

Aktiemarknadsnämnden

2022



Aktiemarknadsnämndens verksamhet 2022

Aktiemarknadsnämndens verksamhet var även under 2022 omfattande med drygt ett uttalande i veckan, eller totalt 57 uttalanden. I stort sett samtliga uttalanden rörde offentliga uppköpserbjudanden i vid mening. Ett par av dessa avsåg inkråmsförvärv och pekade på behovet av att regelnmakaren överväger om dessa i framtiden helt eller delvis ska behandlas inom ramen för takeover-reglerna.

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 motsvarande takeover-regler utfärdade inom ramen för aktiemarknadens självreglering 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, två 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 Sten Andersson och justitierådet Johan Danelius.

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 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.

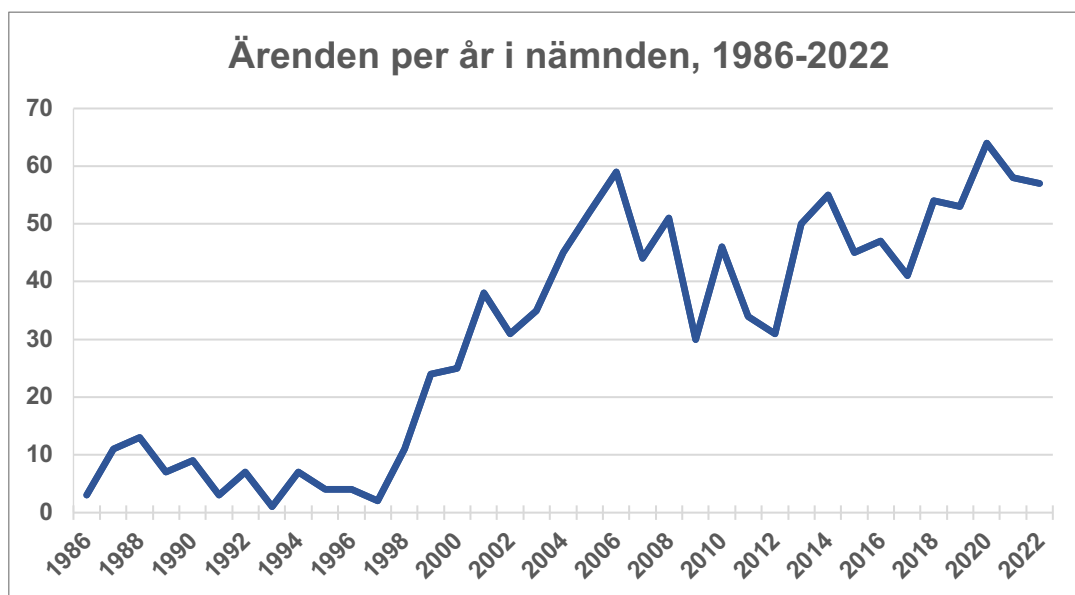
Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder.

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 1100 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2022 gjorde nämnden 57 uttalanden.



I stort sett alla uttalanden, 53 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 2022 lämnades 26 uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Flera av dessa bud föranledde en eller flera framställningar till nämnden.

Drygt en femtedel av det totala antalet ärenden under året, 12 av 57, handlades av nämnden i kollegial sammansättning, medan resterande handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt omkring sju ledamöter.

Tolv av ärendena under året handlades helt eller delvis på delegation från Finansinspektionen. Dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbjudanden, särskilt reglerna om budplikt.

I början av året behandlade nämnden två, ämnesmässigt besläktade, ärenden i vad som kanske skulle kunna kallas uppköpsregleringens gränsland, nämligen inkrämsförvärv. Båda ärenden ansågs principiellt viktiga och behandlades av nämnden i förstärkt sammansättning.

I det första ärendet, AMN 2022:04, avsåg ett bolag att förvärva vad som i praktiken var samtliga tillgångar i ett noterat bolag mot ett vederlag som, helt eller till

övervägande del, skulle utgöras av aktier i köparbolaget. I framställningen till nämnden önskade köparbolaget besked om huruvida en sådan transaktion skulle vara förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Nämnden konstaterade att det finns betydande likheter mellan ett rent inkråmsförvärv och en fusion, särskilt om det vid inkråmsförvärvet erhållna vederlaget helt eller till övervägande del består av aktier som på ett eller annat sätt slussas vidare till målbolagets aktieägare, men att det inte finns några uttryckliga bestämmelser om inkråmsförvärv i takeover-reglerna. Nämnden konstaterade att det finns skäl för regelansvariga att överväga om sådana regler bör införas. I avvaktan på sådana överväganden uttalade nämnden att god sed kräver att aktieägarna i målbolaget ges möjlighet att vid bolagsstämma, på samma sätt som skulle ha varit fallet vid en fusion och med motsvarande beslutsregler, ta ställning till förslaget om inkråmsöverlåtelsen, att aktieägarna inför stämman erhåller ett informationsunderlag som i relevanta hänseenden är likvärdigt med vad som skulle ha varit fallet vid en fusion, samt att aktieägarna informeras om styrelsens planer avseende bolaget efter inkråmsöverlåtelsen och hanteringen av det erhållna vederlaget.

I det andra ärendet, AMN 2022:06, var förutsättningarna på flera sätt annorlunda. Där var utgångspunkten ett pågående uppköpserbjudande där målbolagsstyrelsen uttalat att den ansåg det erbjudna vederlagets värde för lågt och därför rekommenderat aktieägarna att inte acceptera budet. Styrelsens uppfattning var att bolaget i stället skulle överlåta hela inkråmet (fastigheter) till en tredje part. Då en sådan åtgärd skulle vara en försvarsåtgärd i uppköpsreglernas mening skulle den kunna vidtas endast efter beslut av bolagsstämman. I framställningen önskade styrelsens nämndens besked om huruvida ett sådant stämmobeslut kan fattas med sedvanlig enkel majoritet av de på stämman avgivna rösterna.

Nämnden bekräftade att så är fallet, men ansåg också att den planerade inkråmsöverlåtelsen måste bedömas från synpunkten av god sed på aktiemarknaden utan hänsyn till att den skulle ske i en takeover-situation. Frågan var, kort sagt, om det finns skäl att från synpunkten av god sed ställa särskilda krav på ett beslut om en sådan inkråmsöverlåtelse. Fallet hade likheter med den ovan nämnda och bara någon vecka tidigare behandlade inkråmsaffären, men det fanns också väsentliga

skillnader. I det nya fallet handlade det om en överlåtelse mot kontant vederlag, vilket genom efterföljande inlösen av aktier skulle slussas vidare till aktieägarna. Därefter avsåg styrelsen föreslå stämman att bolaget skulle likvideras. Därmed förelåg enligt nämnden inte som i det tidigare ärendet sådana likheter med en fusion att det var motiverat att ställa krav på samma beslutsordning och beslutsunderlag som vid en fusion. Det planerade förfarandet var enligt nämnden i praktiken en likvidation uppdelad i tre steg: en inkråmsöverlåtelse, ett inlösenförfarande och en likvidation av det "tomma" bolaget. Enligt nämnden kräver god sed på aktiemarknaden att styrelsen i en sådan situation inte föregriper stämmans likvidationsbeslut genom att på egen hand avyttra bolagets inkråm innan aktieägarna får ta ställning till planerna. Redan det första steget, inkråmsöverlåtelsen, ska därför beslutas av aktieägarna vid bolagsstämman, med iakttagande av samma majoritetskrav som ett beslut om likvidation, dvs. enkel majoritet av de avgivna rösterna. Aktieägarna måste inför stämman också erhålla ett fullgott informationsunderlag för att ta ställning till förslaget, dvs. information inte bara om inkråmsöverlåtelsen utan också om det planerade inlösenförfarandet och likvidationen, i det aktuella fallet även inkluderande information som möjliggör en meningsfull jämförelse med det föreliggande budalternativet. Ärendet underströk enligt nämnden ytterligare vikten av att överväga om takeover-reglerna ska kompletteras med regler om inkråmsförvärv.

Ett par av de budpliktsrelaterade uttalandena under året rörde framställningar om planerade riktade emissioner eller liknande åtgärder avsedda att rädda ett bolag ur ekonomiska svårigheter. Nämnden har vid upprepade tillfällen prövat sådana frågor. I vissa fall har dispens beviljats, se bl.a. AMN 2019:53, 2019:24 och 2018:26, men i andra fall har dispens inte beviljats. De senare uttalandena har ofta förblivit konfidentiella och är därmed inte allmänt kända. I korthet kan om dessa sägas att nämndens avslag ofta motiverats av att det av framställningen inte tillräckligt klart framgått antingen att bolaget varit i sådana ekonomiska svårigheter att nämnden ansett det motivera ett åsidosättande av budplikten eller att den planerade emissionen varit den i praktiken enda realistiska möjligheten att komma till rätta med situationen. Detta är ett område där det kan sägas vara särskilt viktigt att ta kontakt med och komma in med framställningen till nämnden i så god tid att bolaget och dess intressenter inte i onödan skadas av ett eventuellt avslagsbeslut.

I framställningar rörande dispens från budplikt, exempelvis för en överlåtelse av viss egendom som vederlag i apportemission, förekommer det ibland att framställan även avser en eller flera "sidotransaktioner". Det kan exempelvis handla om att säljaren av egendomen ifråga i samband med överlåtelsen till bolaget även ska förvärva aktier från bolagets huvudägare. Nämnden är i sådana fall mycket restriktiv med att låta dispensen omfatta även sidoaffären. Det räcker inte att det i framställan presenteras som ett "paket". I ett ännu inte offentliggjort uttalande under året avslogs dispensansökan såvitt avsåg sidoaffären.

Ett återkommande tema i dispensansökningar är generationsskiften där en huvudägare planerar att skänka hela eller delar av sitt aktieinnehav till ett eller flera barn eller till ett av dem kontrollerat holdingbolag. Om det i ett sådant fall redan föreligger ett formellt närståendeförhållande mellan givaren och mottagarna av aktierna uppkommer normalt inte frågan om budplikt. Skulle något sådant närståendeförhållande inte föreligga, och mottagaren eller mottagarna uppnå ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet, kan däremot budplikt visserligen uppkomma men nämnden beviljar, med stöd i tydliga förarbetsuttalanden, då normalt dispens från budplikten eftersom det inte sker ett reellt kontrollägarskifte. En sådan generationsskiftessituation förelåg i AMN 2022:55 med avseende på en planerad aktiegåva. Nämnden utformade därför dispensen så att den inkluderade även framtida förvärv, på motsvarande sätt som givaren haft möjlighet att utan budplikt öka sin röstandel i bolaget.

Dispens från budplikt medges regelmässigt och utan villkor för aktieägare som förvärvar aktier genom att teckna sin pro rata-andel i en företrädesemission. I AMN 2022:56 anlade nämnden motsvarande synsätt på en situation där aktieägarna i ett bolag erbjudits att vid avknoppning av ett dotterbolag förvärva aktier (och teckningsoptioner) i detsamma i proportion till sina aktieinnehav.

Till de närmast stående ämnesområdena i de nämndärenden som inte rör uppköpserbjudanden hör riktade emissioner. Grundläggande bestämmelser om emissioner av aktier finns i aktiebolagslagen. Till komplettering av lagens bestämmelser utfärdade Kollegiet för svensk bolagsstyrning år 2014 en rekommendation rörande vad som i vissa hänseenden är god sed på

aktiemarknaden vid riktade kontantemissioner.

I ärendet AMN 2021:41, som också refererades i verksamhetsberättelsen för år 2021, konstaterade nämnden att den vid upprepade tillfällen uppmärksammats på viss slentrianmässighet på marknaden vid beslut om riktade emissioner, och erinrade med anledning därav om vikten av att bolag vid överväganden om riktade emissioner fullt ut beaktar rekommendationen. 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 en kontantemission ska ske med företrädesrätt för aktieägarna.

Även under det gångna året genomfördes ett stort antal riktade emissioner på aktiemarknaden. I AMN 2022:36 behandlade nämnden, på begäran av Nasdaq Stockholm, informationsgivningen till aktieägarna och aktiemarknaden i två av dessa emissioner. Nämnden konstaterade, i fråga om båda berörda bolag, att den lämnade informationen inte uppfyllde det i rekommendationen uppställda kravet på en tydlig redovisning av hur styrelsen resonerat när den kommit fram till att avvika från huvudregeln att kontanta nyemissioner ska ske med företrädesrätt för aktieägarna. För att göra detta måste redovisningen, enligt nämnden, ge aktieägarna en möjlighet att bedöma styrelsens överväganden i ljuset av förhållandena i det specifika bolaget. Ett närmast schablonmässigt uttalande att avvikelser från företrädesrätten är ett tids- och kostnadseffektivt sätt att skaffa kapital är därvid, konstaterade nämnden, inte tillfyllest. Den lämnade informationen i samband med emissionerna uppfyllde enligt nämnden inte heller rekommendationens krav på att informera om hur emissionskursen har bestämts och hur marknadsmässigheten i denna har säkerställts. I båda fallen saknades information om vad styrelsen grundat sin uppfattning på.

Det förefaller inte osannolikt att de senaste årens erfarenheter av riktade emissioner kommer att föranleda Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK), som numera har ansvaret för rekommendationen om riktade emissioner, att genomföra en översyn av rekommendationen.

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 2022 är för närvarande 42 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 2022 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

Aktiemarknadsnämnden

Nybrokajen 7, 5 tr.
111 48 Stockholm

www.aktiemarknadsnamnden.se