

Beslutet om Rezidorbudet – en direkt följd av reglerna

Aktiemarknadsnämnden handlade under 2016 två ärenden inför det nu pågående uppköpserbudandet avseende aktierna i börsbolaget Rezidor. Ärendena föranleddes av att den kinesiska HNA-koncernen avsåg att i en privat affär förvärva det amerikanska holdingbolaget Carlson Hotels, som i sin tur bl.a. ägde drygt 50 procent av aktierna i Rezidor. Affären skulle således ge upphov till ett s.k. indirekt kontrollägarskifte i Rezidor.

Företrädare för bl.a. ett par institutionella aktieägare har ifrågasatt nämndens beslut i dessa ärenden. Det står dem givetvis helt fritt att göra. Lite bekymmersamt är det dock att några av dem som uttalat sig inte verkar ha satt sig in i regelverket och nämndens roll i sammanhanget. Låt oss därför – utan att gå in i detalj på nämndens överväganden i de enskilda ärendena – ge några fakta som förhoppningsvis gör bilden lite mer komplett.

Aktiemarknadsnämnden har enligt en av kritikerna ”öppnat dörren och släppt in räven i hönsgården (läs: Rezidor)”. Uttalandet är svårbegripligt. Vem som helst kan köpa aktier i ett svenskt aktiebolag. Det grundläggande skyddet för ägare som finner att det i bolaget kommit in en ny stor ägare finns i aktiebolagslagen. Så är fallet i Sverige och så är fallet i alla andra länder. Tolkning och tillämpning av dessa regler ankommer på domstolarna. Aktiemarknadsnämnden har inte någon roll i det sammanhanget.

I Sverige och andra länder inom EU kompletteras aktiebolagslagens minoritetsskyddsregler av lagregler om budplikt. Reglerna ålägger den som förvärvar minst tre tiondelar av röstetalet i ett börsbolag och därigenom blir ny s.k. kontrollägare i bolaget att lägga ett bud på resten av aktierna. Av börsernas takeover-regler följer vidare att budpliktsbudet ska ske till ett pris som inte är lägre än det högsta pris aktieägaren i fråga betalat för någon aktie i målbolaget under det närmast föregående halvåret.

Budplikt kan uppkomma även vid indirekta kontrollägarskiften, varmed i detta sammanhang menas att någon förvärvar mer än hälften av aktierna i ett ”holdingbolag” som i sin tur innehar aktier med minst tre tiondelar av röstetalet i ett börsbolag. Det är inte en självklarhet att så ska vara fallet och i vissa länder, t.ex. Storbritannien, gäller detta bara om börsaktierna i fråga utgör mer än hälften av tillgångarna i holdingbolaget.

Vid indirekta kontrollägarskiften finns det i allmänhet inte någon föraffär med ett enkelt avläsbart pris att lägga till grund för vad som ska vara lägsta tillåtna pris i budpliktsbudet. Frågan om hur priset ska bestämmas har därför vållat regelmakaren problem på många håll. I vissa länder saknas helt särskilda regler om saken. I andra länder är utgångspunkten att extern expertis ska fastställa ett ”see through price” men någon praxis att tala om synes inte föreligga. I Sverige, liksom i åter andra länder, exempelvis Tyskland, är utgångspunkten sedan länge att övriga aktieägare ska erbjudas att sälja sina aktier till budgivaren till ett pris som motsvarar börskursen innan kontrollägarskiftet ägde rum. Undantag från den regeln kan göras endast under speciella omständigheter såsom vid försök till kringgåenden.

Aktiemarknadsnämndens beslut om prissättningen i budet på Rezidor handlade således inte om någon diskretionär prövning utan om att tillämpa en tydlig regel. Något utrymme för nämnden att frånga den regeln och bestämma priset på ett annat sätt fanns inte. Självfallet gäller i detta liksom i alla andra ärenden att nämnden utgår från att de uppgifter som sökanden och ombud lämnar till nämnden är korrekta.

Kritikerna har också uppmärksammat nämndens beslut såvitt avser fristen för HNA att erlagga betalning för de aktier som lämnas in i budet. Det är en fråga som inte har något direkt samband med just indirekta kontrollägarskiften utan kan uppkomma i varje bud. Utgångspunkten är klar. Ett uppköpserbud ska vara fullt finansierat redan när det lämnas och utbetalning av vederlaget ska ske så snart som möjligt. De mycket speciella omständigheter som enligt nämnden motiverade att, med bibehållet krav på full finansiering, medge en längre utbetalningstid än vanligt i Rezidor-fallet framgår tydligt av beslutet. Detta kräver inte några ytterligare kommentarer.

Kritiken mot nämndens beslut i Rezidor-fallet synes utgå från att nämnden inte skulle ha förstått omständigheterna och konsekvenserna av besluten. Det kan då vara på sin plats att konstatera att besluten fattades av en nämnd med åtta ledamöter under ordförandeskap av, i det första ärendet, f.d. justitierådet Johan Munck och, i det andra ärendet, nämndens vice ordförande, justitierådet Ann-Christine Lindeblad, båda med omfattande erfarenhet av reglering och rättstillämpning på finansmarknadsområdet. Två av ledamöterna har sin bakgrund i det institutionella aktieägandet, den ena som tidigare VD för AP4 och den andre som ägaransvarig på Alecta. Deras erfarenhet och kompetens på området kan knappast ifrågasättas. Detsamma gäller de fem resterande ledamöterna, som alla tillhör landets mest erfarna rådgivare i uppköpssammanhang.

Det ligger i sakens natur att man på ett så dynamiskt område som takeover-regleringen kan ha skilda uppfattningar om nämndens beslut i enskilda ärenden. Det är emellertid viktigt att i sådana fall skaffa sig en ordentlig förståelse för hur regelverket ser ut och vad nämndens roll är i sammanhanget. Den kritik som framförts rörande prissättningen i Rezidor-budet träffar i första hand en enskild punkt i börsernas takeover-regler. Kritiken kommer därför att diskuteras inom ramen för den översyn av reglerna som initierades tidigare i år och som ska fånga upp erfarenheter från reglernas praktiska tillämpning. De som framfört kritiken har också getts tillfälle att genom institutionsföreträdarna i översynsgruppen utveckla sina synpunkter. Det är bra, för det är där frågan om vad som bör vara budpliktens närmare innebörd vid indirekta kontrollägarskiften hör hemma.

Marianne Lundius
Ordförande

Rolf Skog
Direktör