

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2019:02**

**2019-01-23**

*Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar.*

### **ÄRENDET**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 14 januari 2019 en framställning från Mannheimer Swartling Advokatbyrå på uppdrag av DDM Holding AG. Framställningen rör tolkning av Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar och god sed på aktiemarknaden ("takeover-regler").

### **FRAMSTÄLLNING**

I framställningen anfördes följande.

Den 17 december 2018 offentliggjorde Demeter Finance S.à r.l. ("Demeter") ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i DDM, Bilaga 1 (nedan Erbjudandet respektive Erbjudandepressmeddelandet) (*bilagan utesluten här*). DDM är ett schweiziskt bolag vars aktier är upptagna till handel endast på First North. Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar (nedan Takeover-regler) är tillämpliga på Erbjudandet. Demeter innehar strax under 50 procent av aktierna i DDM. Erik Fällström, styrelseledamot i DDM, är indirekt majoritetsägare i Demeter, vilket medför att avsnitt IV i Takeover-reglerna är tillämpligt på Erbjudandet.

Som framgår av Bilaga 1 är fullföljande av Erbjudandet villkorat av bl.a.: "/.../erhållande av

samtycke från (A) erforderlig majoritet av obligationsinnehavarna av obligationer utgivna av DDM Debt AB (publ) med ISIN: SE0009548332 (med för närvarande EUR 85 miljoner utestående obligationer med förfallodag den 30 januari 2020) ("Obligationerna") för följande medgivanden och ändringar av villkoren för Obligationerna: (i) medgivande till den ägarförändring som kommer att uppkomma med anledning av den transaktion som omfattas av Erbjudandet, (ii) förlänga slutlig förfallodag till den 30 januari 2022 eller senare, (iii) förändrad årlig ränta till 7,00-8,50 procent, och (iv) tillåtelse att erlægga vissa management fees, användning av vissa SPV-strukturer för investeringar och en s.k. Equity Cure-bestämmelse, i allt väsentligt enligt motsvarande bestämmelser i villkoren för obligationer utgivna av DDM Debt AB (publ) med ISIN SE0010636746 (med för närvarande EUR 50 miljoner utestående obligationer med förfallodag den 11 december 2020) ("Ändringarna"); eller (B) obligationsinnehavare som representerar minst 60 procent av Adjusted Nominal Amount (enligt definitionen i Obligationerna) oåterkalleligt accepterar att byta sina Obligationer till nya obligationer på villkor som i allt väsentligt motsvarar villkoren enligt Obligationerna, men inklusive de ovanstående Ändringarna/.../”

DDM:s dotterföretag DDM Debt AB (publ) har givit ut två obligationslån (nedan Obligationsslån 1 respektive Obligationsslån 2). Villkoren för Obligationsslån 2 är förmånligare för DDM än villkoren för Obligationsslån 1. Skillnaderna mellan villkoren i Obligationsslån 1 och Obligationsslån 2 är, såvitt nu är av intresse, väsentligen följande.

Villkor	Obligationsslån 1	Obligationsslån 2
Nominellt belopp	85.000.000 euro	50.000.000 euro
Ränta	9,50 procent	8,00 procent
Förfallodag	30 januari 2020	11 december 2020
Rätt till återbetalning vid kontrollägarskifte (+50%)	Ja, till 101 procent av nominellt belopp.	Ja, men inte om Demeter blir ägare till mer än 50 procent av aktierna.
Tillåtelse att erlægga "management fees" (cash leakage)	6.000.000 euro per år	Större utrymme att erlægga "management fees" från den obligationsemitterande underkoncernen till bolag i den större DDM Holding-koncernen genom angivande av ett "takbelopp" motsvarande koncernens "operating expenses" (enligt IFRS) per år.
"Equity Cure" (rätt att under	Nej	Ja, under 30 arbetsdagar.

viss period genomföra kapitaltillskott för uppfylla vissa finansiella nyckeltal om endera av dessa inte uppfyllts)		
Rätt att investera i "SPV-strukturer" som innehar lånestocker	Ja, under vissa förutsättningar.	Ja, under vissa förutsättningar; dock med större flexibilitet avseende typen av investeringsstrukturer genom vilka investeringar kan ske.

Obligationslånen är noterade och villkoren återges i sin helhet i prospekten för respektive obligationslån.

Genom aktuellt fullföljandevillkor har Demeter förbehållit sig rätten att återkalla Erbjudandet om antingen obligationsinnehavarna i Obligationslån 1 inte samtycker till förändringar av obligationsvillkoren så att de motsvarar villkoren för Obligationslån 2 eller DDM inte refinansierar Obligationslån 1 på motsvarande villkor som för Obligationslån 2.

DDM ifrågasätter fullföljandevillkorets förenlighet med Takeover-reglerna.

Möjligen med undantag för att Obligationslån 1 p.g.a. av en kontrollägarförändring inte ska utlösa en rätt till återbetalning i nära anslutning till ett fullföljande av Erbjudandet, kan det knappast anses vara av väsentlig betydelse för Demeters förvärv av DDM huruvida obligationslånet omförhandlas eller refinansieras på de av Demeter angivna villkoren. Enligt DDM kan det inte i Takeover-reglernas mening anses vara av väsentlig betydelse för Demeter huruvida exempelvis räntan på obligationslånet är 8,75 i stället för 8,50 procent eller DDM har en rätt till "Equity Cure" under en viss period eller, för den delen, att obligationsvillkoren medger större utrymme avseende typen av investeringsstrukturer genom vilka investeringar kan ske.

DDM uppfattar Demeters fullföljandevillkor som att det i realiteten är ett uttryck för Demeters inställning att DDM-koncernens verksamhetsrelaterade kostnader är för höga för att Demeter ska anse sig vilja erbjuda 40 kronor per aktie till aktieägarna. Detta har Demeter givetvis varit fullt medveten om innan Erbjudandet lämnades. Demeter har trots detta valt att lämna Erbjudandet och genom fullföljandevillkoret velat avbörda sig risken för att DDM:s

verksamhetsrelaterade kostnader inte kan reduceras så att Demeters förvärvskalkyl blir acceptabel för Demeter. Villkoret innebär att aktieägarna ska bära denna risk.

Om en budgivare tillåts villkora sitt offentliga uppköpserbjudande på nu aktuellt sätt, skulle det också innebära att budgivaren tillåts uppställa vad som i realiteten är ett slags finansieringsvillkor. Om en budgivare inte lyckas upphandla förvärvslånefinansiering på för budgivaren acceptabla villkor, skulle budgivaren kunna lämna erbjudandet villkorat av en refinansiering av målbolagets skuld på villkor som gör att de totala finansieringskostnaderna ändå blir acceptabla för budgivaren. Risken skulle som sagt målbolagsaktieägarna bära.

En av budgivaren framtvingad refinansiering kan därtill mycket väl vara till nackdel för målbolaget. Tidpunkten för refinansieringen kan vara ogynnsam, liksom det förhållandet att den sker inom ramen för, eller är framtvingad av, ett offentligt uppköpserbjudande, vilket kan negativt påverka såväl dynamiken som förhandlingspositionerna i diskussioner med lånefinansiärer.

Det bör nämnas att det inte förhåller sig annorlunda med DDM än snart sagt varje annat bolag; skuldfinansiering utgör en viktig del i verksamheten, men det är på intet sätt av betydelse för DDM:s fortlevnad att sådan finansiering reses på de av Demeter anvisade villkoren. Slutligen ifrågasätter DDM om det är möjligt för aktieägarna att förstå innebörden av och motivet för fullföljandevillkoret.

### *Hemställan*

DDM hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida aktuellt fullföljandevillkor helt eller delvis strider mot Takeover-reglerna.

DDM hemställer vidare att Aktiemarknadsnämnden uttalar huruvida vad som anges under rubriken "Avnotering och tvångsinlösen" i Erbjudandepressmeddelandet är förenligt med Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

## YTTRANDE FRÅN DEMETER FINANCE

Demeter Finance S.à r.l. har genom Setterwalls Advokatbyrå yttrat sig över framställningen och därvid anfört följande.

### *Tillåtlighet av fullföljandevillkor enligt Takeover-reglerna*

Av punkten II.4 i Takeover-reglerna framgår att en budgivare får uppställa villkor för erbjudandets fullföljande. Vidare framgår av punkten II.5 att en budgivare som uppställt ett sådant villkor har rätt att återkalla erbjudandet, om det står klart att villkoret inte har uppfyllts eller kan uppfyllas. Rätten att återkalla är emellertid, om villkoret avser något annat än att budgivaren uppnår en viss anslutning i erbjudandet, inte oinskränkt. Budgivaren måste noga överväga om det inträffade motiverar att erbjudandet återkallas och endast om den bristande uppfyllelsen är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget får erbjudandet återkallas. Vad som är av väsentlig betydelse får enligt kommentaren till bestämmelsen avgöras med hänsyn till villkorets art och omständigheterna i det enskilda fallet.

### *Obligationslån 1 är fundamentalt för DDMs verksamhet*

Som framgår av DDM Holdings koncernbalansräkning per den 30 september 2018 uppgår koncernens långfristiga lån till cirka EUR 135 miljoner. Vid samma tidpunkt uppgår koncernens egna kapital till cirka EUR 32,3 miljoner. Det nu aktuella Obligationslån 1 om EUR 85 miljoner svarar sålunda för cirka 63 procent av koncernens totala obligationsfinansiering.

### *Obligationslån 1 innehåller bestämmelse om kontrollägarskifte som blir tillämplig om Erbjudandet genomförs*

Som framgår av Erbjudandepressmeddelandet innehåller Obligationslån 1 en bestämmelse som ger obligationsinnehavarna en rätt att i förtid begära återbetalning av obligationslånet vid ett kontrollägarskifte. Denna bestämmelse kommer att triggas för det fall Erbjudandet genomförs, vilket innebär att DDM kan komma tvingas att i förtid behöva återbetala hela eller delar

av lånet (dessutom till ett inlösenbelopp som motsvarar 101 procent av nominellt belopp) inklusive upplupen ränta. Mot bakgrund av obligationslånets storlek i förhållande till koncernens övriga lån och dess egna kapital skulle en sådan uppkommen situation äventyra hela DDMs existens. Det är enligt Demeters uppfattning uppenbart att fullföljandevillkoret 3 (i), dvs. att medgivande till ägarförändringen som Erbjudandet innebär lämnas av en erforderlig majoritet av obligationsinnehavarna, är av väsentlig betydelse för Demeters förvärv av DDM Holding. Det är inte bara av väsentlig betydelse för Demeter utan även för DDM Holding och alla dess aktieägare.

### *Uppenbart behov att säkerställa refinansiering av Obligationslån 1*

Att inhämta medgivande från obligationsinnehavare är förenat med viss tidsutdräkt. Demeter bedömer att diskussionerna med obligationsinnehavarna kommer att vara slutförda före den 29 mars 2019, som är den sista dagen i acceptperioden för Erbjudandet. Om inte Erbjudandet förlängs beräknas likviddagen för Erbjudandet äga rum i början av april 2019. Det kommer då att vara mindre än 10 månader kvar till dess Obligationslån 1 i dess helhet förfaller till betalning den 30 januari 2020. Budgivare har även att ta in i beräkningen att Erbjudandet kan behöva förlängas en eller flera gånger för det fall tillräcklig anslutning inte har erhållits för Erbjudandet vid utgången av den initiala anmälningssperioden. Oavsett eventuell påverkan som Erbjudandet innebär, måste arbetet med refinansieringen av Obligationslån 1 påbörjas redan under början av 2019. Det kan i detta sammanhang nämnas att Obligationslån 2 upptogs i syfte att refinansiera ett befintligt obligationslån om 300 miljoner kronor, som upptogs redan 2013. Denna refinansiering slutfördes mer än ett halvår före obligationens slutdag och påbörjades alltså i god tid dessförinnan. Mot bakgrund av sommaruppehållet och att slutdagen för Obligationslån 1 ligger redan i januari 2020, bör refinansieringen av Obligationslån 1 säkerställas genom samtycken från existerande obligationsinnehavare senast före sommaruppehållet 2019. Det är också med denna framförhållning som det tidigare större obligationslånet i koncernen om 300 miljoner kronor har refinansierats. Att vänta med refinansieringen till hösten 2019 är förknippat med alltför stora risker och kan komma att negativt påverka DDMs möjligheter att vara aktiva på den marknad bolaget verkar på.

Bakgrunden till övriga delvillkor i fullföljandevillkor 3 i Erbjudandet är helt kopplad till nödvändigheten att refinansiera Obligationslån 1. Det är väsentligt för både budgivaren och DDM

Holding att refinansieringen kan säkerställas före sommaruppehållet. Det är högst sannolikt att obligationsinnehavarna kräver viss ersättning för det fall medgivande ska lämnas för kontrollägarskiftet. Att i det sammanhanget inte samtidigt förhandla frågan om den kommande refinansieringen av Obligationslån 1 skulle uppfattas som ologiskt. Det är en uppenbar fördel att kunna behandla alla frågor i ett sammanhang i samband med möten med obligationsinnehavare och andra investerare. Det är väsentligt för budgivaren och DDM Holding att villkoren i de två större utestående obligationslånen samordnas, så att bolaget kan dra nytta av de mer fördelaktiga villkoren som finns i Obligationslån 2. Bolaget får inte full nytta av de lättnader som finns i Obligationslån 2 förrän villkoren i Obligationslån 1 ändras på motsvarande sätt.

Demeter har i Erbjudandepressmeddelandet förbehållit sig rätten att återkalla Erbjudandet för det fall det står klart att något av fullföljandevillkoren inte uppfyllts eller kan uppfyllas. Såvitt avser villkoren 2–8 (däribland villkoren hänförliga till refinansieringen av Obligationslån 1) får emellertid ett sådant återkallande av Erbjudandet endast ske under förutsättning att den bristande uppfyllelsen av ett sådant villkor är av väsentlig betydelse för Demeters förvärv av DDM Holding, eller om det annars godkänns av Aktiemarknadsnämnden. Detta innebär att den egentliga väsentlighetsbedömningen normalt endast kan ske vid tidpunkten då ett eventuellt villkor åberopas för att återkalla ett erbjudande. De viktigaste delvillkoren när det gäller fullföljandevillkor 3 är självfallet att den aktuella lånefinansieringen kan säkerställas på minst tre år fram till den 30 januari 2022 samt att räntenivån sätts efter marknadsmässiga principer baserat på emittentens finansiella ställning och förutsättningarna på kapitalmarknaderna i övrigt. Till stöd för det i villkoret angivna ränteintervallet 7,00 – 8,50 procent kan hänvisas till räntesatsen för Obligationslån 2 om 8,00 procent och även en nyligen placerad kortare kreditfacilitet om EUR 12 miljoner via DDM Finance AB till räntesatsen 7,00 procent.

Vid en villkorsändring kommer hela det utestående lånebeloppet enligt Obligationslån 1 att omfattas av de nya villkoren och förlängningen av förfallodagen för obligationen. Som ett alternativ till sådan villkorsändring innehåller fullföljandevillkoret i Erbjudandet i punkten (B) även en möjlighet att uppfylla villkoret genom att refinansiera minst 60 procent av utestående obligationer genom utgivande av en ny obligation på villkor som i allt väsentligt motsvarar de villkor som skulle ha gällt om istället obligationsvillkoren ändrades. I detta alternativ är det alltså budgivaren som tar största risken att säkerställa finansiering för att kunna återbetala upp till 40 procent av obligationslånet för det fall samtliga obligationsinnehavare kräver återbetalning enligt bestämmelsen om kontrollägarskifte i obligationsvillkoren.

*Kommentarer på framställningen från styrelsen i DDM Holding såvitt avser refinansieringen av Obligationslån 1*

- (i) Styrelsen i DDM Holding uppfattar budgivarens fullföljandevillkor som att det ”i realiteten är ett uttryck för Demeters inställning att DDM-koncernens verksamhetsrelaterade kostnader är för höga för att Demeter ska anse sig vilja erbjuda 40 kronor per aktie till aktieägarna”. Styrelsen i DDM Holding anför vidare att Demeter ”genom fullföljandevillkoret velat avbörda sig risken för att DDM:s verksamhetsrelaterade kostnader inte kan reduceras så att Demeters förvärvskalkyl blir acceptabel för Demeter. Villkoret innebär att aktieägarna ska bära denna risk”.

Som framgått ovan är fullföljandevillkoret i denna del infört för att budgivaren ska kunna säkerställa att Obligationslån 1 om EUR 85 miljoner refinansieras med acceptabel framförhållning och på acceptabla villkor för både budgivaren och DDM Holding, och därigenom också för övriga aktieägare i DDM Holding. Genom att tydligt och klart ange vad Demeter uppfattar som rimligt förväntat utfall vid en refinansiering kommer det inte att råda någon osäkerhet huruvida villkoret är uppfyllt eller inte. Till detta kommer naturligtvis att det ska ske en slutlig väsentlighetsbedömning, men denna bedömning sker normalt vid anmälningsperiodens slut eller den tidigare tidpunkt då villkoret slutligt kan prövas.

Styrelsen i DDM Holding påstår att det uppställda villkoret har att göra med reducering av kostnader. Detta påstående är felaktigt. Det är i detta fall inte fråga om genomförande av något besparingsprogram eller motsvarande. Det handlar om att säkerställa att bolaget genomför en sedvanlig refinansiering av ett obligationslån som motsvarar cirka 63 procent av koncernens obligationsskuld. Det är förknippat med alltför stora risker att vänta med refinansiering av lånet till hösten 2019. Det är väsentligt för bolaget och alla aktieägare, däribland Demeter, att refinansieringen kommer på plats i rimligt god tid före slutdagen för obligationen. Genomförs inte en refinansiering med sedvanlig aktksamhet och på rimliga villkor äventyras hela bolaget. Det är därför som fullföljandevillkoret har intagits i Erbjudandet.



- (ii) Styrelsen i DDM Holding menar vidare att ”om en budgivare inte lyckas upphandla förvärvslånefinansiering på för budgivaren acceptabla villkor, skulle budgivaren kunna lämna erbjudandet villkorat av en refinansiering av målbolagets skuld på villkor som gör att de totala finansieringskostnaderna ändå blir acceptabla för budgivaren. Risker skulle som sagt målbolagsaktieägarna bära”.

Erbjudandet är inte föremål för några finansieringsvillkor. Demeter har på s.k. certain funds-basis redan säkrat en förvärvslånefacilitet på sedvanliga villkor för finansieringen av Erbjudandet. Styrelsens resonemang ovan är svårförståeligt. Obligationslån 1 och 2 innehåller, liksom även andra obligationer på marknaden, bestämmelser som gör det möjligt att förtidsbetala obligationerna. En sådan förtida betalning är dock förknippad med vissa ersättningar som enligt villkoren måste betalas till obligationsinnehavarna. Avgiften för en förtida återbetalning trappas normalt ned under lånets löptid. Det finns normalt inte några givna kostnadsbesparingar att göra. Styrelsen har vid var tid en skyldighet att aktivt arbeta med bolagets finansiering. Vid en refinansiering av Obligationslån 1 genom en villkorsändring kommer det sannolikt att framställas krav på eventuella ersättningar för att kompensera för den förkortade löptiden. Demeter vill återigen framhålla att det aktuella fullföljandevillkoret är uppställt för att säkerställa att refinansiering sker av Obligationslån 1 med rimlig framförhållning till nytta för alla aktieägare, däribland Demeter. Villkoret är inte uppställt för att på kort sikt nå några kostnadsbesparingar.

- (iii) Avslutningsvis ifrågasätter styrelsen i DDM Holding ”om det är möjligt för aktieägarna att förstå innebörden av och motivet för fullföljandevillkoret”.

Demeter kommer i erbjudandehandlingen att närmare utveckla motiven till det aktuella fullföljandevillkoret i enlighet med vad som anförts ovan, dvs. att budgivaren måste kunna säkerställa att bolaget genomför en sedvanlig refinansiering av Obligationslån 1 med sådan rimlig framförhållning att inte bolagets framtida finansiering och verksamhet äventyras.

### *Avnotering och tvångsinlösen*

Styrelsen i DDM Holding hemställer att Aktiemarknadsnämnden ”uttalar huruvida vad som anges under rubriken ”Avnotering och tvångsinlösen” i Erbjudandepressmeddelandet är förenligt med Takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden”.

Med anledning av styrelsens hemställan får Demeter förtydliga enligt följande, vilket även kommer att framgå enligt erbjudandehandlingen. Om Demeter blir ägare till mer än 90 procent av aktierna i DDM Holding och inleder ett förfarande med tvångsinlösen genom fusion med kontant vederlag enligt den schweiziska fusionslagen, avser budgivaren att verka för att aktierna i DDM Holding avnoteras från Nasdaq First North. Demeter avser även att verka för en sådan avnotering om Demeter Finance fullföljer Erbjudandet med en lägre acceptansnivå än 90 procent av aktierna i DDM Holding. Ett beslut att ansöka om avnotering fattas av styrelsen i DDM Holding inom ramen för styrelsens ansvar för bolagets angelägenheter. I samband med att styrelsen prövar frågan om ansökan om avnotering måste styrelsen agera i bolagets och därmed samtliga aktieägares intresse. Innan ansökan om avnotering inges kommer Demeter verka för att styrelsen nogsamt prövar att man i samband med en ansökan om avnotering agerar i enlighet med god sed på aktiemarknaden och att motiven för en sådan avnotering med styrka överväger de nackdelar det innebär för övriga aktieägare att aktien inte längre är noterad på Nasdaq First North. Om det finns förutsättningar för en fungerande handel i aktierna, kommer Demeter verka för att aktien i bolaget även fortsatt är noterad på Nasdaq First North eller i vart fall på annan marknadsplats med ett utvecklat regelverk till skydd för aktieägarna.

Demeter kan i detta sammanhang även tillägga att likviditeten i bolagets aktie är väldigt begränsad. Bolaget hade per den 30 november 2018 endast 430 direkt- eller förvaltningsregistrerade aktieägare. Det genomsnittliga antalet avslut per dag under en period om tre månader före offentliggörandet av Erbjudandet understeg tio avslut. Om Erbjudandet genomförs kommer likviditeten högst sannolikt att ytterligare försämrats och antalet aktieägare minska.

Vidare kommer DDM Debt AB fortsatt att ha sina obligationer noterade på reglerad marknad, vilket även är positivt för aktieägarna i DDM Holding i en onoterad miljö för aktien. Genom

noteringen av bolagets obligationer på en reglerad marknad kommer Börsen och Finansinspektionen utöva tillsyn och bolaget är skyldigt att följa reglerna i MAR liksom börsens regelverk om offentliggörande av information etc. Även detta är till nytta för aktieägarna även om inte aktierna i DDM Holding är föremål för notering, i vart fall såvitt avser regelbunden informationsgivning om bolagets verksamhet.

## SLUTKOMMENTAR FRÅN DDM HOLDING

DDM Holding har i en slutkommentar anfört följande.

Demeters fullföljandevillkor syftar inte till att skydda Demeter i händelse av att en omförhandling eller en refinansiering av Obligationslån 1 resulterar i väsentligt sämre villkor än de som gäller för DDM:s nuvarande skuldfinansiering. Fullföljandevillkoret kräver, enligt dess ordalydelse, att en sådan omförhandling eller refinansiering resulterar i väsentligt förmånligare villkor än de som gäller för DDM:s nuvarande skuldfinansiering.

Det är i och för sig vällovligt att Demeter anger villkoret klart och tydligt så att det inte kommer råda *”någon osäkerhet huruvida villkoret är uppfyllt eller inte”*. Villkoret ska dock i sådant fall inte ange *”vad Demeter uppfattar som ett rimligt förväntat utfall vid en refinansiering”*, utan på ett eller annat sätt ange vad som rimligen kan vara av väsentlig betydelse för Demeters förvärv av DDM.

Demeters krav på väsentligt förmånligare finansieringsvillkor ska också ses i ljuset av att – som Demeter självt konstaterat – det är högst sannolikt att obligationsinnehavarna kommer att kräva ersättning för det fall medgivande ska lämnas till kontrollägarskiftet.

Enligt Demeter syftar inte fullföljandevillkoret till att skydda Demeter mot att DDM inte lyckas väsentligt reducera sina finansieringskostnader. Om det inte är syftet med villkoret, uppfattar DDM villkoret närmast som ett förhandlingsutspel i förhållande till obligationsinnehavarna. Oavsett vilket, kan de anvisade finansieringsvillkoren inte anses vara av väsentlig betydelse för Demeters förvärv av DDM. Under sådana förhållanden kan inte heller rimligen aktieägarna förväntas förstå fullföljandevillkorets innebörd eller motiv. Denna brist kan knappast avhjälpas med ytterligare information i erbjudandehandlingen.

Slutligen antecknas att det är sedvanligt att noterade företags skuldfinansiering är föremål för s.k. change of control-villkor.

## ÖVERVÄGANDEN

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har utfärdat takeover-regler för vissa handelsplattformar (2018-04-01). Reglerna ger inom sitt tillämpningsområde uttryck för god sed på den svenska aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i reglerna ge besked om hur reglerna ska tolkas.

Takeover-reglerna ska enligt punkten I.1 första stycket i reglerna tillämpas då någon (budgivaren) offentligt erbjuder innehavare av aktier utgivna av ett bolag, vilka efter ansökan av bolaget handlas på någon av handelsplattformarna Nasdaq First North, Nordic MTF eller AktieTorget (numera Spotlight Stockmarket), att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier till budgivaren. Reglerna träffar i nu relevanta delar även utländska bolag.

Nämnden gör följande bedömning i anledning av framställningen.

### *Frågan om fullföljandevillkoret*

En grundläggande bestämmelse i takeover-reglerna är punkten II.1 enligt vilken ett offentligt uppköpserbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. Bestämmelsen innebär bl.a. att, i fråga om ett helt eller delvis kontant erbjudande, budgivaren ska ha förvissat sig om att ha finansiella resurser att genomföra erbjudandet. Syftet är att undvika att ett erbjudande dras tillbaka på grund av att budgivaren inte kan erlægga betalning för de aktier som lämnas in i budet. Bestämmelsen innebär inte att budgivaren dessutom måste ha försäkrat sig om tillgång till krediter för eventuell refinansiering av målbolagets skulder efter fullföljande av erbjudandet men ger enligt nämndens mening anledning till restriktivitet även ifråga om uppställandet av sådana villkor för erbjudandets fullföljande som tar sikte på målbolagets finansiella ställning, i vart fall såvitt avser villkor som rör mer begränsade förändringar i den finansiella ställningen.

Enligt punkten II.4 i takeover-reglerna får en budgivare uppställa villkor för erbjudandets fullföljande (fullföljandevillkor) under förutsättning att villkoret är utformat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej.

Av punkten II.5 framgår vidare att budgivaren med ett visst angivet undantag får återkalla ett erbjudande med hänvisning till ett uppställt fullföljandevillkor endast om den bristande uppfyllelsen av villkoret är av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv av målbolaget. I linje därmed slås i kommentaren till punkten II.4 fast att, om en bristande uppfyllelse av ett visst villkor praktiskt taget aldrig kan antas vara av väsentlig betydelse för budgivarens förvärv, får villkoret inte uppställas annat än om Aktiemarknadsnämnden med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet har meddelat dispens.

I det nu aktuella fallet har Demeter förbehållit sig rätten att återkalla Erbjudandet om obligationsinnehavarna i ett av målbolaget upptaget Obligationslån 1 inte (A (i)) medger den ägarförändring som kan uppkomma genom erbjudandet eller (A (ii) – (iv)) vare sig samtycker till förändringar av obligationsvillkoren så att de motsvarar villkoren för Obligationslån 2 eller (B) accepterar att Obligationslån 1 refinansieras, genom utbyte av obligationer till obligationer med motsvarande villkor som gäller för Obligationslån 2. Enligt nämndens mening kan dessa fullföljandevillkor i viss mån ifrågasättas redan i ljuset av de syften som ligger bakom punkten II.1. Avgörande för nämnden är emellertid att villkoren, med undantag för villkoret A (i) – att Obligationslån 1 om 85.000.000 euro inte ska behöva återbetalas i nära anslutning till ett fullföljande av Erbjudandet på grund av kontrollägarförändringen – inte heller kan antas vara av sådan väsentlig betydelse för Demeters förvärv som åsyftas i punkten II.5 och kommentaren till punkten II.4. Villkoren A (ii) – (iv) samt B skulle sålunda inte ha uppställts med mindre än att nämnden på särskilda skäl beviljat Demeter dispens att göra det. Demeter har inte erhållit någon sådan dispens och har därför handlat i strid med takeover-reglerna. God sed kräver att Demeter fränfaller fullföljandevillkoret i dessa delar och meddelar målbolagets aktieägare och marknaden detta.

#### *Frågan om avnotering*

En ansökan om avnotering sker ofta som ett resultat av ett genomfört offentligt uppköpserbju-

dande. Det förekommer att en budgivare redan i pressmeddelandet om erbjudandet och i erbjudandehandlingen erinrar om att en ansökan om avnotering kan komma att ske. I AMN 2004:29 diskuterade nämnden vilka krav som från synpunkten av god sed ställs på ett sådant agerande.

Nämnden konstaterade i uttalandet att det i erbjudandehandlingen (då benämnt "prospekt") i det aktuella erbjudandet uttalats att det, oavsett på vilken nivå erbjudandet skulle komma att fullföljas, var budgivarens ambition att därefter verka för en avnotering av målbolagsaktien. Prospektet innehöll emellertid inte någon motivering till detta.

Enligt nämnden kunde upplysningen om budgivarens ambitioner i fråga om avnotering genom sitt kortfattade innehåll lätt uppfattas som en påtryckning för att förmå aktieägarna att acceptera budet, oavsett vad syftet varit med upplysningen. Budgivaren borde enligt nämnden ha utvecklat motiven för ambitionen att verka för avnotering även för det fall att noteringskraven fortfarande skulle vara uppfyllda och konstaterade vidare att för att vara godtagbara skulle dessa motiv i så fall ha varit av sådan styrka att det kunde anses berättigat att utsätta de övriga aktieägarna för nackdelen av börsnoteringens upphörande. Målbolaget hänvisade i ett yttrande till nämnden till dels en uppgivet dålig likviditet i målbolagsaktien, dels bedömningen att det faktum att målbolaget är ett börsnoterat bolag kan utgöra en nackdel för möjligheterna att genomföra strukturaffärer. Enligt nämnden utgjorde sådana faktorer inte tillräckligt starka skäl för att en huvudägare ska verka för avnotering av aktierna i ett bolag som uppfyller gällande noteringskrav.

Nämnden uttalade:

"Ett börsnoterat bolags styrelse har en plikt att agera i samtliga aktieägares intresse. Aktieägarna i [målbolaget] har förvärvat aktier i bolaget med den förutsättningen att det finns en fungerande marknad för bolagets aktier till dess att börsens spridningskrav inte längre uppfylls. Ett börsnoterat bolags styrelse bör således inte verka för avnotering från börsen på begäran av en huvudägare i strid med övriga ägares berättigade intressen av fungerande handel. Samma ansvar bör enligt nämndens mening känneteckna även huvudägarens eget agerande. Det bör stå aktieägarna fritt att bedöma det offentliga erbjudandet utan att de skall behöva beakta risken för att aktien avnoteras även vid ett lågt deltagande i budet. Med hänsyn till den klara nackdelen för aktieägarna av en avnotering kan annars en sådan upplysning som den som lämnades i det aktuella prospektet få den effekten att aktieägare, som i och för sig inte är beredda att godta villkoren i erbjudandet, ändå känner sig mer eller mindre tvingade att acceptera det. Det anförda innebär att [budgivaren] inte kan undgå

kritik i nu aktuellt avseende.”

Nämndens synsätt i AMN 2004:29 återfinns, på mer kortfattat sätt, senare i bl.a. AMN 2013:44.

I det nu aktuella fallet anger Demeter i budpressmeddelandet av den 17 december 2018 under rubriken ”Avnotering och tvångsinlösen” följande beträffande budgivarens avnoteringsplaner.

”Efter slutförandet av förvärvet av DDM Holding avser Demeter Finance att verka för en avnotering av aktierna i DDM Holding från Nasdaq First North. Demeter Finance avser att verka för en sådan avnotering även om Demeter Finance fullföljer Erbjudandet med en lägre acceptansnivå än 90 procent av aktierna i DDM Holding.”

Enligt nämndens mening framstår denna kortfattade information närmast som ett påtryckningsmedel på målbolagets aktieägare. Den uppfyller inte de krav som följer av nämndens ovan nämnda praxis och är således inte förenlig med god sed på aktiemarknaden och Demeter kan därför inte undgå kritik. Vad Demeter anfört i sitt yttrande ändrar inte den bedömningen. Nämnden vill också erinra om att nämnden i flera uttalanden behandlat frågan om god sed på aktiemarknaden vid ansökan om avnotering av aktier för vilka marknadsplatsens noteringskrav alltjämt är uppfyllda, senast i AMN 2018:54. God sed kräver att Demeter även på denna punkt ändrar den genom pressmeddelandet lämnade informationen.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Ulf Aspenberg, Ramsay Brufer, Peter Bäärnhielm, Richard Josephson, Carl-Johan Pousette, Anne Rannaleet och Erik Sjöman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog