

Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?

Av Ragnar Boman

I den allmänna debatten framförs ibland kritik av innebörd att den självreglering som Aktiemarknadsnämnden är en del av skulle vara tandlös. Ett argument för den uppfattningen är ofta att Aktiemarknadsnämnden saknar sanktioner.

”Aktiemarknadsnämnden har uppenbarligen blivit ett rundningsmärke när de befinner sig i de stora båtarnas farled”.¹

”Siba, East Capital och Linde fick visserligen kritik av Aktiemarknadsnämnden, men eftersom den är rätt tam och sällan uppmärksammas av medierna, blir det ett slag i luften.”²

Liknande kritiska omdömen har förekommit då och då under årens lopp.

Som föredragande i Aktiemarknadsnämnden sedan 1994 är jag förstås i hög grad part i målet. Men jag vill ändå påstå att Aktiemarknadsnämnden inte är tandlös och att frågan om hur Aktiemarknadsnämndens sanktioner ser ut är mer komplicerad än vad som brukar framgå i media. Regelverket har också i det avseendet ändrats på flera viktiga punkter under senare år. Jag menar även att efterlevnaden av Aktiemarknadsnämndens uttalanden är mycket god.

Kortfattat har Aktiemarknadsnämndens uttalanden följande ”påföljder” vilka utvecklas något senare i texten:

- Aktiemarknadsnämnden kan utfärda kritik i ett uttalande som i sig inte innebär en formell sanktion.
- Rådgivare och aktörer på aktiemarknaden kan frivilligt undvika att ta befattning med en part som har ådragit sig kritik från Aktiemarknadsnämnden.
- NASDAQ OMX Stockholms (Stockholmsbörsens) disciplinnämnd kan besluta om sanktioner mot ett börsbolag som har ådragit sig kri-

¹ e24.se, ”Rävspelet fortsätter i Scania”, 3 mars 2008.

² Veckans Affärer, krönika av Catarina af Sandeberg, 21 september 2006.

tik från Aktiemarknadsnämnden respektive mot ett börsbolag eller en icke noterad budgivare som har åsidosatt Aktiemarknadsnämndens tolkning av takeover-reglerna.³

Aktiemarknadsnämnden har under årens lopp meddelat ett mycket litet antal uttalanden med kritik mot ett visst förfarande. Av de närmare 600 uttalanden som har gjorts under nämndens tjugofemåriga verksamhet har ett drygt tiotal eller 2–3 procent innehållit kritik. Några av dessa kommer att kort behandlas nedan.

Men antalet kritiska nämnduttalanden är inget bra mått. Nämndens viktigaste funktion är nog preventiv. Denna funktion tar sig flera olika uttryck.

Den första frontlinjen utgörs av förfrågningar från bolag, ägare eller rådgivare på förhand om lämpligheten av en eller flera aspekter av en planerad transaktion eller annan åtgärd. Redan på handläggningsstadiet förekommer då och då att kansliet under hand gör prognosen att den tänkta uppläggningsen sannolikt inte skulle få grönt ljus i nämnden. När en fråga blir föremål för behandling av nämnden händer det inte sällan att Aktiemarknadsnämnden uttalar att en viss tänkt uppläggning inte är förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Aktiemarknadsnämnden har inte något åliggande att övervaka efterlevnaden av uttalandena och har inte heller resurser för en sådan uppgift. Inom kansliet försöker vi ändå följa vad som händer på marknaden så att vi är så väl rustade som möjligt för de frågor som kommer. Vad som händer i de fall då nämnden på förhand har synpunkter är dock regelmässigt att frågeställaren väljer en annan uppläggning eller kanske inte alls genomför en transaktion och att uttalandet därför aldrig kan offentliggöras. Vi har fog för att påstå att ytterst få om ens något övertramp har förekommit när nämnden i förväg har gjort ett uttalande av innebörd att en viss planerad åtgärd inte är förenlig med god sed på aktiemarknaden. Det ligger i sakens natur att nämndens ”renhållningsarbete” av detta slag bara kan överblickas av nämndens inre krets.

Nästa frontlinje är rådgivarna, dvs. advokater, revisorer och medarbetare på bankers och värdepappersbolags corporate finance-avdelningar. De har i allmänhet god kunskap om nämndens praxis. Tveksamma eller olämpliga idéer avförs såvitt vi vet regelmässigt från dag-

³ Motsvarande regler med varierande utformning finns på andra börser och handelsplattformar men dessa regler behandlas inte här.

ordningen i ett tidigt skede av diskussioner mellan klient och rådgivare.

I den mån rådgivare behöver kontrollerar de med nämndens kansli om en viss fråga eller ett näraliggande spørsmål redan har behandlats av Aktiemarknadsnämnden. En stor del av kansliets tid ägnas just åt sådana informella kontakter. Redan tanken på att en idé kan behöva prövas av nämnden kan ibland vara tillräcklig för att den ska läggas åt sidan i arbetet på en transaktion. Det kan anmärkas att flera banker och andra institut har interna regler av innebörd att tveksamma fall ska underställas nämnden och att avvikelser från vad nämnden har uttalat inte är tillåtna.

I något fall har det hänt att företrädare för Aktiemarknadsnämnden har behövt agera förebyggande för att föra in en aktör på den rätta vägen. Det mest kända exemplet är nog det som Johan Munck antyder i sitt bidrag till denna skrift. I början av år 2001 hade ett tyskt storföretag köpt en aktiepost i börsföretaget Sydkraft och därmed kommit över den dåvarande ”rekommenderade” budpliktsgränsen 40 procent av rösterna. I media uttalade det tyska företaget att det inte var bundet att följa de svenska budpliktsreglerna – som på den tiden återfanns i Näringslivets Börskommittés så kallade takeover-rekommendation – men efter ett samtal med Aktiemarknadsnämndens ordförande och rådgivare på en av de svenska storbankerna tänkte man om. En viktig orsak till omvändelsen lär ha varit att det tyska företaget inte ville riskera att bli stämplat som oseriöst i Sverige.

Fram till för några år sedan fanns under en lång följd av år inte några formella sanktioner kopplade till Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Den åtgärd som stod till buds var alltså ”bara” kritik i ett offentliggjort uttalande.

Men det har visat sig flera gånger att kritik från Aktiemarknadsnämnden inte är ett slag i luften. Ett tydligt exempel är följande.

I uttalandet 1999:18 behandlade Aktiemarknadsnämnden en förse-nad flaggning av ett stort tyskt företag, Linde, efter köp av aktier i det svenska börsföretaget AGA strax innan Linde lämnade ett offentligt erbjudande om förvärv av samtliga aktier i AGA. Nämnden fann att Linde hade avvikit från god sed på den svenska aktiemarknaden genom att inte i föreskriven tid flagga för betydande aktieförvärv i AGA.⁴ Enligt nämndens uppfattning var det ”synnerligen anmärk-

⁴ De flaggningsregler, som var aktuella i detta ärende, hade utfärdats av Näringslivets Börskommitté i rekommendationsform och var inte sanktionerade vad gällde en i Sverige icke börsnoterad aktör som Linde.

ningsvärt” att Linde – trots att bolaget förhandlade med styrelse och större aktieägare i AGA om ett samgående mellan företagen och hade upplysts om de svenska flaggningsreglerna – enligt egen uppgift inte uppmärksammade sina aktuella aktieförvärv i AGA.

Någon annan sanktion än denna kritik förfogade nämnden – och andra organ på aktiemarknaden – inte över då vad gällde avvikelser från flaggningsreglerna. En tid efter det att nämndens kritiska uttalande – med dess ovanligt hårda formuleringar – hade offentliggjorts diskuterades detta vid en konferens om aktuella aktiemarknadsfrågor. En mycket tung näringslivsföreträdare uttalade där i skarpa ordalag att aktörerna på den svenska marknaden inte borde befatta sig med en part som inte ville följa de svenska spelreglerna.

Som Johan Munck anför i sitt bidrag har det varit av den allra största betydelse att nämndens ledamöter redan från starten kom att utses bland personer med särskild erfarenhet av aktiemarknaden och med gott renommé på denna marknad som företrädare för bl.a. institutionella placerare, banker eller värdepappersinstitut eller som advokater med särskild inriktning på aktiemarknad. Detta har sin tur betytt och betyder fortfarande att nämndens uttalanden får starkt genomslag.

I Linde-ärendet uttalade nämnden också att rådgivare och ombud har ett ansvar att förvissa sig om att tillämpliga regler följs. Det var egentligen inget nytt utan ett konstaterande av den praxis som sedan länge hade rått.

Med ett engelskt uttryck brukar vi säga att marknaden gentemot dem som bryter mot regler eller fattade beslut visar en ”cold shoulder”, dvs. att andra företag eller advokater, värdepappersinstitut och andra rådgivare eller medhjälpare inte vill ta någon befattning med dem. Vi vet visserligen inte så mycket om hur detta fungerar i praktiken men jag vågar ändå påstå att detta är den viktigaste både preventiva funktion och ”sanktion” som står till buds.⁵

Någon gång har Aktiemarknadsnämnden haft anledning att kritisera rådgivare. I ett uttalande under 2004⁶ uttalade nämnden viss kritik mot ett mindre värdepappersbolag för åtgärder i samband med ett offentligt uppköpserbud då bolaget var rådgivare till budgivaren.

⁵ Uttrycket ”cold-shouldering” finns bl.a. i den brittiska takeover-koden. Takeoverpanelen har bara vid två tillfällen fattat formella beslut om cold-shouldering, 1992 och 2010. Något liknande formaliserat förfarande finns inte i Sverige.

⁶ AMN 2004:09.

Vi tror oss veta att Finansinspektionen uppmärksamt läser Aktiemarknadsnämnden-uttalanden som behandlar företag under inspektionens tillsyn.

Vid ett par tillfällen har Aktiemarknadsnämnden haft kritiska synpunkter på de rådgivare som är advokater.⁷ Detta har lett till invändningar från advokathåll, befogade invändningar som vi har sett det. I korthet anses att om Aktiemarknadsnämnden ska kunna rikta kritik mot de rådgivare som är advokater så måste nämnden kunna utreda vilken rådgivning som har lämnats av rådgivaren. Det förhållandet att en rådgivare företräder en huvudman som agerar i strid med god aktiemarknadssed kan i princip inte tas till intäkt för att rådgivaren har lämnat en klandervärd rådgivning eller står bakom huvudmannens agerande. Nämnden är därför numera mycket restriktiv med sådan kritik.⁸ Ibland förekommer farhågor att globaliseringen av kapitalmarknaderna och den växande betydelsen av utländska aktörer i alla sammanhang på den svenska aktiemarknaden skulle ha medfört att självregleringen inte längre fungerar lika bra som förr. Vår erfarenhet är den motsatta. Skälet för det är främst att även en stor internationell aktör behöver råd och praktisk hjälp av svenska rådgivare som alltså är en av självregleringens och den goda aktiemarknadssedens frontlinjer.

En annan farhåga har varit att en aktör kan undkomma kraven på god sed genom att bolaget byter noteringsplats till en marknad med mindre utvecklade regler. Frågan är numera överspelad på så sätt att Aktiemarknadsnämnden kan pröva frågor som rör alla bolag på reglerade marknader och handelsplattformar i Sverige. Det kan också nämnas att det sedan ett par år tillbaka finns takeover-regler även avseende handelsplattformarna First North, AktieTorget och Nordic MTF, enligt vilka Aktiemarknadsnämnden har uppgiften att meddela tolkningsbesked och dispenser.

I ett uttalande under 2005⁹ konstaterade Aktiemarknadsnämnden att huvudägaren till ett NGM-noterat bolag fortfarande efter tre år och tre dispensbeslut hade underlåtit att vidta de åtgärder som nämnden hade ställt som villkor för de meddelade undantagen från budpliktsreglerna. Ägaren hade därmed åsidosatt NBK:s regler om budplikt och brutit mot god sed på aktiemarknaden på ett sätt som var ägnat att äventyra förtroendet för marknaden. Detta var, skrev Aktiemarknads-

⁷ AMN 2003:29 och 2008:30.

⁸ Se Skog, Nyström, Sjöman Takeover-reglerna, en kommentar, s 15, not 2.

⁹ AMN 2005:18.

nämnden i uttalandet, oacceptabelt och kunde inte föranleda annat än allvarlig kritik.

Därefter begärde det noterade bolaget avnotering från NGM-börsen för att istället söka notering på en marknadsplats som inte omfattades av de dåvarande NBK-reglerna om budplikt.¹⁰

En annan viktig del av nämndens arbete har varit att identifiera brister som i nästa steg leder till ändringar i regelverket. Som exempel kan nämnas uttalandet 2000:20. I detta behandlade Aktiemarknadsnämnden en framställning från tre institutionella ägare angående ett återkallat bud på börsföretaget Perstorp. Nämnden redovisade på några punkter kritiska synpunkter på budgivarens agerande. Kritiken ledde senare till att regelverket för takeovers, Näringslivets Börskommittés dåvarande takeover-rekommendation, kompletterades på några punkter. Se Göran Nyströms och Erik Sjömans bidrag till denna skrift.

Fr.o.m. den 1 juli 2005 innehåller Stockholmsbörsens emittentregelverk¹¹ en föreskrift som senare har justerats något och som numera har följande innebörd: Om ett bolag åsidosätter ”allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden” kan börsen vända sig till disciplinnämnden med begäran om lämplig sanktion, varning, vite eller avnotering. Av kommentaren till punkten framgår att med ”allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden” avses en faktiskt förekommande praxis för börsbolagens uppträdande på aktiemarknaden som t.ex. kan komma till uttryck genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden och numera även rekommendationer från Rådet för finansiell rapportering eller reglerna i den svenska koden för bolagsstyrning.¹²

Några enstaka Aktiemarknadsnämnden-uttalanden har lett till disciplinärenden hos Stockholmsbörsen. I uttalandet 2008:06 kritiserade nämnden börsbolaget Sandvik för att ha brutit mot god sed på aktiemarknaden genom att ha kringgått Leo-reglerna i aktiebolagslagen. Börsen tog upp saken i disciplinnämnden med hänvisning till Aktiemarknadsnämndens uttalande. I beslutet 2008:8 gjorde disciplinnämnden en egen bedömning av det inträffade och ansåg att transaktionen kunde uppfattas som ett kringgående av reglerna. I beslutet om

¹⁰ Se bl.a. AMN 2006:2.

¹¹ Den nu aktuella delen av emittentregelverket benämndes före den 1 oktober 2009 noteringsavtal.

¹² De ledamöter i börsens disciplinnämnd som även är medlemmar av AMN och som har medverkat i ett sådant ärende i AMN deltar givetvis inte i disciplinnämndens behandling.

vitets storlek beaktade disciplinnämnden att transaktionerna hade rört förhållandevis begränsade värden och att det inte fanns något som tydde på annat än att de varit till aktieägarnas fördel. Sandvik ålades vite motsvarande en årsavgift.

I beslutet 2001:3 behandlade Stockholmsbörsens disciplinnämnd ett fall där Aktiemarknadsnämnden tidigare (2001:17) hade funnit att en överträdelse av takeover-reglerna förelåg på grund av utformningen av ett pressmeddelande. Disciplinnämnden beaktade därvid att det berörda bolaget före offentliggörandet av pressmeddelandet hade tagit underhandskontakter med börsen och fann att bolaget, bl.a. mot den bakgrunden, inte skäligen borde åläggas disciplinpåföljd eller meddelas varning.

I börsens takeover-regler finns sedan dessa infördes år 2006 en annan sanktionsbestämmelse. Om en budgivare åsidosätter eller bryter mot dessa regler eller mot Aktiemarknadsnämndens tolkning eller tillämpning av reglerna, får börsens disciplinnämnd besluta att en särskild avgift ska tas ut av budgivaren. Avgiften ska uppgå till lägst 50 000 kronor och högst 100 miljoner kronor. Är överträdelsen mindre allvarlig eller ursäktlig kan disciplinnämnden besluta att avstå från påföljd. Av kommentaren framgår att reglerna om påföljder gäller lika för alla budgivare oavsett om budgivaren utgörs av ett på börsen noterat bolag eller inte. Detta innebär att de allmänna sanktionsreglerna i börsens emittentregelverk inte är tillämpliga även om det är ett noterat bolag som bryter mot erbjudanderegler. Stockholmsbörsens disciplinnämnd har ännu inte prövat något ärende enligt denna bestämmelse. Däremot har NGM-börsens disciplinnämnd haft ett sådant fall. I uttalandet 2009:11 konstaterade Aktiemarknadsnämnden att Hebi Holding hade avvikit från NGMs takeover-regler vid utformningen av ett bud på aktierna i det på NGM noterade bolaget Hebi Health Care. NGM-börsens disciplinnämnd beslutade senare samma år om särskild avgift om 500 000 kr för Hebi Holding med hänvisning till AMN-uttalandet.¹³

¹³ Hebi Holding överklagade NGM-beslutet till Stockholms tingsrätt. Huvudförhandling skulle ha hållits i augusti 2011. Enligt uppgift från NGM inställdes huvudförhandlingen sedan Hebi Holding hade meddelat sin avsikt att ansöka om konkurs. Det torde vara första gången sedan det s k Företagsfinansmålet (NJA 1985 s 343) som ett beslut av en börs har överklagats till allmän domstol. Såvitt vi vet har inga andra frågor som har behandlats av AMN någonsin förekommit i allmän domstol. Jfr även Barbara Mustons uppgift om Storbritannien i hennes bidrag till denna skrift, ”the complete absence of tactical litigation in one of the world’s most active markets for mergers and acquisitions”.

Genom lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden (LUA), som trädde i kraft 1 juli 2006, har Aktiemarknadsnämndens hantering av vissa ärenden fått en lagreglerad ram. Det innebär bl.a. att om ett tolkningsbesked av nämnden om budplikt mot förmodan inte skulle följas av den berörda ägaren så kan vissa i lagen angivna påföljder sättas i verket av Finansinspektionen. Dessa bestämmelser har ännu inte tillämpats och faller utanför ramen för denna artikel. I förarbetena till LUA framhålls dock att nämnden inte ska överta Finansinspektionens uppgifter när det gäller övervakning av att budplikten följs eller att ingripa mot den som inte följer budpliktsbestämmelserna.

Flera aspekter på konsekvenserna av kritik från Aktiemarknadsnämnden är öppna frågor. Hur skulle till exempel börsens bolagskommitté vid prövning av en noteringsansökan från ett bolag på en annan svensk marknadsplats bedöma betydelsen av om bolaget har sådan kritik med sig i bagaget?

Låt mig avslutningsvis återgå till att kort diskutera det som var ursprungstanken med all självreglering inklusive Aktiemarknadsnämnden, och som fortfarande är en viktig grundval, nämligen att den ska följas av alla aktörer trots att formella sanktioner saknas.

Finansinspektionen (FI) har möjlighet att utdöma sanktioner vid vissa åsidosättanden av lagfästa aktiemarknadsrättsliga bestämmelser. Några exempel med uppgifter hämtade från Fis hemsida.

För en försenad flaggning kan FI fastställa särskild avgift mellan 15 000 och 5 milj. kronor. Under första halvåret 2011 fattades 16 sådana avgiftsbeslut.

För felaktiga eller försenade insynsanmälningar kan FI bl.a. ta ut en avgift av börsbolag som inte meddelar i tid vilka som har insyn i bolaget eller när förändringar i insynställningen har skett. Detsamma gäller om bolaget inte underrättar insynspersonerna om deras insynställning inom föreskriven tid. En avgift tas även ut vid oriktig anmälan. Under första halvåret 2011 fattades 17 avgiftsbeslut exkl. beslut som rör enskilda personer.

FI tar också ut en avgift av bolag som inte följer reglerna om loggbok. Avgift tas även ut av bolag som inte skickar loggboken till FI vid begäran. Avgiften är på mellan 0,005 och 0,01 procent av bolagets noterade marknadsvärde vid utgången av månaden före beslutet, dock lägst 15 000 och högst 1 000 000 kronor.

Den som har insyn i ett börsbolag får inte handla med aktier i bolaget inom 30 dagar före offentliggörandet av ordinarie delårsrapporter. Finansinspektionen tar ut en straffavgift när detta förbud överträds på

10 procent av vederlaget för aktierna, dock lägst 15 000 kr och högst 350 000 kr.

Det är en öppen fråga om avgifter av detta slag skulle ha en bättre preventiv effekt än den ordning som idag gäller på Aktiemarknadsnämndens arbetsområde. En annan invändning som framförs ibland är att avgifternas storlek inte står i rimlig proportion till försummelsens allvar.

Erfarenheterna från tjugofem års verksamhet med Aktiemarknadsnämnden, där jag själv har varit verksam i nämnden under arton år och följt den noga under de föregående sju åren, och från mina sammanlagt fyrtio år i olika roller på aktiemarknaden, är enligt min mening entydigt att uttalanden utan sanktioner kan vara väl så effektiva som straffavgifter, viten eller andra formella sanktioner. Det gäller såväl preventivt som i efterhand som ”straff”. Jag tror inte heller att det är starka ord som får den bästa effekten.

Den kritik som ibland framförs i media bygger delvis på ett missförstånd. Den uppmärksamhet som ges i media åt Aktiemarknadsnämndens uttalanden är i själva verket en viktig del av den svenska självregleringen. Den ”tandlösa tigern” kan förvisso bitas.

Seminariekommentar:

Har Aktiemarknadsnämnden några sanktioner?

Annika von Haartman

Jag instämmer helt i betydelsen av den preventiva verkan som Aktiemarknadsnämndens verksamhet har. Det att marknads aktörer kan informellt ta kontakt med nämnden med sina frågor och därmed kan rätta sig i ledet. Detta i sig förebygger skadliga beteenden i marknaden. Det bidrar till marknads effektivitet.

Några av dagens anföranden, inklusive Ragnar Bomans, nämner att Aktiemarknadens uttalanden inte skulle medföra sanktion. Jag håller inte med. Att följa god sed är viktigt för förtroendet för bolaget i fråga, för dess varumärke och hur bolaget uppfattas av marknadsaktörerna, särskilt av dess aktieägare. I dagens informationssamhälle accentueras negativ informations betydelse för bolaget. För utländska bolag som vill ha opinionen på sin sida är det nödvändigt att följa svenska regler, inklusive svensk god sed på aktiemarknaden.

En styrka Aktiemarknadsnämnden har är att den kan beakta det enskilda fallet. Bolaget har möjlighet att argumentera för bolaget relevanta omständigheter. En svaghet i en sådan struktur är transparensen. Marknaden föredrar förutsägbarhet. Tydliga och enkla regler vars tillämpning är förutsägbar. "One size fits all" som en av talarna nämnde idag. Dock anser jag att Aktiemarknadsnämndens beaktande av enskilda omständigheter är att föredra och fungerar väl. Det som bidrar till att jag föredrar denna struktur framom "one size fits all" regler är att man har möjlighet att kontakta nämnden på informell basis i ett tidigt skede i ett ärende och därmed kan nämnden stävja oönskade beteenden. Sanktioner är inte ett självändamål.

När Finansinspektionen delegerade vissa förvaltningsuppgifter till Aktiemarknadsnämnden var nämnden tvungen att formalisera vissa delar sin verksamhet. Med facit i hand har detta fungerat bra och endast främjat Aktiemarknadsnämndens arbete och status.

Annika von Haartman

En struktur som fungerar väl i Sverige. Nämnden är mycket kompetent och pragmatisk vilket gynnar marknaden. Stor respekt och uppbackning av lokala marknadsaktörer. Samtidigt kan strukturen förefalla snårig för utländska aktörer.