

Aktiemarknadsnämndens verksamhet år 2015

Nämnden gjorde under år 2015 nästan ett uttalande i veckan, avgjorde flera ärenden i nämnd och hanterade ett stort antal konsultationer. Flertalet uttalanden handlade även detta år om offentliga uppköpserbjudanden eller budplikt.

Nämndens uppgifter, arbetssätt m.m.

Aktiemarknadsnämnden ska genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden drivs av en ideell förening – Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden – med nio medlemmar: Aktiemarknadsbolagens förening, FAR, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, Nasdaq Stockholm, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenskt Näringsliv och Svensk Försäkring.

Varje åtgärd av ett svenskt aktiebolag som gett ut aktier som är upptagna till handel på en reglerad marknad (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 en handelsplattform i Sverige, dvs. First North, Nordic MTF och AktieTorget.

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.

Nämnden har en ordförande (Johan Munck), en vice ordförande (Marianne Lundius) 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 förnyas.

Vid årsskiftet 2015/16 lämnade följande ledamöter nämnden: Peggy Bruzelius, Thomas Halvorsen, Peder Hasslev, Kajsa Lindståhl, Eva Persson, Annika Poutiainen och Cecilia Vieweg. Vid samma tidpunkt förordnades som nya ledamöter: Mats Andersson, Carina Bergfelt, Richard Josephson, Ann-Christine Lindeblad, Wilhelm Lüning, Jens Nystrand och Charlotte Strömberg.

Vid behandling av ett ärende deltar minst fyra och högst åtta ledamöter. Sammansättningen bestäms enligt principer som anges i nämndens stadgar och arbetsordning. Ett ärende av särskild betydelse kan på initiativ av nämndens ordförande behandlas i plenum.

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, på deltid. Från och med den 1 februari 2016 biträds kansliet också på deltid av jur. kand. Karin Dahlström.

En betydande del av nämndens verksamhet avser offentliga uppköpserbudanden. Nämnden tillämpar på det området i första hand lagen (2006:451) 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 (likalydande) takeover-regler samt motsvarande regler för handelsplattformarna.

Finansinspektionen har i egenskap av övervakningsmyndighet, med stöd i LUA och förordningen (2007:375) om handel med finansiella instrument, överlåtit till Aktiemarknadsnämnden att fatta vissa beslut som enligt LUA ankommer på inspektionen. Det gäller bl.a. beslut om tolkning av och dispens från reglerna om budplikt. Vidare har Nasdaq Stockholm och NGM delegerat till nämnden att tolka och pröva frågor om dispens från deras takeover-regler.

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 panelen och med motsvarande organ i andra länder, bl.a. Tyskland, Frankrike och Luxemburg.

Kansliet deltar, tillsammans med Finansinspektionen, i ett kontinuerligt europeiskt kunskapsutbyte rörande offentliga uppköpserbudanden i the 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 800 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2015 gjorde nämnden 45 uttalanden. Två tredjedelar av uttalandena handlade om offentliga uppköpserbudanden inklusive budplikt.

Något fler än en fjärdedel av ärendena under året, 12 ärenden, handlades i nämnd, medan resterande ärenden handlades av ordföranden. I nämndsammanträdena deltog i genomsnitt 7 ledamöter.

Av de 45 ärendena under år 2015 handlades 12 ärenden helt eller delvis med stöd av delegation från Finansinspektionen. Flertalet av dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från reglerna om budplikt.

I likhet med vad som sedan länge är fallet beviljades de allra flesta ansökningar om dispens från budplikt. Skälet till detta är som nämnts i tidigare verksamhetsberättelser framför allt att aktörerna, inte minst de stora juridiska rådgivarna, idag dels är väl förtrogna med regleringen och nämndens praxis på området, dels regelmässigt tar kontakt med nämndens kansli och diskuterar saken innan en framställning ges in. Den enda dispensansökan som avslogs under år 2015 hade inte föregåtts av en sådan kontakt (uttalandet är inte offentliggjort).

I ett ännu inte offentliggjort uttalande behandlade nämnden ånyo frågan om hur bestämmelserna om förfärfärer i takeover-reglerna ska tillämpas på swap-arrangemang mellan en budgivare och en finansiell institution, exempelvis en bank. Budgivaren ifråga avsåg att ingå ett swap-avtal varigenom denne skulle ta den fulla finansiella exponeringen avseende ett överenskommet antal aktier i målbolaget. För att "hedga" upplägget skulle banken förvärva motsvarande antal aktier i målbolaget på marknaden. Syftet med avtalet var att klienten skulle kunna öka sin finansiella exponering i målbolaget utan att bli ägare till aktierna förrän swap-avtalet löpte ut. Det handlade alltså inte, som i de tidigare ärendena (AMN 2011:20 och 2013:19), om ett arrangemang för att undvika överträdelse av konkurrensregler.

Vid swap-avtalets upphörande skulle budgivaren, som ett alternativ till kontantavräkning, ha rätt att förvärva målbolagsaktierna från banken. Den fråga nämnden hade att ta ställning till var i korthet till vilket pris aktierna i så fall – vid tillämpning av för- och sidoaffärsreglerna – skulle anses ha förvärvats av budgivaren. Nämnden uttalade att, under förutsättning att budgivarens ersättning till banken för de finansiella kostnaderna för arrangemanget är marknadsmässiga, det högsta pris som banken betalar vid köp av aktier i målbolaget är lägsta tillåtna budpris. Här finns

inte något utrymme för att använda sig av det genomsnittliga pris till vilket banken genomfört köpen i marknaden.

I verksamhetsberättelsen avseende 2014 behandlades den under det året spektakulära kampen om kontrollen över bolagen Shelton Petroleum och Petrogrand, vilka lade bud på varandra och i en rad framställningar till nämnden ställde frågor om takeover-reglernas innebörd och ifrågasatte varandras agerande. Sammanlagt hanterade nämnden det året inte mindre än nio, som regel mycket omfattande, framställningar rörande Shelton och Petrogrand. Nämnden vidtog också den unika åtgärden att i ett brev till båda parter konstatera att deras agerande överskridit gränsen för vad som kunde anses godtagbart för marknadsnoterade företag, att den pågående konflikten och parternas åtgärder inom ramen för denna skadat förtroendet för aktiemarknaden och att skadan kunde komma att förvärras om konflikten förlängdes.

Ett par veckor senare presenterades en förlikningsplan och strax före årsskiftet meddelades det att bolagen var överens om en uppgörelse. I början av 2015 ändrades emellertid ännu en gång förutsättningarna och det dröjde till hösten 2015 innan bolagen avvecklade sina aktieinnehav i varandra och gick skilda vägar.

Baserat på framför allt nämndens uttalanden anmälde Nasdaq Stockholm båda bolagen till börsens disciplinnämnd, som i december 2015 beslutade om avnotering av såväl Shelton som Petrogrand med åberopande av bland annat vad nämnden uttalat.

Nämnden gjorde under året två uttalanden på eget initiativ. Det ena av dessa uttalanden (AMN 2015:29) tog sikte på ett enskilt fall och föranleddes av vad nämnden ansåg vara en tydlig överträdelse av den i takeover-reglerna grundläggande likabehandlingsprincipen.

Det andra initiativuttalandet (AMN 2015:26) var en reaktion på ett, som nämnden uppfattat, tilltagande intresse för att ändra villkor i redan utgivna finansiella instrument, framför allt teckningsoptioner och konvertibler. Nämnden fick under sommaren flera frågor från framför allt finansiella rådgivare till mindre bolag, om

möjligheten att ändra tecknings- eller konverteringskurs eller något annat villkor. I uttalandet påminde nämnden om vad den i flera tidigare uttalanden konstaterat, nämligen att en på värdepappersmarknaden allmänt accepterad ordning är att handel i bl.a. konvertibler och teckningsoptioner ska kunna ske på förutsägbara villkor och att ändringar av villkoren kan vara acceptabla endast om det föreligger särskilda omständigheter. Att teckningsoptioner är "out of the money" eller att ett bolags ekonomiska situation inte medger kontant återbetalning av ett konvertibellån är inte omständigheter som motiverar att tecknings- eller konverteringskurs ändras. Sådana villkorsändringar är inte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

Ett annat "emissionsrelaterat" tema under året var teckningsåtaganden. I ett ärende initierat av Nasdaq Stockholm slog nämnden fast att det endast under helt exceptionella omständigheter kan vara förenligt med god sed att betala ersättning till en aktieägare för ett åtagande att teckna en pro rata-andel i en emission (AMN 2015:17). Börsens disciplinnämnd ansåg i januari 2016 att det berörda bolaget hade åsidosatt god sed på aktiemarknaden och ålade bolaget ett vite om två årsavgifter.

I linje med vad som uttalades i förarbetena till de s.k. Leo-reglerna, som numera återfinns i aktiebolagslagen, har nämnden ända sedan verksamheten startade hanterat en lång rad frågor rörande arrangemang som syftar till att göra framför allt ledande befattningshavare till aktieägare eller att på annat sätt ge dem ett aktierelaterat arvode.

Leo-reglerna träffar publika aktiebolags emissioner av bl.a. aktier till styrelseledamöter, VD och andra anställda. De träffar också sådana emissioner i publika aktiebolags dotterbolag. Vidare träffar reglerna publika aktiebolags överlåtelser av aktier i dotterbolag liksom dotterbolags överlåtelser av aktier i dotterdotterbolag. Reglerna skärper framför allt beslutsordningen för sådana emissioner och överlåtelser

Nämnden har utvecklat en omfattande praxis rörande förfaranden där god sed på aktiemarknaden ansetts påkalla att den beslutsordning m.m. som föreskrivs i Leo-reglerna ska tillämpas trots att lagreglerna inte formellt är tillämpliga. Det handlar exempelvis om emissioner och överlåtelser av vissa finansiella instrument som inte

träffas av lagen, om emissioner och överlåtelser till personer som inte tillhör någon av de uppräknade kategorierna men är på väg att tillträda eller nyligen lämnat en sådan position, om emissioner och överlåtelser från ett bolag som inte är ett dotterbolag men väl ett starkt kontrollerat intressebolag, etc.

När det gäller förfaranden av detta slag tog nämnden år 2013 – med förebild i uttalandet AMN 2012:05 rörande s.k. närståendetransaktioner – ett första steg mot ett synsätt där emissionens eller överlåtelserns storlek blir avgörande för vad god sed ska anses kräva i fråga om Leo-reglernas tillämpning. Denna utveckling fortsatte under år 2014 och även under år 2015 gjorde nämnden uttalanden där den konstaterade att god sed påkallar en tillämpning av Leo-reglerna endast om emissionen eller överlåtelserna i fråga inte är av oväsentlig betydelse för ”koncernen” och dess aktieägare (se bl.a. AMN 2015:04).

I nämndens uppdrag ligger emellertid också att hantera försök till kringgåenden av Leo-reglerna. I lagförarbetena framhölls svårigheten att utforma lagreglerna på ett sådant sätt att de på en gång utesluter varje möjlighet till kringgående och lämnar erforderligt utrymme för affärsmässigt motiverade transaktioner: ”Uppenbara fall av kringgåenden torde dock få betraktas som etiskt oförsvärliga och därmed kunna angripas i annan ordning” (prop. 1986/87:76 s. 26). Nämnden har med hänsyn till dessa uttalanden flera gånger slagit ned på förfaranden som uppfattats som ett kringgående av Leo-reglerna. Det har i några av dessa fall varit fråga om att aktiemarknadsbolaget övervägt att etablera ett, med en eller flera befattningshavare gemensamt ägt, ”saminvesteringsbolag” för att därefter överlåta samtliga aktier i ett eller flera dotterbolag till detta bolag. Nämnden vidhöll under år 2015 sin uppfattning att sådana arrangemang närmast är att uppfatta som kringgåenden av Leo-reglerna och därmed inte förenliga med god sed på aktiemarknaden. Vid denna bedömning saknar det betydelse om värdet av den andel i dotterbolaget som genom arrangemanget kommer att kunna hänföras till befattningshavarna i fråga är av oväsentlig betydelse för aktiemarknadsbolaget eller inte.

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 45 uttalandena under år 2015 är för närvarande mer än 80 procent offentliggjorda.

När det gäller uttalanden som ska offentliggöras i samband med att exempelvis en viss transaktion offentliggörs, t.ex. en dispens från budplikt, händer det att sökanden eller dennes ombud glömmer att underrätta nämnden och att uttalanden därför offentliggörs senare än vad som borde ha skett. Nämnden kommer att överväga nya rutiner och eventuellt andra åtgärder för att komma till rätta med detta.

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 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 2015 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. Antalet konsultationer var ungefär detsamma som föregående år.

En del av konsultationerna gällde frågor som senare behandlades i formella uttalanden av nämnden men många ledde 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 den prövningen förutsättningslöst. Innehållet i konsultationer offentliggörs därför inte av nämnden och lämnade besked kan inte åberopas i förhållande till nämnden.

Rolf Skog

Direktör