

Aktiemarknadsnämnden

2020



Aktiemarknadsnämndens verksamhet 2020

Aktiemarknadsnämndens verksamhet var under 2020 mer omfattande än under något tidigare år. Den nedgång i ärendetillströmningen som många såg framför sig när pandemin bröt ut under våren blev inte verklighet. En ökad aktivitet på aktiemarknaden, ett fortsatt tillflöde av nya bolag till aktiemarknaden och ett betydande antal offentliga uppköpserbudanden bidrog till att nämnden gjorde hela 64 uttalanden under året. Därmed har nämnden sedan starten gjort fler än 1000 uttalanden.

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 fattar nämnden beslut om tolkning av och dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbudanden (takeovers), däribland reglerna om budplikt. Nämnden tolkar också Nasdaq Stockholms, NGM:s och Kollegiets takeover-regler och prövar frågor om dispens från dessa regler.

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 ytterst ovanligt att en inkommen framställning avvisas.

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 och vice ordförande är justitierådet Ann-Christine Lindeblad.

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, som nämnts, offentliga uppköpserbudanden. Nämnden tillämpar på det området lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) men också regler som tagits fram genom självreglering. Det senare gäller Nasdaq Stockholms och NGM:s takeover-regler samt de av Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade (i princip likalydande) takeover-reglerna för vissa handelsplattformar, som tillämpas vid offentliga uppköpserbudanden avseende bolag vilkas aktier handlas på Nasdaq First North Growth Market, Nordic SME eller Spotlight Stock Market.

Nämndens internationella samarbeten m.m.

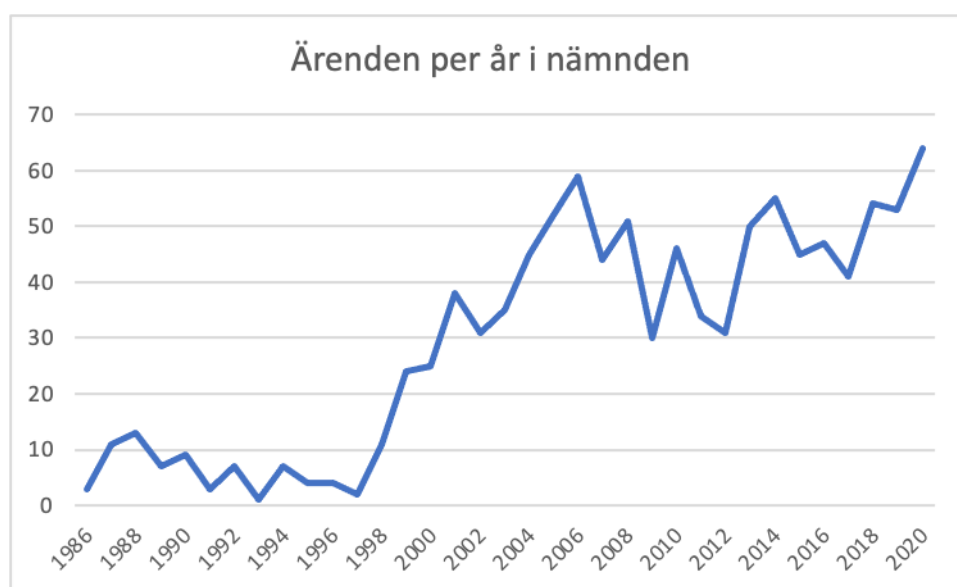
Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder, bland annat i Tyskland och Frankrike.

Kansliet deltar, tillsammans med Finansinspektionen, i ett fortlöpande 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.

Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 handlagt fler än 1000 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2020 handlade nämnden 64 ärenden.



Den absoluta merparten av uttalandena, 54 av 64, handlade om offentliga uppköpserbudanden inklusive budplikt, något som ska ses bland annat mot bakgrund av en fortsatt hög uppköpsaktivitet på aktiemarknaden. Under år 2020 var 21 bolag på de tidigare nämnda marknadsplatserna föremål för uppköpserbudanden. Flera av dessa transaktioner föregicks av en eller flera framställningar till nämnden.

Drygt en tredjedel av det totala antalet ärenden, 23 av 64, handlades av nämnden i kollegial sammansättning, medan resterande handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt 7 ledamöter.

Närmare en fjärdedel av ärendena under året, 14 av 64, handlades helt eller delvis på delegation från Finansinspektionen. Flertalet av dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från reglerna om budplikt.

Ett viktigt budpliktsrelaterat uttalande i början av året var AMN 2020:13. Nämnden behandlade där frågan om uppkomsten av budplikt i en situation där en enskild aktieägare med knappt 30 procent av rösterna i ett noterat bolag sedermera förvärvade så många aktier genom en kapitalförsäkring att aktieägarens eget direkta innehav och innehavet via kapitalförsäkringen sammantaget motsvarade närmare 44 procent av rösterna i bolaget. Nämnden utgick i sin bedömning, på samma sätt som i tidigare ärenden, från att någon rösträtt inte skulle utövas av de aktier som innehades genom kapitalförsäkringen, men då aktieposten i kapitalförsäkringen var så stor att en passivering av de rösterna skulle leda till att ägarens direkta innehav skulle komma att representera mer än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget som inte var passiverade, ansåg nämnden att förvärvet utgjorde ett flagrant kringgående av budpliktsreglerna. God sed på aktiemarknaden krävde enligt nämnden att ägaren i fråga lämnade ett uppköpserbud till övriga aktieägare i enlighet med budpliktsreglerna. Uttalandet återspeglas i de reviderade takeover-regler som trädde i kraft i januari 2021.

I ett annat uttalande rörande budplikt (AMN 2020:14) behandlade nämnden två frågor rörande den närmare innebörden av det i budpliktsdispenser normalt uppställda villkoret att, för det fall den som beviljas dispensen sedermera förvärvar ytterligare aktier i bolaget och därigenom ökar sin röstandel, så uppkommer budplikt. Den första frågan till nämnden var om ett sådant villkor ska tolkas och tillämpas på samma sätt som 3 kap. 1 § första stycket LUA, det vill säga så att, om den som fått dispensen förvärvar ytterligare aktier och ökar sin röstandel, dispensinnehavaren omedelbart ska offentliggöra storleken på det nya aktieinnehavet och inom fyra veckor därefter lämna ett budpliktsbud avseende resterande aktier i bolaget. Nämnden besvarade den frågan jakande.

Den andra frågan var om budplikten bortfaller om aktieägaren inom fyra veckorsfristen avyttrar så många aktier att aktieinnehavet återgår till eller understiger aktieinnehavet omedelbart före förvärvet av ytterligare aktier. Nämnden

fann inte några avgörande skäl för en sådan ordning utan slog fast att budplikten som huvudregel bortfaller endast om aktieägaren inom fyra veckorsfristen avyttrar så många aktier att aktieinnehavet representerar mindre än tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, jfr 3 kap. 6 § LUA.

Ett återkommande tema i nämndens ärenden rörande offentliga uppköpserbudanden är frågan om likabehandlingsprincipen är respekterad i så kallade utköp där en eller flera aktieägare i målbolaget deltar i ett uppköpserbudande i egenskap av delägare i budgivarbolaget. Enligt kommentaren till punkten II.10 i takeover-reglerna får frågan om detta är förenligt med likabehandlingsprincipen avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning där huvudfrågan är huruvida parterna i budgivarbolaget de facto är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Sådana omständigheter är enligt kommentaren 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 inte uttömmande; nämnden kan i det enskilda fallet beakta även andra omständigheter och lägga olika vikt vid de olika omständigheterna.

Under år 2020 gjorde nämnden flera uttalanden rörande utköp, varav ett par hittills är offentliggjorda. Nämnden hade i de sammanhangen också kontakt med den brittiska takeover-panelen. Ärendena bekräftar att likabehandlingsprincipen är mycket central i takeover-regleringen och att det i varje enskilt fall av utköp där aktieägare ska ingå i ett budkonsortium med externa parter, exempelvis ett private equity-bolag, åvilar budgivaren att kunna visa att omständigheterna sammantagna är sådana att det inte handlar om en särbehandling av en eller flera aktieägare. I det sammanhanget är givetvis konsortialavtalets innehåll (avtalets längd, exiträttigheter m.m.) av central betydelse, men också exempelvis hur konsortiet tillkommit. Vad gäller det senare är det ofta av vikt att det finns en tydlig dokumentation av de kontakter som tagits mellan de blivande konsortiemedlemmarna.

I ett annat ärende relaterat till budkonsortier handlade det om tolkning av närståenderegeln i 3 kap. 5 § 5 LUA. Omständigheterna var i korthet att ett utköpskonsortium bildats av aktieägare som var och en för sig innehade mindre än 30 procent men tillsammans innehade

mer än 30 procent av röstetalet i målbolaget. Frågan var om en av parterna, efter det att konsortiet etablerats, enskilt skulle kunna förvärva ytterligare aktier i målbolaget utan att budplikt uppkom, förutsatt givetvis att köparen därigenom inte uppnådde ett eget aktieinnehav om 30 procent i målbolaget. Nämnden bekräftade den tolkning av punkten 5 som kom till uttryck i AMN 2015:30, nämligen att den handlar om en situation där några samarbetar i syfte att uppnå kontroll och att ett sådant samarbete inte i sig innebär att kontroll redan uppnåtts. Ett budkonsortium i vilket samarbetet tar sikte uteslutande på att förvärva målbolaget och kontrollen över målbolaget och där kontrollen således inte övergår till konsortiet förrän förvärvet fullbordats, hindrar således inte att parterna var för sig före eller under budperioden förvärvar aktier i målbolaget utan att budplikt uppkommer.

Till de i nämndens ärenden återkommande ämnen som inte rör uppköpserbudanden hör ändring av villkor i utgivna finansiella instrument. Aktiemarknadsnämnden har i en rad uttalanden från år 1988 och framåt behandlat frågor om ändring av villkor i konvertibler och teckningsoptioner. Nämnden har i åtskilliga av dessa uttalanden, bland annat i initiativuttalandet AMN 2015:26, intagit ståndpunkten att det finns många skäl att vara återhållsam när det gäller ändringar av villkor för sådana instrument (se även nämndens verksamhetsberättelser för åren 2016 och 2019). Det är en på värdepappersmarknaden allmänt accepterad ordning att handeln ska kunna ske på förutsägbara villkor. Ändringar av villkoren i konvertibler och teckningsoptioner kan vara acceptabla endast om det föreligger särskilda omständigheter. Som exempel på sådana omständigheter har nämnden pekat på skyddet av innehavarnas rätt vid en planerad exceptionell utdelning till aktieägarna respektive vid genomförande av program för inlösen av aktier. Att däremot till exempel ett bolags ekonomiska situation inte medger kontant återbetalning av ett konvertibellån eller att en akties marknadskurs har sjunkit under teckningskursen i en teckningsoption är inte omständigheter som motiverar att konverterings- respektive teckningskurs ändras. Enligt nämndens mening är sådana villkorsändringar inte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

I ett icke offentligt ärende under år 2020 behandlade nämnden en fråga om ändringar i villkoren för preferensaktier. Nämnden konstaterade att det inte finns anledning att se annorlunda på skyddsintresset för handeln i sådana instrument än på skyddsintressen för handeln i konvertibler och teckningsoptioner. För såväl aktier

som aktierelaterade instrument som handlas på aktiemarknaden gäller att handeln som utgångspunkt måste kunna ske på förutsägbara villkor och att villkorsändringar kan vara acceptabla endast om det föreligger särskilda omständigheter. Till sådana omständigheter kan enligt nämndens mening inte räknas att marknadskursen på instrumentet utvecklats på ett sätt som exempelvis försvårar en emission i bolaget.

Ett annat återkommande tema i nämndens ärenden är emissioner, särskilt sådana som sker med avvikelser från aktieägarnas företrädesrätt. Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade 2014 en rekommendation om god sed vid sådana, s.k. riktade emissioner. Det är enligt nämndens mening styrelsens ansvar att tillse att den rekommendationen respekteras, till såväl bokstav som syfte. Detta gäller inte bara vid traditionella riktade emissioner utan också vid olika slag av kombinerade emissionsförfaranden, exempelvis sådana förfaranden som under senare tid lanserats som "övertilldelningsemissioner".

Till nämndens kärnområden har ända sedan verksamhetens start hört frågor om emissioner inom ramen för olika slags incitamentsprogram och ersättningssystem för framför allt ledande befattningshavare. Nämnden har under årens lopp gjort ett stort antal uttalanden därom, däribland det omfattande initiativuttalandet AMN 2002:01. Uttalandena relaterar ofta till de s.k. Leo-reglerna i aktiebolagslagen. Med tiden kom det också att tas in vissa regler om ersättningar i Svensk kod för bolagsstyrning.

Den 1 december 2020 utfärdade Kollegiet *Regler om ersättningar till ledande befattningshavare och om incitamentsprogram*. Ersättningsreglerna ger uttryck för vad som är god sed på den svenska aktiemarknaden avseende ersättning till bolagets ledande befattningshavare samt aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram. Reglerna avser bland annat att kodifiera nämndens uttalanden i incitamentsprogramfrågor och reglerna ska tolkas av nämnden. Eftersom ersättningsreglerna hanterar samma frågor som initiativuttalandet AMN 2002:01 och efterföljande uttalanden om incitamentsprogram är dessa uttalanden inte längre vägledande i de delar som regleras av ersättningsreglerna. Ersättningsreglerna omfattar dock inte nämndens praxis kring de s.k. Leo-reglerna i 16 kap. ABL.

Till komplettering av ersättningsreglerna och i syfte att skapa ökad överskådlighet gjorde därför nämnden i början av 2021 initiativuttalandet AMN 2021:09. Det ersätter, med vissa angivna undantag, tidigare uttalanden av nämnden som anknyter till Leo-reglerna.

Den absoluta merparten av nämndens ärenden rör svenska aktiebolag. Det händer emellertid att nämnden får frågor rörande planerade aktiebolagsrättsliga förfaranden i utländska bolag noterade på den svenska marknaden. Det kan exempelvis handla om en emission som ska beslutas enligt det aktiebolagsrättsliga regelverket i bolagets hemland och där bolaget vill veta om emissionen skulle vara förenlig med god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämndens praxis innebär i korthet att nämnden, från synpunkten av god sed, som huvudregel inte adderar något till tillämplig utländsk aktiebolagsrätt men i vissa fall ställt längre gående krav i fråga om sådana aspekter av ett planerat förfarande som mer relaterat till handeln i aktierna. Någon skarp gräns finns emellertid inte och saken måste avgöras från fall till fall, se under året AMN 2020:27 och 2020:52.

Nämnden har vid flera tillfällen erinrat om rådgivares ansvar för att regler och god sed på aktiemarknaden respekteras, samt emittenters och budgivares ansvar att använda sig av expertis som är förtrogen med den svenska aktiemarknaden och dess reglering. Nämnden fann även under 2020 skäl att göra detta, se bland annat AMN 2020:13. I detta sammanhang vill nämnden understryka vikten av att framställningar till nämnden utformas på ett sådant sätt att det klart och tydligt framgår vad saken gäller och vilka de relevanta omständigheterna är. Det har hänt att nämnden funnit en framställan så svår att förstå att sökanden tvingats skriva om den.

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 64 uttalanden som nämnden gjorde under 2020 är för närvarande 54 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 2020 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