

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2020:45

2020-10-01

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 25 september 2020 en framställning från Advokatfirman Vinge som ombud för Altor Fund Manager AB, org.nr 556962-9149 (i egenskap av AIF-förvaltare av Altor Fund V (No 1) AB och Altor Fund V (No 2) AB) ("Altor") samt från Roschier Advokatbyrå AB som ombud för Stena Adactum AB, org.nr 556627-8155 ("Stena").

Framställningen rör tolkning av tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler (takeover-reglerna).

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anför följande.

Altor och Stena överväger att genom ett budbolag lämna ett uppköpserbjudande (konsortiebud) avseende Gunnebo AB ("målbolaget"), varvid det tänkta budpriset avses innebära en betydande premie i förhållande till målbolagsaktiens börskurs.

Stena är huvudägare i målbolaget och har, jämte en annan stor ägare i målbolaget, ställt ut

köptioner på aktier i målbolaget till vissa ledande befattningshavare i målbolaget mot marknadsmässigt vederlag. I målbolaget finns vidare ett teckningsoptionsprogram för medarbetare i målbolaget, enligt vilket teckningsoptioner förvärvats av medarbetare mot marknadsmässigt vederlag.

Altor och Stena avser att på gängse vis lämna teckningsoptionerna utanför uppköpserbjudandet, men avser att i enlighet med punkten II.12 andra stycket i takeover-reglerna ge teckningsoptionsinnehavarna en skälig behandling utanför erbjudandet. Avsikten är att erbjuda teckningsoptionsinnehavarna att överlåta sina optioner till budbolaget mot kontant vederlag, så att optionerna inte behöver göras föremål för tvångsinlösen. Avsikten är vidare att Stena ska erbjuda köptionsinnehavarna att efterge sina optionsrättigheter mot kontant vederlag, så att inte optionsrättigheterna behöver beaktas eller regleras på annat sätt i ett senare skede.

Avsikten är att det erbjudna vederlaget för teckningsoptionerna ska uppgå till ett belopp som motsvarar deras teoretiska värde (Black & Scholes) med utgångspunkt i budpriset per aktie i uppköpserbjudandet och utan beaktande av möjligheten att teckningsoptionerna i ett senare skede kan förlora sitt s.k. tidsvärde genom tidigareläggning av sista dag för teckning till följd av påkallelse av tvångsinlösen. Detta vederlag, 8 kronor per option, är högre än optionernas s.k. *see-through value* (ca 5 kronor per option) och även högre än det teoretiska värdet baserat på förhållandena omedelbart före uppköpserbjudandet (ca 3,90 kronor per option), och avses erbjudas för att även teckningsoptionsinnehavarna ska finna det attraktivt att överlåta dessa till budbolaget i enlighet med erbjudandet.

Det finns 900 000 utestående teckningsoptioner berättigande till vardera en aktie i målbolaget. Totalantalet aktier i målbolaget är 95 560 726. Det rör sig alltså om ett begränsat antal teckningsoptioner, utgivna till anställda i målbolaget, vilka vid utnyttjande för aktieteckning medför en mycket begränsad utspädning. Det vederlag som erbjuds för teckningsoptionerna påverkar inte prissättningen av aktierna i uppköpserbjudandet. Det finns därför enligt Altor och Stena ingen anledning att beakta det för aktierna erbjudna vederlaget på annat sätt än som en omständighet av betydelse för fastställande av vad som *minst* måste erbjudas för teckningsoptionerna (se kommentaren till punkten II.12 första stycket i takeover-reglerna).

För köptionerna avses, av motsvarande skäl som redovisas ovan, av respektive utställare

erbjudas ett vederlag beräknat enligt motsvarande grunder som vederlaget för teckningsoptionerna. Det har utställts 650 000 köpoptioner till befattningshavare i målbolaget, berättigande till vardera en aktie i målbolaget. Av dessa har 325 000 utställts av Stena som totalt innehar runt 25 miljoner aktier i målbolaget.

Hemställan

Altor och Stena hemställer att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked om huruvida det vederlag som avses erbjudas för teckningsoptionerna och köpoptionerna medför att budgivarna behöver anpassa budpriset för aktierna i målbolaget med anledning därav eller vederlaget annars inte är förenligt med punkten II.12 i takeover-reglerna.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbudande 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 ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2).

Nämnden gör följande bedömning.

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, se princip (a) i reglernas inledning. Principen har sin motsvarighet i EU:s takeover-direktiv. Den kommer till konkret uttryck bl.a. i punkten II.10 som föreskriver att alla innehavare av aktier med identiska villkor ska erbjudas ett identiskt vederlag per aktie, men principen genomsyrar hela regleringen. Den skulle i mer allmänna ordalag kunna uttryckas som att en budgivare ska behandla målbolagets aktieägare rättvist.

I punkten I.1 andra stycket slås fast att vad som i reglerna sägs om aktier i tillämpliga delar också gäller för konvertibler, teckningsoptioner, kapitalandelsbevis, vinstandelsbevis, emiss-

ionsrätter och andra aktierelaterade överlåtbara värdepapper som utgivits av det bolag vars aktier är föremål för ett uppköpserbjudande. Även i fråga om behandlingen av sådana värdepapper är således den grundläggande likabehandlingsprincipen av intresse.

Enligt punkten II.12 tredje stycket i takeover-reglerna ska ett erbjudande om förvärv av aktier som utgångspunkt omfatta även sådana av målbolaget utgivna, överlåtbara värdepapper som är relaterade till aktierna, om prissättningen av dessa värdepapper väsentligt påverkas av prisbildningen på aktierna. Erbjudandet måste alltså som utgångspunkt omfatta bl.a. av bolaget utgivna teckningsoptioner som berättigar till nyteckning av aktier i bolaget.

Beträffande vederlaget för sådana värdepapper föreskrivs i punkten II.12 första stycket att det ska vara skäligt, vilket enligt kommentaren till bestämmelsen innebär att det varken ska vara för högt eller för lågt. I kommentaren konstateras vidare att, om värdepapperen är utgivna i så begränsad omfattning att vederlaget inte kan antas påverka prissättningen av aktierna i budet finns det normalt inte anledning att beakta det för aktierna erbjudna vederlaget på annat sätt än som en omständighet av betydelse för fastställande av vad som minst måste erbjudas för värdepapperen. Uttalandet får enligt nämndens mening förstås så att budgivaren vid ett erbjudande om förvärv av exempelvis målbolagsanställdas teckningsoptioner normalt kan erbjuda ett vederlag som innebär att dessa får en förmånligare behandling än aktieägarna i målbolaget.

Regeln att ett erbjudande om förvärv av aktier också måste omfatta värdepapper som är relaterade till aktierna om prissättningen av värdepapperen ifråga väsentligt påverkas av prisbildningen på aktierna är emellertid inte undantagslös. I punkten II.12 andra stycket föreskrivs att budgivaren får lämna sådana värdepapper utanför erbjudandet, om de är utgivna inom ramen för ett incitamentsprogram i målbolaget och innehavarna på annat sätt ges en skälig behandling utanför erbjudandet. Undantaget ska ses mot bakgrund av de svårigheter en budgivare kan ha att inför ett bud skaffa sig detaljerad kunskap om incitamentsprogram i målbolaget. I avsaknad av andra uttalanden i kommentaren om vad som i ett sådant fall ska anses vara en skälig behandling får även för sådana fall vad som sägs i kommentaren till första stycket i tillämpliga delar antas gälla. Budgivaren kan således, även utanför erbjudandet, erbjuda målbolagsanställda ett vederlag för exempelvis teckningsoptioner som innebär att dessa får en förmånligare behandling än aktieägarna. Budgivaren ska ge offentlighet åt de huvudsakliga villkor som fastställs för kompensationen till innehavarna.

I det nu aktuella fallet har målbolaget givit ut teckningsoptioner till anställda i bolaget. Dessa optioner ska, på det sätt som nyss sagts, lämnas utanför erbjudandet och innehavarna ska i stället erbjudas ett kontant vederlag för optionerna. I framställningen presenteras också hur det vederlaget ska beräknas.

I framställningen hemställs att nämnden lämnar besked om huruvida det vederlag som avses erbjudas för teckningsoptionerna medför att budgivarna behöver anpassa budpriset för aktierna i målbolaget med anledning därav eller om vederlaget annars inte är förenligt med punkten II.12 i takeover-reglerna.

Nämnden konstaterar att det handlar om totalt 900 000 teckningsoptioner, som berättigar till vardera en aktie i målbolaget, medan det totala antalet aktier i målbolaget är drygt etthundra gånger så stort. Det rör sig alltså om ett i förhållande till antalet aktier mycket begränsat antal teckningsoptioner. När ett skäligt vederlag för dessa teckningsoptioner fastställs ska budgivaren, i linje med vad som sägs i kommentaren, beakta villkoren i budet till aktieägarna men är inte förhindrad att av andra skäl erbjuda optionsinnehavarna förmånligare villkor. Vilka faktorer som ska beaktas ankommer på budgivaren att bestämma. Budgivaren måste emellertid också tillse att vederlaget inte blir så mycket förmånligare att det i aktieägarnas perspektiv, trots det ringa antalet teckningsoptioner i förhållande till antalet aktier, skulle kunna anses som oförenligt med likabehandlingsprincipen och kräva att budpriset för aktierna anpassas till ersättningen för teckningsoptionerna. I det nu aktuella fallet avses vederlaget fastställas till 8 kronor per teckningsoption. Det kräver enligt nämndens mening, under de i framställningen angivna förutsättningarna, inte att budpriset för aktierna anpassas till ersättningen för teckningsoptionerna.

Vad därefter gäller köpoptionerna konstaterar nämnden att det i punkten II.12 sista stycket föreskrivs att, om ett erbjudande omfattar både aktier och köpoptioner avseende sådana aktier som omfattas av erbjudandet, får vederlaget för köpoptionerna och aktierna tillsammans inte vara större än vederlaget för motsvarande aktier som köpoptionerna inte avser. Bestämmelsen får förstås som ett utflöde av principen om budgivarens skyldighet att behandla målbolagets aktieägare lika och torde primärt ta sikte på situationer där köpoptionerna ställts ut av en aktieägare vars aktier omfattas av budet. Huruvida bestämmelsen också är avsedd att tillämpas på en situation där budgivaren också är aktieägare och har ställt ut köpoptionerna ifråga

på en del av sina aktier är mer osäkert. Den frågan bör enligt nämndens mening klargöras i regelverket och till dess så sker bör situationen inte anses omfattas av bestämmelsen. Det nu aktuella förfarandet, där det av Altor och Stena gemensamt ägda budbolaget avser att förvärva av Stena utställda köpoptioner, omfattas således inte av punkten II.12.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Sten Andersson, Peter Bäärnhielm, Ossian Ekdahl, Wilhelm Lüning och Nina Macpherson.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog