

## **Aktiemarknadsnämndens verksamhet år 2017**

*Aktiemarknadsnämndens verksamhetsår 2017 var åter mycket aktivt. Nämnden gjorde 41 uttalanden och hanterade många gånger fler konsultationer. Som vanligt dominerades verksamheten av frågor rörande offentliga uppköpserbjudanden. Närmare hälften av ärendena handlades av nämnden i kollegial sammansättning.*

### **Nämndens uppgifter, arbetssätt m.m.**

Aktiemarknadsnämnden är en del av självregleringen i det svenska näringslivet. 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.

Aktiemarknadsnämndens övergripande uppdrag är att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden.

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.

Handläggningen i nämnden är skriftlig och 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.

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. Vice ordförande är justitierådet Ann-Christine Lindeblad. De ledamöter som ingick i nämnden under verksamhetsåret 2017 finns förtecknade i bilaga.

Vid behandling av ett ärende deltar minst fyra och högst åtta av nämndens ledamöter. Nämndens ordförande eller vice ordförande deltar alltid. Vilka som i övrigt kallas avgörs med beaktande av ärendets beskaffenhet, varvid det enligt nämndens arbetsordning bör eftersträvas att viss cirkulation mellan ledamöterna kommer till stånd samt att ledamöternas erfarenheter och kunskaper tas till vara på bästa sätt. 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 utgörs av nämndens direktör (undertecknad) och en föredragande på deltid, Ragnar Boman.

En betydande del av nämndens verksamhet avser offentliga uppköpserbudanden. På delegation av Finansinspektionen fattar nämnden beslut om tolkning av och dispens från vissa regler i lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, framför allt reglerna om budplikt. På delegation av Nasdaq Stockholm, och NGM tolkar och prövar nämnden också frågor om dispens från de av dessa marknadsplatser uppställda takeover-reglerna. Slutligen tolkar och prövar nämnden också frågor om dispens från de av Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade takeover-reglerna för First North, Nordic MTF och AktieTorget.

### **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 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 uppköpserbudanden, regelbundet diskuteras i en global medlemskrets.

Under verksamhetsåret 2018 kommer nämnden ha värdskapet för The International Takeover Regulators' Conference – en global konferens för myndigheter och andra organ med ansvar för utformning och övervakning av takeover-regler. Konferensen hölls senast i London 2014.

## Nämndens uttalanden under året

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 gjort 865 uttalanden. Under år 2017 gjorde nämnden 41 uttalanden (47 uttalanden 2016). Fyra femtedelar av uttalandena handlade om offentliga uppköpserbjudanden inklusive budplikt.

I likhet med föregående verksamhetsår handlades en relativt stor andel av ärendena, 19 av 41 ärenden, i nämnd, medan resterande ärenden handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt 7 ledamöter.

En fjärdedel av ärendena under året, 11 av 41 ärenden, handlades helt eller delvis på 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, 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.

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 41 uttalandena under år 2017 är för närvarande tre fjärdedelar 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 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 2017 överklagades.

### **Särskilt om vissa uttalanden**

Bland nämndens offentliggjorda uttalanden under 2017 intar uttalandena rörande Knorr-Bremse's bud på Haldex (2017:15, 25 och 27) på flera sätt en särställning. Nämnden ställdes där för det första inför en ny frågeställning i sak, nämligen hur reglerna om längsta tillåtna acceptfrist och möjligheten att få dispens från dessa ska tillämpas i en situation där det planerade förvärvet blir föremål för en s.k. fördjupad konkurrensprövning (Fas II) av EU-kommissionen. Frågan föranledde omfattande kontakter mellan nämnden och kollegor i andra länder, inte minst Storbritannien, liksom med EU-kommissionen. Nämnden ställdes också inför en ny handläggningsfråga när målbolaget hemställde att nämnden skulle uttala sig om budgivarens möjlighet att få dispens för en förlängning av acceptfristen. Framställningen avvisades. När sedermera budgivaren ansökte om förlängning beviljades den inte men nämnden bröt i någon mening ny mark när den meddelade att, om konkurrensprövningen skulle komma att fortsätta så stod det Knorr-Bremse fritt att, inom tre veckor från konkurrensmyndighetens beslut, återkomma med ett nytt erbjudande även om det skulle ske inom den ettåriga spärrperiod som följer av punkten II.24 i takeover-reglerna. Se vidare nedan under rubriken "Regleringsarbete av betydelse för nämndens verksamhet".

I fråga om de ännu icke offentliggjorda uttalandena under 2017 kan följande noteras.

I likhet med vad som upprepade gånger varit fallet under senare år, fick nämnden även 2017 frågor om ändring av villkor i redan utgivna finansiella instrument.

Nämnden upprepade 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 för finansiella instrument som är föremål för handel kan vara acceptabla endast om det föreligger särskilda omständigheter. Att till exempel noterade teckningsoptioner är "out of the money" eller att ett bolags ekonomiska situation inte medger kontant återbetalning av ett noterat konvertibellån är inte omständigheter som motiverar att tecknings- eller konverteringskurs ändras. Sådana villkorsändringar är inte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

Ett annat återkommande tema är frågan om under vilka förutsättningar det från synpunkten av god sed på aktiemarknaden är förenligt med god sed att ansöka om avnotering av ett bolags aktier från en marknadsplats trots att noteringskraven är uppfyllda. Nämnden har under årens lopp gjort flera uttalanden om saken, bl.a. AMN 2014:33, och då intagit ståndpunkten att styrelsen bör tillse att bolagets aktier efter sista noteringsdagen på exempelvis Nasdaq Stockholm kan tas upp till handel på någon annan jämförbar marknadsplats (reglerad marknad eller handelsplattform). I ett icke offentliggjort uttalande under år 2017 behandlade nämnden en ny situation. Ärendet avsåg ett bolag som givit ut aktier av olika slag, vilka var upptagna till handel. En låg spridning och mycket begränsad handel i ett av aktieslagen hade enligt bolaget fått till följd att kursen på aktien i fråga under en längre tid slagigt kraftigt, utan att något inträffat beträffande bolaget eller verksamhetsbranschen som motiverat kursrörelserna. Bolaget övervägde mot denna bakgrund att ansöka om avnotering av aktierna av det aktuella slaget.

Nämnden konstaterade att en ansökan om avnotering av endast ett av flera aktieslag i och för sig, i vissa hänseenden, skulle kunna motivera ett annat synsätt än i de tidigare uttalandena om avnotering. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden fann emellertid nämnden inte de skäl som bolaget i det aktuella fallet anförde tillräckliga för en avnotering. En ansökan om avnotering av aktien ifråga skulle strida mot god sed.

Ett annat icke offentliggjort uttalande avsåg en planerad avknoppning i form av en s.k. sakvärdesutdelning där alla aktieägare i form av utdelning skulle erhålla aktier i ett utländskt dotterbolag. Det möter inte några hinder från synpunkten av god sed.

I det aktuella fallet skulle emellertid en av ägarna, som inte önskade förbli ägare i dotterbolaget, tillförsäkras en rätt att sälja tillbaka sina dotterbolagsaktier till dotterbolaget (enligt utländsk rätt). Nämnden fann att det skulle innebära en olik behandling av aktieägarna och att förfarandet därför inte skulle vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.

När det gäller offentliga uppköpserbudanden kan ifråga om de icke offentliggjorda uttalandena nämnas ett ärende där frågeställningen enkelt uttryckt var om det är förenligt med takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden att lämna ett partiellt uppköpserbudande avseende aktier av endast ett slag, i detta fall A-aktier, under förutsättning att budgivaren därmed inte kan komma att överskrida gränsen för budplikt.

Nämnden konstaterade att det står var och en fritt att inte bara genom privata transaktioner eller köp på marknaden förvärva A-aktier i ett noterat bolag utan också att göra det genom ett partiellt uppköpserbudande. Av punkten II.16 i takeover-reglerna framgår att ett partiellt uppköpserbudande kan lämnas under förutsättning att budet inte kommer i konflikt med reglerna om budplikt. Bestämmelsen utesluter enligt sin lydelse inte att erbjudandet avser aktier av endast ett slag. Inte heller kommentaren till bestämmelsen ger uttryck för någon sådan begränsning. Ett partiellt bud på endast A-aktierna skulle således inte strida mot takeover-reglerna och enligt nämnden fanns inte heller anledning att från synpunkten av god sed i övrigt anlägga några ytterligare synpunkter på saken.

### **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.

### **Regleringsarbete av betydelse för nämndens verksamhet**

De svenska takeover-reglerna har under årens lopp utvecklats i samspel med Aktiemarknadsnämndens verksamhet. När nämnden ställts inför nya och i regelverket ännu inte omhändertagna frågor har nämndens uttalanden vid en rad tillfällen så småningom lett ändringar i regelverket. Det har i de flesta fall närmast handlat om en "kodifiering" av nämndens praxis men i en del fall har regelverket fått en annan och från nämndens praxis avvikande utformning.

Samspelet mellan nämndens verksamhet och takeover-regleringen resulterade den 1 november 2017 i vissa ändringar i takeover-reglerna i fråga om s.k. indirekta kontrollägarskiften. Ändringarna, som innebär en viss skärpning av reglerna, går tillbaka på de uttalanden som nämnden år 2016 gjorde angående kontrollägarskiftet i bolaget Rezidor.

På motsvarande sätt föranledde nämndens erfarenheter under 2017 avseende budet på Haldex att det under slutet av året påbörjades en översyn av reglerna såvitt avser vad som gäller när konkurrensmyndigheters prövning av en budgivares förvärv tar mycket lång tid. Regeländringar med anledning härav avses träda i kraft den 1 april 2018.

I sammanhanget ska slutligen nämnas att det i Justitiedepartementets regi pågår arbete med att i svensk rätt genomföra ett EU-direktiv om ändringar i det s.k. aktieägarrättighetsdirektivet. Arbetet berör bl.a. frågor om ersättningar till ledande befattningshavare och s.k. närståendetransaktioner. Erforderlig lagstiftning ska vara på plats sommaren 2019. Då kan det bli aktuellt att också se över nämndens uttalanden på dessa båda områden.

*Rolf Skog*

*Direktör*