

Aktiemarknadsnämnden

2021



Aktiemarknadsnämndens verksamhet 2021

Aktiemarknadsnämndens verksamhet var även under 2021 omfattande. En fortsatt hög aktivitet på aktiemarknaden, ett fortsatt tillflöde av nya bolag till aktiemarknaden och ett stort antal offentliga uppköpserbjudanden bidrog till att nämnden gjorde i genomsnitt drygt ett uttalande i veckan, totalt 57 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 beslutar nämnden om tolkning av och dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbjudanden (takeovers), däribland reglerna om budplikt. Nämnden tolkar också de så kallade takeover-reglerna och prövar frågor om dispens från dem.

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. T.f. vice ordförande är justitierådet Sten Andersson.

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 de takeover-regler som tagits fram genom självreglering.

Nämndens internationella samarbeten m.m.

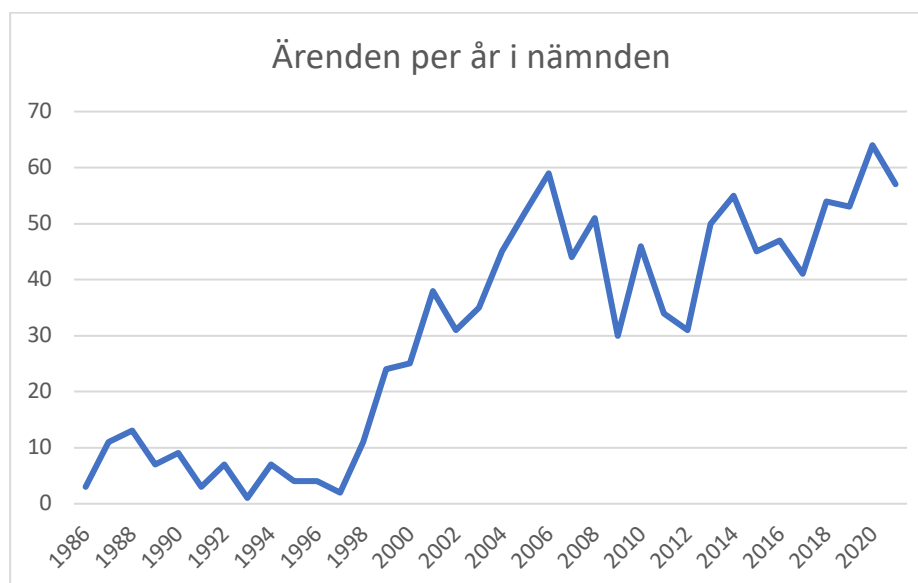
Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder, bland annat i Tyskland och Frankrike.

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 2021 gjorde nämnden 57 uttalanden.



Den absoluta merparten av uttalandena, 48 av 57, handlade om offentliga uppköpserbjudanden inklusive budplikt, något som ska ses bland annat mot bakgrund av en fortsatt hög uppköpsaktivitet på aktiemarknaden. Under år 2021 var drygt 20 bolag föremål för uppköpserbjudanden. Flera av dessa transaktioner föranledde en eller flera framställningar till nämnden.

Drygt en tredjedel av det totala antalet ärenden, 20 av 57, handlades av nämnden i kollegial sammansättning, medan resterande handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt drygt 7 ledamöter.

Fem av ärendena under året handlades helt eller delvis på delegation från Finansinspektionen. Dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från lagreglerna om budplikt.

Ett av de budpliktsrelaterade uttalandena i början av året rörde en planerad omflyttning inom en koncern av ett större aktieinnehav i ett noterat bolag. Nämnden konstaterade, i ett tolkningsbesked, att en sådan omflyttning – från ett dotterföretag till ett annat – inte utlöser budplikt. Uttalandet är inte offentliggjort och ligger helt i linje med nämndens praxis. Det kan emellertid vara värt att påminna om att sådana och

liknande omflyttningar mellan närstående inte kräver dispens. Skulle det däremot vara fråga om en omflyttning av ett större aktieinnehav mellan olika enheter i exempelvis en "släktsfär" där det formellt inte föreligger ett närståendeförhållande mellan de aktuella entiteterna, men omflyttningen de facto inte kan anses innebära ett kontrollägarskifte, krävs dispens.

I ett annat uttalande rörande budplikt (AMN 2021:34) erinrade nämnden om att den som beviljats dispens för att till följd av en viss transaktion etablera ett innehav på en nivå ovanför 30 procent av röstetalet därefter inte fritt kan minska och åter öka innehavet i intervallet 30 till, i det aktuella fallet, 44 procent utan att budplikt som utgångspunkt uppkommer. Omständigheterna i det enskilda fallet kan emellertid motivera att dispens lämnas även för en sådan ökning av innehavet.

I uttalandet AMN 2021:22 återkom nämnden som så ofta till den grundläggande principen i takeover-reglerna att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika. Principen kommer till uttryck bland annat i punkten II.10 enligt vilken alla innehavare av aktier med identiska villkor ska erbjudas ett till såväl form som värde identiskt vederlag per aktie. I punkten II.11 behandlas den situationen att det i målbolaget finns aktier med icke identiska villkor, annorlunda uttryckt av olika slag. Även då ställer likabehandlingsprincipen stränga krav på erbjudandets utformning. Vad först gäller vederlagsformen slås i första stycket fast att vederlag i samma form ska erbjudas för aktier av samtliga slag. Bestämmelsen hindrar inte att en budgivare erbjuder aktier med högt röstvärde i budgivarbolaget som vederlag för aktier med högt röstvärde i målbolaget och erbjuder vederlagsaktier med lägre röstvärde för aktier med lägre röstvärde i målbolaget, men det innebär inte att kravet på värdemässig likabehandling får åsidosättas. Om en budgivare erbjuder aktier med högt röstvärde i budgivarbolaget som vederlag för aktier med högt röstvärde i målbolaget och erbjuder vederlagsaktier med lägre röstvärde för aktier med lägre röstvärde i målbolaget måste budgivaren alltså säkerställa att vederlaget per aktie värdemässigt är detsamma, oberoende av aktieslag. I det aktuella uttalandet fann nämnden att budgivaren, för att följa takeover-reglerna i nu nämnda hänseende, var tvungen att justera ett redan lämnat erbjudande så att det antal vederlagsaktier som

erbjöds för målbolagets B-aktier blev detsamma som erbjöds för målbolagets A-aktier.

Ett återkommande tema i nämndens ärenden är emissioner, särskilt sådana som sker med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, s.k. riktade emissioner. Grundläggande bestämmelser om emissioner av aktier finns i aktiebolagslagen. Det är inte nämndens uppgift att tolka dessa; ansvaret för att de respekteras åvilar det emitterande bolagets styrelse.

Till komplettering av aktiebolagslagens bestämmelser utfärdade Kollegiet för svensk bolagsstyrning år 2014 en rekommendation rörande vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid riktade emissioner. I verksamhetsberättelsen för år 2020 konstaterade nämnden att det är styrelsens ansvar att tillse att också den rekommendationen respekteras, till såväl bokstav som syfte.

I AMN 2021:41 konstaterade nämnden, att den vid upprepade tillfällen uppmärksamats på viss slentrianmässighet på marknaden vid beslut om emissioner, och erinrade med anledning därav om vikten av att bolag vid överväganden om kontantemissioner fullt ut beaktar rekommendationen. Företrädesemissioner är, som också konstateras i rekommendationen, lagens huvudregel och riktade emissioner är en avvikelse från huvudregeln. Det är därför inte förenligt med rekommendationen att utan erforderlig analys av förutsättningarna för att genomföra en företrädesemission besluta om en riktad emission. God sed på aktiemarknaden kräver, konstaterade nämnden, att styrelsen tydligt redovisar för aktieägarna hur den resonerat när den kommit fram till att avvika från huvudregeln att kontanta nyemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna.

Den 1 december 2020 utfärdade Kollegiet *Regler om ersättning till ledande befattningshavare och om incitamentsprogram*. Ersättningsreglerna ger uttryck för vad som är god sed på den svenska aktiemarknaden avseende ersättning till 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, som påpekades redan i verksamhetsberättelsen för 2020, inte längre vägledande i de delar som regleras av ersättningsreglerna. Nämnden gjorde under 2021 två uttalanden som rörde tolkning av ersättningsreglerna och närmare bestämt vad som ska anses vara ett sådant incitamentsprogram som omfattas av reglerna och sålunda ska beslutas av bolagsstämman, se AMN 2021:57.

Ersättningsreglerna omfattar 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.

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 57 uttalanden som nämnden gjorde under 2021 är för närvarande 45 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 2021 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