

Aktiemarknadsnämndens verksamhet år 2016

Aktiemarknadsnämndens verksamhetsår 2016 var mycket aktivt. Nämnden gjorde nästan ett uttalande i veckan. Uttalandena spände över flera områden och en ovanligt stor del av dem beslutades av nämnden i kollegial sammansättning.

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 reglerna om budplikt. Aktiemarknadsnämnden tolkar på delegation Nasdaq Stockholms, NGM:s och Kollegiets takeover-regler och prövar frågor om dispens från reglerna.

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.

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.

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 har sedan mer än tjugo år, med ett kortare avbrott, varit f.d. justitierådet Johan Munck. Den 1 september 2016 lämnade Johan över ordförandeklubban till f.d. justitierådet Marianne Lundius, som därtills varit nämndens vice ordförande. Till ny vice ordförande utsågs från samma dag justitierådet Ann-Christine Lindeblad.

Vid behandling av ett ärende deltar minst fyra och högst åtta av nämndens ledamöter. Sammansättningen bestäms enligt principer som anges i nämndens stadgar och arbetsordning. 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 leds av nämndens direktör (undertecknad) samt en föredragande, Ragnar Boman, på deltid.

En betydande del av nämndens verksamhet avser, som nämnts ovan, 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 takeover-regler samt de av Kollegiet för svensk bolagsstyrning utfärdade (likalydande) takeover-regler som tillämpas vid bud på bolag vilkas aktier handlas på handelsplattformarna First North, NGM Nordic MTF eller AktieTorget.

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 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. Vid kommitténs möte hösten 2016 ledde undertecknad en s.k. round table session rörande offentliga uppköpserbudanden.

Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 handlagt drygt 800 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2016 gjorde nämnden 47 uttalanden. Två tredjedelar av uttalandena handlade om offentliga uppköpserbudanden inklusive budplikt.

En relativ stor andel av ärendena, 19 av 47 ärenden, handlades i nämnd, medan resterande ärenden handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt 7 ledamöter.

Hälften av ärendena under året, 23 av 47 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, idag dels är väl förtroagna med regleringen och nämndens praxis på området, dels regelmässigt tar kontakt med nämndens kansli och diskuterar saken innan en framställning ges in.

I en av de dispensansökningar som avslogs under 2016 handlade det om ett bolag i vilket två ägare tillsammans hade en röstandel överstigande tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier. Ägarna var enligt egen uppgift inte närstående i lagens mening men hade under en längre tid röstat på ett unisont sätt vid bolagsstämma. En tredje ägare övervägde att öka sitt innehav till mer än tre tiondelar av röstetalet och ansökte om dispens för att öka till en nivå strax under de två andra ägarnas sammanlagda innehav. Nämnden konstaterade att, baserat på hur de två ägarna faktiskt utövat sitt inflytande, en ökning av innehavet till en sådan nivå inte nödvändigtvis skulle innebära något kontrollägarskifte, men i sammanhanget måste enligt nämnden också beaktas att ägarna ifråga när som helst skulle kunna komma att, i relevanta hänseenden, agera på ett annat sätt än vad de hittills gjort. Därmed förelåg enligt nämndens mening inte förutsättningar att bevilja den tredje ägaren dispens från budplikten. Uttalandet är ännu inte offentliggjort.

I ett annat icke offentliggjort uttalande återkom nämnden till det i samband med s.k. utköp välkända problemet att avgöra om likabehandlingsprincipen är respekterad när en aktieägare i målbolaget deltar i ett offentligt 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. Omständigheter att beakta vid en sådan bedömning kan vara 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 har bidragit till finansiering av budgivarbolaget samt vilka villkor som gäller för deläggande i och utträde ur budgivarbolaget. I kommentaren sägs vidare att det inte kan anses förenligt med regelverket att en aktieägare agerar som budgivare genom att delta i budgivarbolaget men samtidigt kvarstår med hela eller delar av sitt aktieinnehav i målbolaget och således också omfattas av erbjudandet.

I det aktuella fallet talade handlade det om en huvudägare i ett börsbolag, som tillsammans med ett private equity-bolag avsåg att lämna ett bud på aktierna i börsbolaget. Enligt nämndens mening talade i och för sig vissa omständigheter för att ägaren ifråga skulle kunna betraktas som budgivare. Ett avgörande hinder för detta

var emellertid att ägaren avsåg att överlåta merparten av sina målbolagsaktier till private equity-bolaget mot kontant betalning och tillskjuta endast mindre del av aktierna till budgivarbolaget. Huvudägaren skulle på det sättet, enligt nämndens mening, de facto komma att bli både budgivare och budtagare. Därmed, konstaterade nämnden, stred upplägget mot likabehandlingsprincipen eftersom huvudägaren till skillnad från övriga aktieägare skulle komma att erbjudas ett vederlag som för merparten av de överlåtna målbolagsaktierna bestod av kontanter och för återstoden av sina målbolagsaktier aktier i budgivarbolaget.

I ljuset av vad nämnden uppfattat som ett tilltagande intresse för att ändra villkor i redan utgivna noterade finansiella instrument, framför allt teckningsoptioner och konvertibler, gjorde nämnden år 2015 ett initiativuttalande i vilket nämnden påminde 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, konstaterade nämnden i uttalandet, inte omständigheter som motiverar att tecknings- eller konverteringskurs ändras. Sådana villkorsändringar är inte förenliga med god sed på aktiemarknaden.

Villkorsändringar var ett aktuellt ämne i nämnden även under år 2016. I inte mindre än tre ärenden rörande samma bolag hade nämnden anledning att upprepa sin restriktiva ståndpunkt.

Ett annat återkommande tema i nämndens verksamhet 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 par icke offentliga uttalanden under år 2016 vidhöll nämnden denna inställning, men i ett av uttalandena pekade nämnden också på en

annan möjlighet, nämligen att låta aktieägarna med strängt kvalificerad majoritet besluta om saken. Enligt nämndens mening kan en parallell göras till aktiebolagslagens bestämmelser om sådan ändring av bolagsordningen som innebär att redan utgivna aktiers överlåtbarhet begränsas. Ett beslut därom är giltigt om det beslutas av bolagsstämman och beslutet har biträtts av samtliga närvarande aktieägare och dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Samma majoritetskrav gäller för byte av bolagskategori från publikt till privat aktiebolag. I det aktuella fallet ansåg nämnden att ett beslut att ansöka om avnotering av bolagets aktie från First North skulle vara förenligt med god sed om det fattas av bolagsstämman nu nämnda majoritet och aktieägarna i kallelsen till stämman tydligt upplysts om majoritetskravet.

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 47 uttalandena under år 2016 är för närvarande drygt 60 procent 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. Ett av nämndens beslut under år 2016 överklagades, men överklagandet drogs sedermera tillbaka.

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