

Aktiemarknadsnämnden

2025



Aktiemarknadsnämndens verksamhet 2025

Verksamhetsåret 2025 gjorde nämnden 70 uttalanden. I stort sett samtliga uttalanden rörde offentliga uppköpserbjudanden i vid mening.

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 åtta medlemmar: 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 framställan. Nämnden avgör själv om en framställan ska 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 mycket ovanligt att en framställan avvisas.

Nämnden har ett trettiotal ledamöter som representerar olika delar av näringslivet och samhället i övrigt. Ledamöterna utses av Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Mandattiden är två år men kan förlängas.

Nämndens ordförande är f.d. justitierådet Sten Andersson och vice ordförande är 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, och en sekreterare, Jesper Zackrisson. Till kansliet är också nämndledamoten Erik Sjöman knuten som särskild rådgivare.

Handläggningen i nämnden baseras på vad som anförs i framställan. 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 framställan angivna förutsättningarna.

En betydande del av nämndens verksamhet avser offentliga uppköpserbjudanden. Nämnden tillämpar på det området lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) men också de takeover-regler som tagits fram genom självreglering.

Nämndens internationella samarbeten m.m.

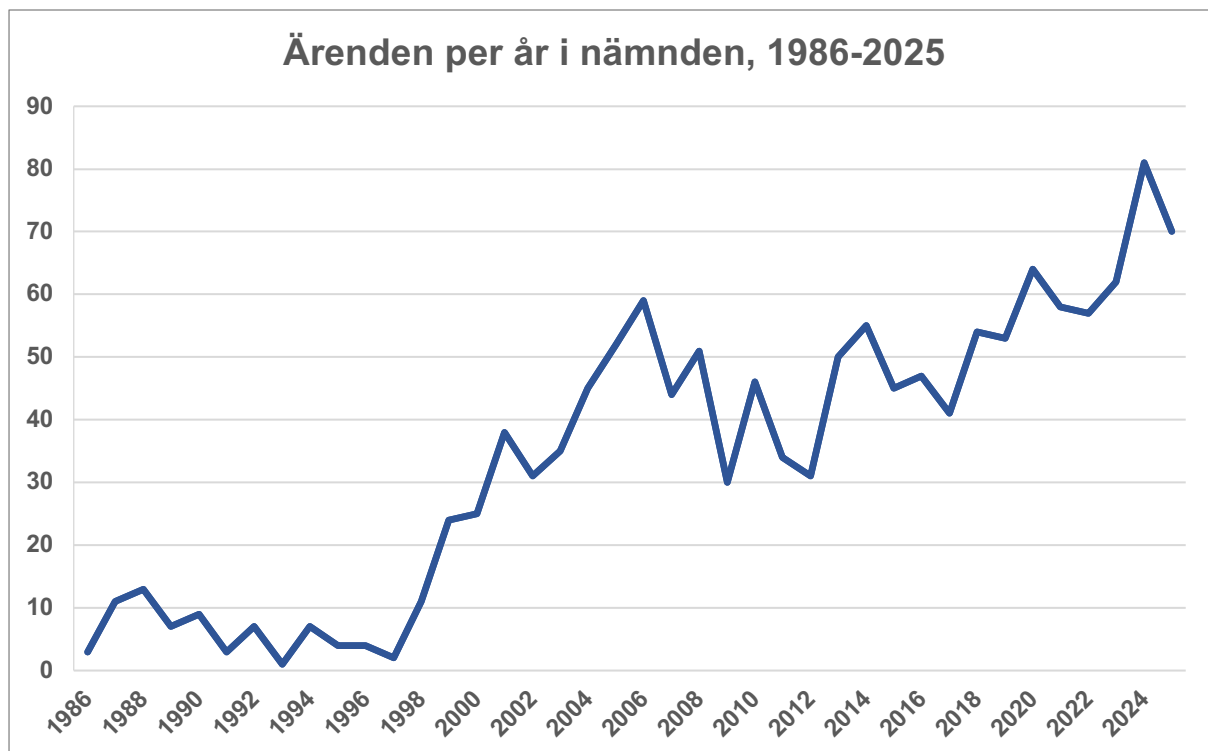
Nämndens verksamhet rörande offentliga uppköpserbjudanden har i stor utsträckning sin förebild i den brittiska takeover-panelen. Nämndens kansli har fortlöpande kontakt med takeover-panelen och med motsvarande organ i andra länder.

Kansliet deltar, tillsammans med Finansinspektionen, i ett fortlöpande kunskapsutbyte rörande offentliga uppköpserbjudanden inom Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma).

Undertecknad deltar, i annan kapacitet, även i OECD:s Corporate Governance Committee, där frågeställningar om corporate governance, inklusive offentliga uppköpserbjudanden, regelbundet diskuteras i en global medlemskrets.

Nämndens uttalanden

Aktiemarknadsnämnden har sedan starten år 1986 handlagt närmare 1400 ärenden och gjort lika många uttalanden. Under år 2025 gjorde nämnden 70 uttalanden. Det är det näst högsta antalet efter rekordåret 2024 då nämnden gjorde 81 uttalanden.



I stort sett samtliga uttalanden handlade om offentliga uppköpserbudanden inklusive budplikt. Under år 2025 lämnades omkring 30 uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden. Flera av dessa bud föranledde en eller flera framställningar till nämnden men nämnden hanterade också flera framställningar rörande planerade men (ännu) inte lämnade bud.

Närmare en fjärdedel av det totala antalet ärenden under året, 16 av 70, handlades av nämnden i kollegial sammansättning. Resterande handlades av ordföranden. I nämndens sammanträden deltog i genomsnitt drygt sju ledamöter.

Omkring tio procent av ärendena, 8 av 70, handlades på delegation från Finansinspektionen. Dessa ärenden rörde tolkning av eller dispens från lagreglerna om offentliga uppköpserbudanden, särskilt reglerna om budplikt.

I uttalandet AMN 2025:17 (*Atelière–CodeMill*) behandlade nämnden en på den svenska uppköpsmarknaden helt ny situation. Det amerikanska bolaget Atelière lämnade ett bud på MTF-bolaget CodeMill och förklarade vid acceptfristens utgång budet ovillkorat, men meddelade några dagar senare att vederlaget inte skulle

komma att utbetalas ”på grund av den pågående oförutsedda turbulensen i USA och på de globala affärs- och finansmarknaderna”.

Aktiemarknadsnämnden behandlade, på begäran av Nasdaq, Atelières agerande och konstaterade att det utgjorde en ”synnerligen allvarlig överträdelse av takeover-reglerna och därmed av god sed på den svenska aktiemarknaden”.

Även i uttalandet AMN 2025:45 (*OsteoCentric–Integrum*) var det budgivarens agerande som var föremål för nämndens intresse. OsteoCentric hade lagt ett bud på samtliga aktier i MTF-bolaget Integrum och erhållit en s.k. irrevocable från bolagets huvudägare. Vid acceptfristens utgång konstaterade budgivaren att anslutningsgradsvillkoret (90 procent) inte var uppfyllt och fullföljde inte budet. Huvudägarernas aktier hade inte på ett korrekt sätt lämnats in.

Aktiemarknadsnämnden, som även i det fallet behandlade saken på begäran av Nasdaq, konstaterade att en budgivare självfallet är skyldig att verka för att uppställda villkor uppfylls och att denna skyldighet måste anses vara särskilt stark i en situation där målbolagets huvudägare har gjort ett oåterkalleligt åtagande att lämna in sina aktier i erbjudandet och det vid slutet av acceptfristen står klart för budgivaren att aktierna i fråga inte har lämnats in. De av OsteoCentric vidtagna åtgärderna i det hänseendet uppfyllde enligt nämnden inte detta krav. OsteoCentric hade därigenom brutit mot takeover-reglerna och således också handlat i strid med god sed på aktiemarknaden, vilket renderade OsteoCentric allvarlig kritik.

Båda de nu nämnda fallen avsåg bud på MTF-bolag. Till skillnad från vad som är fallet i fråga om bud på bolag som handlas på en reglerad marknad finns det i takeover-reglerna för MTF-bolag inte något krav på att budgivaren gör ett åtagande gentemot marknadsplatsen att följa takeover-reglerna och underkasta sig marknadsplatsens sanktioner vid överträdelse av reglerna. Det finns anledning att tro att den ordningen nu kan komma att omprövas.

I ett icke offentliggjort uttalande behandlade nämnden en annan för nämnden ny situation. Ett noterat bolag hade i slutet av 2024 erhållit ett indikativt

uppköpserbjudande från en potentiell budgivare och efter vissa diskussioner tillåtit en due diligence-undersökning, som genomfördes under början av 2025.

I mitten av mars 2025 hade målbolaget uppmanat budgivaren att redovisa om man avsåg att lämna ett bud eller inte. Budgivaren svarade att det interna arbetet fortskred med målet att presentera ett bud under nästa månad.

När april månad närmade sig sitt slut skrev målbolaget ännu en gång till budgivaren och meddelade att, om inget bud presenterades före månadsskiftet, avsåg bolaget att vända sig till Aktiemarknadsnämnden. Budgivaren svarade att arbetet fortskred, men att den tidigare ambitionen att presentera ett bud i april inte kunde mötas.

I mitten av maj, drygt fem månader efter det indikativa budet, hemställde målbolaget till nämnden om ett uttalande av innebörd att budgivaren senast ett visst datum i juni 2025 antingen skulle offentliggöra ett uppköpserbjudande eller skriftligen meddela bolaget att ett sådant erbjudande inte skulle komma att lämnas.

Nämnden tog i sina överväganden utgångspunkt i den i takeover-reglernas inledning fastlagda principen att ett uppköpserbjudande inte får hindra målbolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt. Syftet bakom principen gör sig enligt nämnden gällande även i en situation där en potentiell budgivare hos målbolagets styrelse har initierat en budprocess men ännu inte lämnat erbjudandet till aktieägarna. Den potentiella budgivarens dröjsmål med att lämna ett slutligt besked i erbjudandefrågan stred därför mot principen och därmed också mot god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden uttalade att ett erbjudande skulle lämnas senast ett visst datum och om så inte skedde, fick styrelsen i målbolaget "betrakta budplanerna som avblåsta och agera utan de begränsningar som annars följer av takeover-reglerna". Resultatet av detta "put up or shut up"-liknande uttalande blev att den potentiella budgivaren ett par dagar före den angivna tidpunkten meddelade målbolaget att budplanerna var avblåsta.

Ett återkommande tema i nämndens ärenden rörande offentliga uppköpserbjudanden är under vilka förutsättningar en eller flera aktieägare i ett målbolag kan delta som budgivare i ett erbjudande genom att "rulla över" sina aktier i ett för ändamålet

tillskapat budgivarbolag medan övriga aktieägare erbjuds ett kontant budvederlag. Verksamhetsåret 2025 var i det hänseendet inget undantag. Nämnden hade flera ärenden rörande sådana s.k. utköpskonsortier. Några av dem är offentliggjorda medan andra alltjämt är konfidentiella.

Huruvida ett förfarande av det aktuella slaget är förenligt med den grundläggande likabehandlingsprincipen i takeover-reglerna avgörs av nämnden från fall till fall genom en helhetsbedömning av om parterna i budgivarbolaget *de facto* är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Några bestämda kriterier för den prövningen finns inte. I kommentaren till reglerna nämns ett antal omständigheter som kan beaktas i sammanhanget, men uppräkningsen är inte uttömmande utan nämnden kan i det enskilda fallet beakta även andra omständigheter.

I verksamhetsberättelsen avseende år 2024 refereras ett konfidentiellt ärende där en grupp ledande befattningshavare som tillsammans också innehade en relativt stor andel av aktierna i målbolaget avsåg att, tillsammans med ett rörelsedrivande bolag, X, bilda ett konsortium för att, genom ett för ändamålet etablerat budgivarbolag, lämna ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i målbolaget. Befattningshavarna skulle vid erbjudandets fullföljande tillskjuta sina aktier i målbolaget till budbolaget i en apportemission och X skulle tillskjuta de kontanta medel som krävdes för att budbolaget skulle kunna förvärva resterande aktier i målbolaget. Varken befattningshavarna eller X skulle ha någon skyldighet att tillskjuta ytterligare finansiering till budbolaget eller målbolaget. Befattningshavarnas enskilda innehav var av mycket varierande storlek där det minsta innehavet motsvarade endast 0,25 procent av aktierna och rösterna. Enligt nämnden var det uppenbart att i vart fall någon som lämnar ett så begränsat bidrag till ett erbjudande normalt inte kan anses som *de facto*-budgivare utan måste betraktas som en särbehandlad aktieägare. Tillräckliga omständigheter som gav anledning att i det aktuella fallet se annorlunda på den saken hade inte anförts. Redan på den grunden fann nämnden det planerade förfarandet oförenligt med likabehandlingsprincipen i takeover-reglerna. I ett konfidentiellt ärende 2025 var omständigheterna likartade 2024 års ärende. I ett planerat konsortium med en huvudägare, en extern aktör och fyra ledande befattningshavare hade en av befattningshavarna omkring 4 procent, en annan knappt 2 procent och de övriga omkring 1 procent vardera av samtliga aktier i

målbolaget. Ingen av befattningshavarna skulle bidra till finansieringen av erbjudandet på annat sätt än genom att tillskjuta sina aktier i målbolaget till budbolaget.

Med samma motivering som i 2024 års uttalande konstaterade nämnden att den planerade sammansättningen av budkonsortiet var oförenlig med likabehandlingsprincipen i takeover-reglerna.

I uttalandet AMN 2025:47 (*MolCap - NAXS*) återkom nämnden ännu en gång till frågan om budplikt vid förvärv genom en kapitalförsäkring. En aktieägare (MolCap) innehade aktier i börsbolaget NAXS, noterat på en reglerad marknad, dels direkt, dels genom kapitalförsäkringar. De aktier som innehades via försäkringar var på sedvanligt vis röstmässigt passiverade. Efter ytterligare aktieförvärv motsvarade aktieägarens innehav fortfarande mindre än 30 procent av totalt antal röster i bolaget, men om de passiverade aktierna pro forma räknades bort från totalantalet röster hade 30-procentströskeln passerats.

Nämnden erinrade om att budpliktsreglernas utformning inte hindrar att det kan strida mot god sed på aktiemarknaden att genom olika avtalsarrangemang åstadkomma vad som i praktiken är ett kontrollägarskifte utan att budpliktsreglerna formellt blir tillämpliga. I linje därmed fann nämnden redan i AMN 2020:13 att god sed påkallade att en ägare lämnade ett uppköpserbjudande i enlighet med budpliktsreglerna i en situation där så många aktier innehades genom ägarens kapitalförsäkring att ägarens direktäande – som var mindre än 30 procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget – representerade mer än 30 procent av det sammanlagda röstetalet för de aktier i bolaget som inte innehades genom försäkringen. MolCap skulle således, konstaterade nämnden, lämna ett erbjudande om förvärv av samtliga resterande aktier i NAXS.

I ett pressmeddelande klargjorde emellertid MolCap att man inte avsåg att lämna något sådant erbjudande eftersom budplikt inte förelåg enligt lag och ett uppköpserbjudande enligt MolCaps bedömning skulle riskera att ha "en negativ påverkan för NAXS aktieägare".

Med anledning av MolCaps besked uttalade Aktiemarknadsnämnden i AMN 2025:51 att MolCaps agerande utgjorde en flagrant överträdelse av god sed på aktiemarknaden för vilket bolagets företrädare förtjänade mycket allvarlig kritik. Nämnden erinrade också om det ansvar för att god sed på aktiemarknaden respekteras som åvilar inte bara budgivare, målbolag och stora ägare utan också dem som i olika egenskaper ger råd eller på annat sätt biträder dessa och andra aktörer på marknaden (se tidigare framför allt AMN 2020:13).

I uttalandet AMN 2025:65 (*Thunderful*) behandlade nämnden ett ärende där ett bolag befann sig i en mycket svår ekonomisk situation och avsåg att till en investerare genomföra en så stor riktad emission att denne skulle uppnå ett ägande om mer än 90 procent av samtliga aktier i bolaget. Nämnden konstaterade att ärendet hade stora likheter med AMN 2015:18 (*Geveko*) och fann även denna gång, mot bakgrund av de speciella omständigheterna, att det planerade förfarandet som utgångspunkt skulle vara förenligt med god sed på aktiemarknaden. En skillnad i förhållande till det tidigare ärendet var emellertid att det i det aktuella fallet inte handlade om en emission till en utomstående investerare utan om en emission till en aktieägare. I linje med den i takeover-reglerna upptagna regeln att, vid beslut om fusion på bolagsstämma i det överlåtande bolaget (jfr målbolaget), ska aktier som innehas av det övertagande bolaget inte beaktas, ansåg nämnden god sed på aktiemarknaden kräva att bolagsstämmans beslut om godkännande av nyemissionen skulle fattas utan beaktande av den berörda aktieägarens aktier.

Till de återkommande ämnesområdena i de nämndärenden som inte rör uppköpserbjudanden hör frågor om god sed vid ett bolags ansökan om avnotering av aktierna i en situation där noteringskraven enligt marknadsplatsens mening är uppfyllda. Nämndens långvariga praxis på det området är mycket restriktiv. Den 1 september 2025 utfärdade emellertid Aktiemarknadens självregleringskommitté (ASK), som ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, "Regler om avnotering av aktier på emittentens initiativ".

I ett bolag som uppfyller marknadsplatsens noteringskrav är det enligt de nya reglerna förenligt med god sed på aktiemarknaden att ansöka om avnotering av aktierna, om ett beslut att göra en sådan ansökan är förenligt med aktiebolagslagens krav på styrelsen att agera i samtliga aktieägares intresse och fattas av

bolagsstämman enligt en i reglerna särskilt uppställd beslutsordning avsedd att skydda minoritetsaktieägare.

I ett icke offentliggjort uttalande under hösten 2025 hade nämnden att ta ställning till om det skulle vara förenligt med god sed att styrelsen föreslog stämman att besluta om avnotering enligt de nya reglerna. Frågan kunde kanske i det förstone synas onödig men fallet rymde enligt nämnden inte endast en renodlad avnoteringsfråga utan hade också en koppling till vad som är god sed i fråga om offentliga uppköpserbudanden. Bolaget hade nämligen relativt nyligen varit föremål för ett offentligt uppköpserbudande genom vilket bolagets nuvarande huvudägare uppnått sin nuvarande ägarposition. Erbjudandet innehöll ett sedvanligt 90-procentsvillkor, men detta frånfölls och erbjudandet fullföljdes på en något lägre nivå.

Enligt nämnden skulle ett förslag från bolagets styrelses sida att initiera en process för att avnotera aktierna, mot denna bakgrund och med beaktande att det i bolaget fortfarande fanns flera tusen aktieägare, inte vara förenligt med god sed och riskera att skada förtroendet för den gällande ordningen för offentliga uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden.

Nämndens uttalande föranledde i november 2025 ett tillägg i avnoteringsreglerna, i vilket påpekas att den beslutsordning som föreskrivs i reglerna inte innebär att andra regler eller god sed som begränsar bolagets möjligheter att avnotera sina aktier kan åsidosättas.

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 70 uttalanden som nämnden gjorde under 2025 är för närvarande 56 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 2025 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 behandlas 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