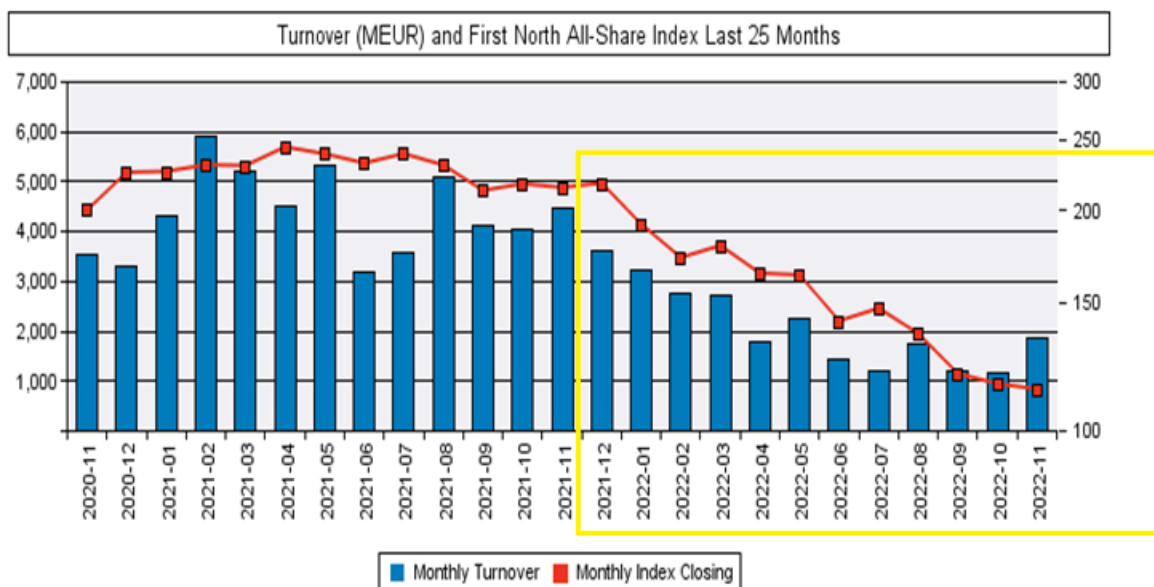


En aktiemarknad i förändring

En nyårskrönika med statistisk tillbakablick och regelrätt framåtblick.

Vilket år 2022 blev ändå. Vi har sett Ryssland anfalla Ukraina, räntorna gå upp kraftigt, matpriser rusa och elpriser skena. Som gräde på moset har våra privata tillgångar minskat i värde då börsen backat och bostadspriserna gått ner. Har vi ändå haft pengar över har det inte alltid varit möjligt att köpa det vi vill då året även bjudit på komponentbrist. Inte heller har tillvaron varit helt lätt för de noterade bolagen. Många First North-bolag har sett sitt börsvärde rasa, handeln i aktien minskat och finansieringsmöjligheterna kraftigt försämrats. Det har sannerligen varit ett utmanade år för de flesta. Vi ska i denna nyårskrönika zooma ut och se hur noteringsklimatet ser ut globalt och så ska vi se vad EU och Nasdaq skissar på för förändringar av spelreglerna på börsen.

Men vi börjar med att kika på lite handelsstatistik. Nasdaqs senaste [handelsstatistik](#) var som väntat ingen munter läsning. Vid utgången av november var totalt 551 bolag noterade på First North i Sverige, Finland, Danmark och Island. Det motsvarar en ökning med 11 bolag jämfört med samma tidpunkt året innan. Trots ett ökat antal noterade bolag minskade den totala aktiehandeln på First North med hela 56 procent på ett år. Kursmässigt utvecklade det sig inget vidare heller. Nasdaqs [First North All-Share Index](#) (som speglar utvecklingen för alla bolag på First North) har under årets första 11 månader halverats i värde. Ett genomsnittligt bolag på First North har alltså i år fått sitt börsvärde halverat. Det är inte konstigt att investerare dragit öronen åt sig och det är inte konstigt att de noterade bolagen haft det svårt att attrahera riskkapital. Den röda "utförsbacken" i bilden nedan visar hur First North-index utvecklats medan de blå allt lägre staplarna visar den minskade aktiehandel i First North-bolagen.



Den negativa utvecklingen har fått Nasdaq att initiera ett projekt med åtgärder för att stimulera likviditeten i handeln. Enligt [en artikel](#) i Dagens Industri den 14 november uppger Nasdaqs vd Fredrik Ekström att börsen är mitt uppe i projektet och att förslag på åtgärder ska presenteras i början av

2023. Nasdaqs VD nämner att bland annat i artikeln att det kan bli tal om **fler auktionsförfaranden** samt **utökat användande av likviditetsgaranter**.

Ett [auktionsförfarande](#) fungerar som så att handelssystemet samlar ihop alla köp- och säljorder som finns på marknaden och sedan räknas den kurs fram till vilket flest aktier kan omsättas. Idag tillämpar Nasdaq auktionsförfaranden vid börsens öppning 08:45-09:00 och 17:25-17:30 vid börsens stängning. Nu kan det alltså komma att bli fler sådana auktioner under en handelsdag. Det kan till exempel bli tal om auktioner varje eller varannan timme under handelsdagen.

Bolag på First North som idag inte har minst 300 aktieägare som vardera äger aktier för minst 500 euro måste enligt Nasdaq anlita en likviditetsgarant. En likviditetsgarant är en bank eller fondkommissionär som på uppdrag av bolaget löpande ställer ut köp- och säljorder i handeln. Ska nu Nasdaq utöka användandet av likviditetsgaranter ser det alltså ut som att Nasdaqs kriterier för när likviditetsgaranter måste anlitas kan komma att ändras.

Vi återkommer med mer information när Nasdaqs fastställt vilka de likviditetsfrämjande åtgärderna blir.

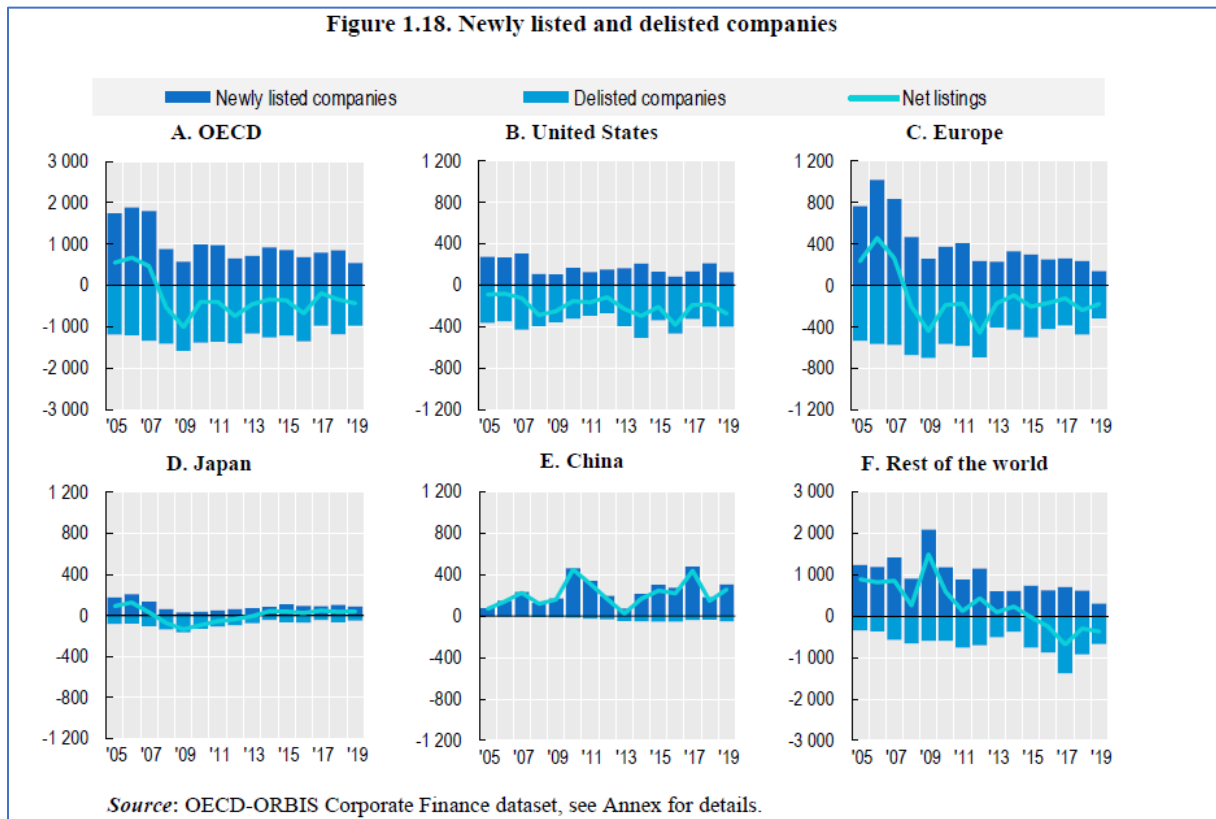
Intresset för den svenska aktiemarknaden har utvecklats fenomenalt över tid

Nu lägger vi i denna krönika enskilda år åt sidan och zoomar ut en aning. Den som följt den svenska aktiemarknaden över en längre tid har sett att antalet noterade bolag har växt år efter år. Går vi så långt tillbaka som till 1975 så fanns det 103 noterade bolag i Sverige. Få nya bolag noterades och det var få noterade bolag som genomförde någon nyemission. Det samlade börsvärdet som andel av BNP understeg vid tidpunkten 10 procent. Men sedan tog det rejält med fart. Fram tills idag har antalet noterade bolag tiofaldigat och vi har nu fler än 1 000 noterade bolag i Sverige. Bolagens samlade börsvärde som andel av BNP uppgick i början av 2022 till 280 procent. Det motsvarar alltså en relativ ökning mot BNP med runt 30 gånger jämfört med 1975. Trenden mot fler noterade bolag och allt fler kapitaliseringar har på det stora hela varit konstant över många decennier. Sammantaget är detta en helt enastående utveckling för ett litet land som Sverige. Det svenska börssystemet måste helt enkelt betraktas som en formidabel succé. Vinnarna på utvecklingen är såväl enskilda aktiesparare men även samhället i stort. I artikeln [Ägarbeskattning, kontrolläggande och marknadsnotering av svenska företag](#) i tidningen Ekonomisk Debatt från i mars 2022 presenterar författaren Magnus Henreksson siffrorna ovan. Magnus Henreksson, som är professor och senior forskare vid Institutet för Näringslivsforskning (IFN), lyfter bland annat fram genomförd förändring av skattesystemet som en viktig framgångsfaktor. Avskaffande av arvs- och gåvoskatt menar Henreksson har varit av stor betydelse liksom den minskade beskattningen på individuellt aktieäggande. Det är lätt att som hemmablind svensk få uppfattningen att den expanderande börsaktiviteten även förekommit utanför Sveriges gränser, men så är dock inte riktigt fallet.

USA och Europa har tappat sin attraktivitet

Våren 2021 presenterade OECD rapporten [The Future Role of Corporate Governance and Capital Markets: Lessons from the COVID-19 Crisis](#). Förutom att ge oss en rad insikter om Covid-krisen ger rapporten också en målande beskrivning av hur det globala börslandskapet har förändrats över tid. Bland annat kan av rapporten utläsas att Europa, som under 1990-talet var världens centrum för börsnoteringar, har tappat mycket av sin dragningskraft. De många och stora noteringarna sker inte längre så som tidigare i Storbritannien, Tyskland, Frankrike och i Italien. Både USA och Kina har nu passerat Europa och den europeiska IPO-marknaden har minskat både i absoluta och i relativa

termer. Men även USA har haft en negativ utveckling avseende antalet noterade bolag. Under perioden 2005 till 2019 har det enligt rapporten avnoterats 30 000 bolag i världen, varav en stor andel var amerikanska och europeiska bolag. Det har såklart noterats nya bolag men utflödet har varit mycket större än inflödet. Faktum är att i såväl USA som i Europa har utflödet av noterade bolag varit större än inflödet varje enskilt år mellan 2008 och 2019. Så här illustreras förändringarna i rapporten:



På den asiatiska marknaden är trenden däremot den motsatta. Där ökar antalet noterade bolag och det är Kina som är dragloket. Idag finns det lite drygt 40 000 noterade bolag i världen varav över hälften är noterade i Asien. Globalt sett har det alltså skett en kraftig förskjutning av noteringar från Europa och USA mot Asien.

Noteringstorkan utgör ett problem

Att antalet noterade bolag minskar kraftigt får negativa konsekvenser, inte bara för utbudet av investeringsmöjligheter för den enskilde investeraren men även långsiktigt för befolkningen i stort. Skälet till detta är att en omfattande andel av det kapital som förvaltas av pensionsfonder, som du, jag och de flesta andra är delaktiga i, investeras i noterade bolag. Med färre bolag som noteras minskar utbudet som pensionsfonderna kan investera i, vilket får som konsekvens att pensionsfonderna inte har samma möjligheter att ta del av den ekonomiska tillväxten som sker i samhället. Konsekvensen av det säger sig självt – folks pensioner blir inte så höga som de skulle kunnat bli om fler bolag gått till börsen. Det minskande antalet noterade bolag är idag ett problem som identifierats hela vägen upp i EU-kommissionen, som på europeisk nivå tittat på anledningar till att börsen inte lockar lika många bolag längre. Det man kommit fram till är att den upplevda regelbördan för bolagen har ökat så pass mycket att börsen inte längre upplevs lika attraktiv jämfört med andra finansieringslösningar. Och det ligger naturligtvis ett mått av sanning i detta, då flera nya

omfattande regelverk, inte minst marknadsmissbruksförordningen (MAR) och MiFID II, trätt i kraft de senaste åren.

EU:s lösning – the Listing Act

Mot bakgrund av den negativa noteringsstatistiken har EU-kommissionen publicerat ett förslagspaket som kallas för [Listing Act](#). Paketet som publicerades den 7 december innehåller förslag på lättnader som syftar till att göra publika marknader mer attraktiva för bolag inom EU samt göra det lättare för små och medelstora bolag inom EU att genomföra kapitaliseringar. Här är några av de större föreslagna förändringarna:

- En föreslagen och mycket omfattande förändring är att **slopa kravet på så kallade händelsestyrda insiderförteckningar**, det vill säga de loggböcker som ni som noterade bolag öppnar varje gång insiderinformation uppstår. EU-kommissionen menar att det ska räcka med en permanent insiderförteckning, vilken ju bara omfattar de personer som alltid förväntas ha till insiderinformation i bolaget.
- Ett annat förslag är att höja tröskelvärdet för vilka aktieaffärer utförda av personer i ledande ställning i bolaget (så kallade PDMR-personer) måste rapportera. I Sverige måste idag samtliga affärer utförda av PDMR-personer över tröskelvärdet 5 000 euro under ett kalenderår inrapporteras till Finansinspektionen. EU-kommissionen föreslår nu **att höja tröskelvärdet för insynstransaktioner till 20 000 euro per kalenderår**.
- I den så kallade prospektförordningen föreslås beloppsgränsen ändras för när bolag som genomför en nyemission till allmänheten blir skyldigt att upprätta prospekt. Gränserna kan idag variera mellan olika EU-länder. I Sverige ligger gränobeloppet på 2,5 miljoner euro. EU-kommissionen föreslår nu **att beloppsgränsen för prospekt ska höjas till 12 miljoner euro**. Det skulle bli en väsentlig förändring som gör att en stor del av de emissioner som genomförs inte kommer behöva omfattas av prospekt.
- EU-kommissionen föreslår vidare **en sänkning av kravet på free float från 25 procent till 10 procent**. Free float är de aktier i ett bolag som anses innehas av allmänheten. En sänkning av kravet innebär alltså att färre aktier i bolaget måste finnas tillgängliga för handel. Det bör nämnas att kravet för free float på Nasdaq First North redan idag är 10 procent medan kravet på First North Premier och huvudlistan är 25 procent. Mycket talar dock för att det blir en sänkning av gränsen även på Premier och huvudlistan under våren 2023¹.
- Ett femte förslag rör **införande av rösträttsdifferentiering för olika aktieslag**. EU har under lång tid varit negativ till möjligheten att införa aktieslag med olika röststyrka men nu har alltså EU svängt i frågan och det föreslås att det (liksom i Sverige) ska vara tillåtet inom hela EU. Just denna enskilda åtgärd kan när den är implementerad enligt EU-kommissionen potentiellt öka antalet IPO:er med 20 procent.

¹ I mitten av december 2022 skickade Nasdaq ut information om [förslag till kommande regeländringar för bolag på huvudlistan](#). Ett av föreslagen gäller att bolag som har minst 10 miljoner euro i free float endast ska behöva ha 10 procent av aktiens värde i free float. Eftersom Nasdaq har som princip att kraven på First North aldrig ska vara högre än på huvudlistan så är det rimligt att anta att gränsen kommer att sänkas på motsvarande sätt även på First North Premier.

Reaktioner från marknadens aktörer

Reaktionerna från svenska myndigheter har hittills varit negativa. Enligt Dagens Industris artikel [EU:s nya börsregler sågas av svenska instanser](#) har förslagen mött negativ kritik från Finansinspektionen, Ekobrottsmyndigheten (EBM) och Konsumentverket.

När det gäller insynshandel menar Finansinspektionen att insynshandeln utgör ett viktigt underlag för potentiella investeringar och att en höjning av tröskeln till ett mer begränsat urval av transaktioner riskerar att skada investerarnas förtroende och vilja att investera.

När det gäller höjd prospektgränsen från 2,5 till 12 miljoner euro bedömer EBM att regelförändringen kommer innebära att de flesta emissionerna som svenska börsbolag genomför skulle undantas från prospektkrav. Detta menar EBM är klart negativt ur investerarskyddsperspektiv.

När det gäller slopandet av händelsestyrda insynsförteckningar så varnar både Finansinspektionen och EBM för en sådan förändring. EBM menar att händelsestyrda insiderförteckningar är av stort värde vid brottsutredningar gällande överträdelse av MAR medan permanenta förteckningar ofta inte har just något värde alls. Utredningar gällande misstänkta insiderbrott skulle alltså enligt EBM försvåras väsentligt om förslaget blir verklighet.

Konsumentverket är som ovan nämnt också oroliga och menar att förslagen innebär att näringsidkares intressen går före ett högt investerarskydd.

Nasdaq har dock en annan syn på de föreslagna regelförändringarna. I den talande DI-artikeln [Nasdaq gör tumme upp för nya börsregler](#) från den 20 december säger Adam Kostyál, som är europeisk noteringschef på Nasdaq, bland annat att Nasdaq är generellt positiva till de förslagen. Vidare säger han att Nasdaq tycker att det är rätt riktning att man sätter fokus på värdet av det publika finansieringsalternativet och gör det mer tillgängligt utan att man sänker kvaliteten.

Vad tycker då vi på SKMG? Vi ser inte det som vår roll att tycka till i denna sak så vi har inte mycket vi vill tillföra. Men på ett övergripande anser vi att alla parter vi redogjort för ovan har sina poänger. När MAR infördes blev livet som noterat bolag både dyrare och mer tidskrävande. SKMG:s syn är att det är sunt att EU-kommissionen nu ser över hur noteringsbördan kan reduceras för de noterade bolagen så att den hamnar på en rimlig nivå. Samtidigt är det så att Sverige (trots MAR) har en synnerligen väl fungerande aktiemarknad. Aktiemarknaden bygger på förtroende och det förtroendet måste förvaltas. Det ligger därför i allas intresse att de regelförändringar som genomförs inte skadar förtroendet för aktiemarknaden. Om så sker kommer det drabba både investerare och företag och det tar alltid lång tid att reparera skador som orsakas av skadat förtroende.

Remissrunda pågår

EU-kommissionens remissrunda pågår till den 13 februari 2023. Då det är förhållandevis lång tid kvar lär vi höra fler yttringar om saken från marknadens aktörer. Regeringen har exempelvis ännu så länge avböjt att ge sin syn med hänvisning till att den ännu inte gått genom underlaget.

En aktiemarknad i förändring

Sammanfattningsvis finns det alltså en vikande trend på noteringsmarknaden, inte minst när man tittar utanför Sveriges gränser. Detta är något som man från både EU-kommissionens och Nasdaqs

håll jobbar på att motverka – men med olika tillvägagångssätt där man från Nasdaqs håll fokuserar på förbättrad likviditet (handel), och från EU-kommissionens håll snarare mot en minskad regelbörda som dock för med sig en risk för ett urholkat investerarskydd. Oavsett om det ena, det andra eller framför allt om båda förslagspaketen går igenom så kommer det ha en stor påverkan på aktiemarknaden framgent, och skulle EU-kommissionens Listing Act-paket implementeras i Sverige så är det definitivt något som kommer ha stor påverkan för både noterade bolag, bolag som planerar en notering och även för andra aktörer på finansmarknaden. Med andra ord finns det goda skäl att hålla ett noggrant öga på det regulatoriska landskapet framgent – vilket är något som vi på SKMG mer än gärna ägnar oss åt.

Vi hoppas att ni trots en orolig omvärld och en stökig tid på aktiemarknaden har haft ett fint år. Vi ser fram emot fortsatt goda samarbeten 2023 då vi förhoppningsvis också får lite ljusare tider. Har ni några frågor är ni som alltid välkomna att höra av er till oss.

Gott nytt år önskar vi på SKMG!

Med vänliga hälsningar,



Ronny Farneback,

CA-ansvarig



Ulf Rogius Svensson,

Partner & Certified Adviser