

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2011:20

2011-06-22

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 20 juni 2011 en framställning på uppdrag av Budbolaget. Framställningen rör innebörden av Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden vid s.k. för- och sidoaffärer i samband med ett offentligt uppköpserbjudande på aktiemarknaden.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anförs i huvudsak följande.

Budbolaget överväger att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier och teckningsoptioner i ett bolag ("Målbolaget") vars aktier av serie B är upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm.

Såsom en del av planeringen inför ett eventuellt offentligt uppköpserbjudande ser Budbolaget över sina handlingsmöjligheter för att öka sannolikheten för ett framgångsrikt erbjudande genom att inhämta s.k. *irrevocable undertakings* från större aktieägare, förvärva aktier utanför erbjudandet samt ingå liknande arrangemang i samma syfte. Möjligheten att säkerställa accepter avseende eller förvärv av aktier i ett målbolag utanför det offentliga uppköpserbjudandet anses ofta vara en väsentlig faktor för att framgångsrikt kunna genomföra ett offentligt uppköpserbjudande och den bedömningen gör också Budbolaget.

Innan Budbolaget kontaktar aktieägare i Målbolaget hemställs att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om:

- (i) vissa avtalsbestämmelser som dessa aktieägare förväntas efterfråga i förhandlingarna om eventuella aktieförvärv; och

- (ii) en s k *cash-settled equity swap* som Budbolaget överväger att ingå med banker.

Fråga 1

Bakgrund

Antag att en budgivare gör en föraffär och lämnar ett offentligt uppköpserbjudande ("Bud 1"), att ett högre offentligt uppköpserbjudande ("Bud 2") därefter lämnas och att en återkallelserätt föreligger för aktieägarna i målbolaget. De aktieägare som inte har gjort en föraffär kan återkalla sina accepter av Bud 1 och i stället acceptera Bud 2. En aktieägare som i stället har gjort en föraffär skulle å andra sidan inte kunna acceptera Bud 2. Om en sådan aktieägare emellertid skulle kunna bli kompenserad om köparen/budgivaren i Bud 1 accepterar Bud 2 avseende de förvärvade aktierna skulle säljaren komma i samma finansiella position som de aktieägare som återkallade sin accept och i stället accepterade Bud 2.

Fråga

Skulle det vara förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden att ge en säljare i en för- eller sidoaffär rätt till en tilläggsköpeskilling för det fall budgivaren /motparten i en för- eller sidoaffär accepterar ett konkurrerande uppköpserbjudande som också fullföljs och under förutsättning att övriga aktieägare har rätt att återkalla gjorda accepter och acceptera det konkurrerande uppköpserbjudandet?

Fråga 2

Bakgrund

Budbolaget överväger också att ingå köpeavtal med aktieägare i Målbolaget enligt vilka avtal tillträde av aktierna i Målbolaget är villkorat av att Budbolaget erhåller nödvändiga tillstånd från konkurrensmyndigheter. Köpeavtalet kan komma att struktureras som en köpoption vars utnyttjande är villkorat av erhållande av konkurrenstillstånd. I samband därmed överväger Budbolaget även att, om så skulle krävas i förhandlingar, erbjuda säljaren en säljoption som kan kontantavräknas och enligt vilken säljaren, för det fall nödvändiga konkurrenstillstånd inte erhålls av Budbolaget, är berättigad till skillnaden mellan lösenkursen enligt säljoptionen, motsvarande avtalat förvärvspris enligt ovan, och målbolagets aktiekurs vid optionens utnyttjande.

Fråga

Är en sådan ovan beskriven säljoption förenlig med god sed på den svenska aktiemarknaden?

Fråga 3

Bakgrund

Budbolaget överväger också att ingå en s k *cash-settled equity swap* med banker. Detta är såvitt vi förstår ett sätt att bygga positioner i målbolag utan att överträda vissa konkurrensrättsliga regler som begränsar möjligheten till aktieförvärv i målbolaget över en viss nivå.

Cash-settled equity swap skulle ge Budbolaget samma finansiella exponering som om Budbolaget ägde de underliggande aktierna i Målbolaget. Bankerna förväntas säkra sina åtaganden enligt *cash-settled equity swap* genom att antingen förvärva aktier i Målbolaget på marknaden eller genom derivatinstrument. Enligt avtalet avseende *cash-settled equity swap* skulle Budbolaget kompensera bankerna genom att betala ränta till bankerna motsvarande LIBOR plus en marginal.

Vid förfallotidpunkten för *cash-settled equity swap* skulle Budbolaget eller bankerna betala motparten/motparterna enligt följande:

- Om kursen för målbolagsaktien har ökat skulle bankerna betala kursökningen per aktie till Budbolaget
- Om kursen för målbolagsaktien har minskat skulle Budbolaget betala kursminskningen per aktie till bankerna.

Betalningsströmmarna enligt *cash-settled equity swap* illustreras i Bilaga 1 (utesluten här).

Budbolaget avser offentliggöra ingåendet av swap-avtalet till aktiemarknaden.

Frågor

Skulle Budbolagets ingående av ovan beskriven *cash-settled equity swap* ses som en för- eller sidoaffär enligt punkterna II.13 och II.14 i Takeover-reglerna? Om så är fallet, skulle räntan till bankerna för *cash-settled equity swap* behandlas som courtage och sålunda inte beaktas vid en jämförelse med vederlaget i det offentliga uppköpserbjudandet (jmf kommentaren till

punkt II.14 i Takeover-reglerna)? Är ingående av avtal avseende *cash-settled equity swap* i övrigt förenligt med god sed på den svenska aktiemarknaden?

Skulle ovanstående svar förändras om a) bankerna samtidigt ingår *irrevocable undertakings* att acceptera Budbolagets uppköpserbjudande avseende aktier i Målbolaget som bankerna kan komma att förvärva för att säkra sina positioner ("Säkringsaktierna"), b) Budbolaget samtidigt erhåller en köption avseende Säkringsaktierna av bankerna där lösenkursen motsvarar det erbjudna priset i det offentliga uppköpserbjudandet, eller c) bankerna samtidigt erhåller en säljoption avseende Säkringsaktierna av Budbolaget där lösenpriset motsvarar det erbjudna priset i det offentliga uppköpserbjudandet.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande lämnas endast av den som gentemot den börs som driver den reglerade marknad där målbolagets aktier är upptagna till handel har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på NASDAQ OMX Stockholm måste följa börsens "Takeover-regler". Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka Takeover-reglerna (punkten I.2) och i övrigt uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden.

Fråga 1

En grundläggande princip i Takeover-reglerna är att aktieägare i målbolaget ska behandlas lika. Principen att målbolagets aktieägare ska ges en likvärdig behandling medför att villkoren i ett erbjudande i vissa fall måste anpassas till villkoren i andra aktieförvärv som budgivaren gjort. Ett erbjudande som offentliggörs efter ett aktieförvärv, ska sålunda enligt punkten II.13 vara minst lika förmånligt för dem till vilka erbjudandet riktas, som det tidigare förvärvet ("förfären"), om det förflutit kortare tid än sex månader mellan förfären och erbjudandet. Av samma skäl gäller enligt punkten II.14 att, om villkoren i en s.k. sido-

affär är förmånligare för överlåtaren än villkoren i erbjudandet, så ska en motsvarande ändring av villkoren i erbjudandet göras.

I det nu aktuella fallet överväger Budbolaget att ge en säljare i en för- eller sidosaffär rätt till en tilläggsköpeskillning för det fall budgivaren sedermera accepterar ett konkurrerande uppköpserbjudande som också fullföljs. I kommentaren till punkt II.13 i Takeover-reglerna konstateras att sådana överenskommelser strider mot likabehandlingsprincipen, om inte motsvarande erbjudande om tilläggsköpeskillning lämnas till samtliga aktieägare. Det nu övervägda tilläggsköpeskillningsarrangemanget skulle emellertid gälla endast under förutsättning att övriga aktieägare har rätt att, enligt punkten II.8, återkalla gjorda accepter och acceptera det konkurrerande uppköpserbjudandet. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening kan det under de förutsättningarna inte anses absolut nödvändigt att upprätthålla kravet på att ett motsvarande högre erbjudande lämnas till övriga aktieägare. Om budgivaren tydligt informerar aktieägarna om möjligheten att dra tillbaka sina accepter och i stället acceptera det konkurrerande erbjudandet samt det återstår tillräckligt lång tid för återkallelse respektive accept, kan detta vara ett godtagbart alternativ till att justera erbjudandet med hänsyn till tilläggsköpeskillningen. Nämnden är beredd att i ett konkret fall pröva en dispensansökan i frågan.

Fråga 2

Den problematik som tas upp i fråga 2 har behandlats av nämnden i AMN 2007:31. Nämnden fann den gången att arrangemang där en budgivare skulle ingå ett köptionsavtal med vissa aktieägare i målbolaget, i kombination med en säljoption som i korthet gav aktieägaren ett avtalsgrundat skydd mot ett pris på målbolagsaktien under budpriset, inte innebar att de aktieägare som ingått optionsavtalen kunde anses ha behandlats förmånligare än övriga aktieägare.

Nämnden konstaterade också att den uttryckliga regel i den brittiska Takeover-koden som i princip förbjuder arrangemang av detta slag inte har någon motsvarighet i det svenska regelverket och det skulle, menade nämnden, vara alltför långtgående att tolkningsvis hävda existensen av en sådan regel på den svenska aktiemarknaden.

De svenska takeover-reglerna har sedan uttalandet 2007:31 gjordes genomgått en omfattande revision. Nuvarande takeover-regler trädde i kraft den 1 oktober 2009. Inte heller i de nya

reglerna finns emellertid någon motsvarighet till den brittiska regleringen på denna punkt. Nämnden finner därför inte skäl att nu se annorlunda på saken än i det tidigare uttalandet. Ett arrangemang av det slag som beskrivs i fråga 2 strider således inte mot god sed på den svenska aktiemarknaden.

Fråga 3

Fråga 3 handlar om huruvida reglerna om för- och sidoaffärer ska anses tillämpliga om en budgivare med en bank ingår ett s.k. cash-settled equity swap avtal avseende aktier i målbolaget. Frågan får särskild aktualitet om avtalet uttryckligen kompletteras med exempelvis en s.k. irrevocable undertaking från bankens sida att acceptera Budbolagets uppköpserbudande avseende aktier i målbolaget som banken kan komma att förvärva för att säkra sina positioner (jfr följdfrågorna a- c i framställningen).

Ett cash-settled equity swapavtal i anledning av ett förestående eller pågående uppköpserbudande kan inte i sig betraktas som en för- eller sidoaffär och strider inte heller i övrigt mot god sed på aktiemarknaden under förutsättning att avtalet offentliggörs i samband med att erbjudandet offentliggörs eller, om avtalet ingås vid en senare tidpunkt, vid avtalets ingående. Nämnden begränsar sig då till sådana swapavtal som har till syfte att undvika överträdelse av konkurrensregler.

Kombineras avtalet med ett sådant arrangemang som avses i följdfrågorna a-c gör nämnden följande bedömning.

Reglerna om för- och sidoaffärer bärs upp av likabehandlingsprincipen. Om exempelvis villkoren i en sidoaffär är förmånligare för överlåtaren än villkoren i erbjudandet, ska en motsvarande ändring av villkoren i erbjudandet göras. En sidoaffär som görs på samma villkor som i erbjudandet aktualiserar definitionsmässigt inte någon ändring av villkoren i erbjudandet.

Huruvida reglerna om för- och sidoaffärer ska anses tillämpliga på cash-settled equity swap arrangemang i förening med exempelvis en irrevocable undertaking från bankens sida blir med denna utgångspunkt avhängigt de villkor på vilka banken förvärvar de aktier som sedermera överläts till budgivaren. Om dessa förvärv sker på villkor som inte är förmånligare än villkoren i erbjudandet kan likabehandlingsprincipen inte anses ha åsidosatts. Arrangemanget träffas då inte av reglerna om för- och sidoaffärer. Motsatsen gäller givetvis i det fallet att förvärvet sker på villkor som är förmånligare än villkoren i erbjudandet.

Nämnden utgår från att den avgift som budgivaren erlägger till banken i swap-avtalet är marknadsmässig.

[Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.]

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Marianne Lundius, Jan-Mikael Bexhed och Klas Tollstadius.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog