, förvärva vissa tillgångar i målbolaget. Inom ramen för erbjudandet är sådana arrangemang inte tillåtna, oberoende av prestationernas värde. Jfr bl.a. AMN 2007:32 och 2008:18.

De svenska takeover-reglerna innehåller inte någon motsvarighet till Rule 16.1 i de brittiska takeover-reglerna enligt vilken en aktieägare i ett målbolag, under vissa förutsättningar, kan tillåtas förvärva tillgångar i målbolaget i samband med ett bud, om överlåtelsen föregåtts av en oberoende värdering av tillgångarna och godkänns av övriga aktieägare vid bolagsstämma i målbolaget. I ett konfidentiellt ärende 2023 ansåg emellertid nämnden att ett upplägg som i huvudsak motsvarade den brittiska regeln kunde anses förenligt med takeover-reglerna. Det innebär att en överlåtelse av det aktuellt slaget vanligen kan godtas, om (1) den har föregåtts av en oberoende värdering av den egendom som ska överlåtas, (2) den godkänns av övriga aktieägare på bolagsstämma i bolaget och (3) stämmans beslut om godkännande fattas med kvalificerad majoritet – normalt motsvarande minst två tredjedelar av de avgivna rösterna och det på stämman företrädde antalet aktier – utan att aktier som innehas av förvärvaren räknas med. I ett konfidentiellt ärende 2024 handlade det om en överlåtelse av ett särskilt slag, nämligen av aktier i ett potentiellt målbolags dotterbolag, vilka skulle överlåtas till styrelseledamöter i dotterbolaget. Nämnden fann också den överlåtelsen godtagbar under de nämnda förutsättningarna men då med det strängare majoritetskrav (nio tiondelar) som följer av de s.k. Leo-reglerna i aktiebolagslagen, om överlåtelsen är av viss storlek.

En grundläggande bestämmelse i takeover-reglerna är att ett offentligt uppköpserbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet, se punkten II.1. I kommentaren till bestämmelsen konstateras att den inte innebär att budgivaren dessutom måste ha försäkrat sig om tillgång till krediter för eventuell refinansiering av målbolagets

skulder efter fullföljande av erbjudandet, men att "utrymmet för att förena erbjudandet med fullföljandevillkor som relaterar till målbolagets finansiering, och därmed i praktiken låta målbolagsaktieägarna bära risken, är mycket begränsat". I ett konfidentiellt ärende under det gångna året uppkom frågan om ett onoterat bolag, A, vid en fusion (absorption) med ett noterat bolag, B, för fusionens genomförande kunde uppställa vissa villkor relaterade till "den sammanslagna koncernens behov av refinansiering som ett resultat av Fusionen". Nämnden konstaterade att punkten II.1 i takeover-reglerna skulle vara tillämplig på fusionen och fann att villkoret i fråga var oförenligt med punkten II.1.

I uttalandet AMN 2024:50 slog nämnden fast att det inte möter några hinder att ett uppköpserbjudande utformas så att samtliga aktieägare erbjuds valmöjligheten att acceptera detsamma på sedvanligt sätt eller acceptera det villkorat av att budgivaren blir ägare till mer än 90 procent av aktierna i målbolaget. Nämnden påpekade dock att en sådan utformning av ett uppköpserbjudande ställer särskilda krav på tydlighet i informationen till målbolagets aktieägare.

I åter ett konfidentiellt ärende var frågan om det skulle vara förenligt med god sed att ett målbolag under efteraffärsperioden, dvs. inom sex månader från det att erbjudandet fullföljdes, lämnade ett återköpserbjudande avseende bolagets egna aktier. Nämnden konstaterade att budgivaren visserligen innehade mindre än hälften av aktierna och rösterna i målbolaget men på grund av sin ägarandel *de facto* måste anses kontrollera detsamma. Även om eventuella återköpsdispositioner som målbolaget skulle komma att vidta under efteraffärsperioden inte skedde på anvisning av budgivaren i syfte att ytterligare öka dess ägande i målbolaget, något som skulle träffas direkt av punkten II.15, skulle det enligt nämnden inte vara förenligt med god sed att målbolaget förvärvade egna aktier genom transaktioner till högre pris än erbjudandepriiset (i annat syfte än att säkerställa leverans av aktier inom ramen för incitamentsprogram). Jfr AMN 2020:07.

När det gäller ärenden utanför området offentliga uppköpserbjudanden ska här erinras om det redan offentliggjorda uttalandet AMN 2024:69, som rörde överlåtelse av aktier i ett intressebolag från ett börsbolags helägda utländska dotterföretag till en till börsbolaget närstående part. Nämnden konstaterade att god sed "framför allt vid

uppenbara fall av kringgående men även i andra särpräglade fall” kan kräva att den i 16 a kap. aktiebolagslagen föreskrivna beslutsordningen iakttas trots att transaktionen faller utanför lagens tillämpningsområde. I det aktuella fallet, där det överlåtande dotterföretagets huvudsakliga verksamhet bestod i att äga aktier i koncern- och intresseföretag, fick enligt nämnden god sed anses motivera att börsbolaget godkände överlåtelsen på motsvarande sätt som enligt lagen hade gällt om dotterföretaget hade varit svenskt.

Till de ofta återkommande ämnesområdena i de nämndärenden som inte rör uppköpserbjudanden hör frågor om god sed vid ett bolags ansökan om avnotering av aktierna i en situation där noteringskraven enligt marknadsplatsens mening är uppfyllda. Nämndens långvariga praxis på området är mycket restriktiv. Under 2024 presenterades för nämnden ett upplägg där bolaget i fråga, med viss förebild i andra jurisdiktioner, avsåg att lämna eller tillse att någon lämnade ett slags uppköpserbjudande till kvarvarande aktieägare i samband med ansökan om avnotering. Sökanden önskade vägledning från nämndens sida bl.a. om hur ett sådant erbjudande borde utformas för att vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Nämnden konstaterade att ett svar på frågan skulle kräva ingående överväganden och konsekvensanalyser av ett slag som inte bör göras inom ramen för ett nämnduttalande. Nämnden uppmärksammade Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK) på saken och ASK avser att under våren 2025 presentera ett förslag till regler om avnotering.

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 81 uttalanden som nämnden gjorde under 2024 är för närvarande 61 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 2024 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 behandlas 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. Nämnden offentliggör därför inte innehållet i konsultationer och de besked som lämnas kan inte åberopas i förhållande till nämnden.

Rolf Skog

Direktör

Aktiemarknadsnämnden

Nybrokajen 7, 5 tr.

111 48 Stockholm

www.aktiemarknadsnamnden.se