

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2005:17**

2005-06-02

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 27 maj 2005 en framställning från Linklaters Advokatbyrå på uppdrag av ett utländskt bolag.

### **BAKGRUND**

Beträffande bakgrunden till framställningen lämnas följande redogörelse, som i allt väsentligt är hämtad ur framställningen till nämnden.

Ett utländskt bolag ("Budgivaren") överväger att lämna ett offentligt erbjudande ("Erbjudandet") avseende samtliga aktier och andra finansiella instrument i ett svenskt bolag noterat på Stockholmsbörsen ("Målbolaget"). I ett övergripande perspektiv avser Budgivaren att strukturera Erbjudandet enligt följande.

Målbolagets aktieägare kommer att erbjudas tre alternativa vederlagsformer:

- (a) Ett grunderbjudande bestående av värdemässigt likvärdiga delar kontanter och aktier i Budgivaren;
- (b) ett rent kontanterbjudande som är värdemässigt något lägre än grunderbjudandet; och
- (c) en valmöjlighet som skulle tillåta Målbolagets aktieägare att välja en större andel aktier i den utsträckning som andra aktieägare väljer större andel kontanter och vice versa.

Vederlagsaktierna kommer att sekundärnoteras på Stockholmsbörsen (sannolikt i form av depåbevis).

Erbjudandet kommer att villkoras av erforderliga myndighetsgodkännanden i ett flertal länder. Tidsramen för att erhålla myndighetsgodkännanden beräknas till cirka tre månader från offentliggörandet av Erbjudandet. Detta innebär att en relativt utdragen tidsplan inte kan undvikas.

Erbjudandet kommer vidare att villkoras av godkännande av Budgivarens aktieägare avseende bland annat emission av nya aktier, vilka dels kommer att utgöra vederlag till Målbolagets aktieägare, dels kommer att emitteras i syfte att finansiera kontantalternativet. Bolagsstämman i Budgivaren är avsedd att hållas några veckor efter det att Erbjudandet offentliggjorts, eventuellt efter utgången av den initiala acceptperioden (se nedan), så snart kallelse till och cirkulering av relevanta dokument inför bolagsstämman har genomförts.

Övriga kontantkomponenter av Erbjudandet kan komma att finansieras genom lån, varför Erbjudandet kan komma att villkoras av att utbetalning av lånen erhålls i enlighet med de relevanta låneavtalen.

Erbjudandet planeras därutöver vara föremål för sedvanliga villkor, såsom +90 procent acceptnivå (vilket möjligen kan frånfallas).

I syfte att uppmuntra Målbolagets aktieägare att bli aktieägare i Budgivaren, kommer grundalternativet (a) och valmöjlighetsalternativet (c) att ha ett per dagen för offentliggörande högre värde än kontantalternativet (b). Under den initiala tre till fyra veckor långa acceptperioden, som startar strax efter offentliggörandet, kommer samtliga former av vederlag att erbjudas ("Acceptperiod A"). Därefter, initialt under en period på tre till fyra veckor, kommer endast de två blandade vederlagsalternativen (a och c) att erbjudas ("Acceptperiod B"). Respektive period kan, om Budgivaren så väljer, förlängas i avvaktan på erhållande av myndighetsgodkännanden. Vidare kan Erbjudandet även komma att löpa efter att det villkoren för Erbjudandet uppfyllts eller frånfallits, i syfte att tillhandahålla ett alternativ till tvångsinlösenförfarandet för de kvarvarande aktieägarna i Målbolaget. Dessa separata acceptperioder bör i sig vara förenliga med Näringslivets Börskommittés Regler rörande offentliga erbjudande om aktieförvärv ("Takeover-reglerna"), dels eftersom de inträffar under anmälningssperioden för myn-

dighetsgodkännande, dels eftersom syftet är att Målbolagets aktieägare skall ges möjlighet att välja mellan vederlagsalternativen. Aktieägare som önskar erhålla kontanter uppmuntras att acceptera Erbjudandet på ett tidigt stadium i processen, medan ett incitament skapas för aktieägarna att acceptera det högre grunderbjudandet eller valmöjlighetsalternativet. Huvudskälet till dessa separata acceptperioder är dock att möjliggöra för Budgivaren att så långt möjligt kunna bedöma kontantvederlagets storlek, vilket kommer att finansieras genom eget kapital (en företrädesemission varefter icke tecknade aktier kommer att placeras genom så kallad *book-building* till utomstående investerare), samt att bedöma antalet vederlagsaktier som kommer behöva emitteras i tid före bolagsstämman.

I syfte att förbättra förutsebarheten av utfallet av Erbjudandet samt att uppskatta kontantvederlaget, som kommer att finansieras genom eget kapital, samt antalet vederlagsaktier, som kommer att emitteras enligt grunderbjudandet, vore det önskvärt att inte ge de aktieägare i Målbolaget som har accepterat kontantalternativet under Acceptperiod A, en rätt att återkalla accepten ända till slutet av Acceptperiod B (eller den tidpunkt då samtliga villkor för Erbjudandet har uppfyllts eller frånfallits). Budgivaren skulle vilja ha möjlighet att låta rätten till tillbakadragande av accepten upphöra, såvitt avser kontantalternativet, vid slutet av Acceptperiod A, medan fullföljande av Erbjudandet fortfarande skulle vara föremål för myndighetsgodkännande och andra utestående ej uppfyllda eller frånfallna villkor, såsom samtycke från Budgivarens aktieägare samt +90 procents acceptnivå i Erbjudandet.

I syfte att bland annat möjliggöra en tillfredsställande skattemässig behandling av Målbolagets aktieägare skulle grundalternativet, kontantalternativet och valmöjlighetsalternativet kunna utgöra separata erbjudanden. Alternativerna skulle presenteras i samma pressmeddelande, prospekt och annan kommunikation, även om de struktureras som separata erbjudanden. I sistnämnda fall är det av vikt att grunderbjudandet och valmöjlighetsalternativet, båda med ett högre värde än kontantalternativet, inte utlöser en skyldighet att höja kontanterbjudandet i enlighet med punkterna II.11 eller II.12 av Takeover-reglerna. En annorlunda tolkning av Takeover-reglerna förefaller inte vara påkallad med beaktande av syftet med Takeover-reglerna och skulle därutöver inte ligga i Målbolagets aktieägares intresse, eftersom en skyldighet att höja kontanterbjudandet skulle omöjliggöra för Budgivaren att erbjuda det avsedda kontantalternativet.

Redovisning av vederlag i grundalternativet, kontantalternativet samt valmöjlighetsalternativet kommer att ske vid samma tidpunkt, det vill säga inom cirka två veckor från dagen då villkoren för Erbjudandet uppfyllts eller frånfallits (i enlighet med rådande marknadspraxis i England), vilket uppskattningsvis kan inträffa tre månader efter offentliggörandet av Erbjudandet. Vid denna tidpunkt förväntas alla eller en större majoritet av myndighetsgodkännandena vara erhållna. Skälet till denna tidsutdräkt om två veckor från utgången av Acceptperiod B till redovisningen av vederlag är att kontantdelen av Erbjudandet kommer att finansieras genom en företrädesemission samt efterföljande placering av icke tecknade aktier genom så kallad *book-building*. Även om en tvåveckorsperiod mellan utgången av Acceptperiod B och redovisning av vederlag är längre än normalt, anser vi inte att tidsutdräkten är oskälig mot bakgrund av att den motiveras av den valda finansieringsformen, vilken är kostnadseffektiv i jämförelse med andra typer av finansiering, och därmed möjliggör högre ersättning till Målbolaget aktieägare. Det bör noteras att tidsplaner liknande den beskrivna är förekommande i Storbritannien.

Budgivaren överväger huruvida finansieringen av kontantvederlaget genom eget kapital måste vara garanterad. Förutsatt att det skulle vara förenligt med principen enligt Takeover-reglerna om säkerställd finansiering skulle Budgivaren vilja ha flexibilitet att undvika ett garantarrangemang, i vilket fall Erbjudandet skulle vara villkorat av tillräckligt teckning i företrädesemissionen och den efterföljande placeringen genom *book-building*.

## ÖVERVÄGANDEN

Framställningen aktualiserar flera frågor rörande den närmare innebörden av Näringslivets Börskommittés regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv och vad som i övrigt är god sed på aktiemarknaden i samband med sådana erbjudanden. En första fråga är om det är förenligt med NBK:s regler och kravet på god sed att lämna ett offentligt erbjudande i vilket finansieringen är *beroende av en planerad nyemission*, inte bara för att kunna erbjuda aktier som vederlag utan också för att genom emissionslikviden få in pengar till kontant vederlag,

och att villkora fullföljandet av erbjudandet av att en sådan emission lyckas?

Enligt punkten II.1 i NBK-reglerna får ett offentligt erbjudande lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. I kommentaren till regeln anmärks att detta, i fråga om ett helt eller delvis kontant erbjudande, bl.a. innebär att budgivaren skall ha förvissat sig om att han har finansiella resurser att genomföra erbjudandet. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening hindrar detta inte att en budgivare för budets genomförande är beroende av att bolagsstämman fattar ett emissionsbeslut. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden måste emellertid krävas att bolaget införskaffar en på sedvanligt sätt utformad garanti för att en sådan emission blir framgångsrik; något som närmast kan jämföras med en s.k. cash confirmation i Storbritannien.

En annan fråga som aktualiseras genom framställningen är huruvida en budgivare får erbjuda *vederlag av olika värde* och låta det ena vederlagsalternativet bortfalla efter viss tid. Enligt nämndens mening finns inte några direkta hinder mot ett sådant upplägg, men nämnden noterar att upplägget är komplicerat (särskilt vederlagsalternativ c) och kan vara svårt att förstå för målbolagets aktieägare. Till komplexiteten bidrar också planerna på att presentera det hela inte som ett utan som tre erbjudanden. Det ställs därför stora krav på presentationen av erbjudandet för att upplägget inte skall komma i konflikt med kravet på tydlighet (jfr de grundläggande principerna i NBK:s regler).

En tredje fråga är om erbjudandet får utformas så att de aktieägare i målbolaget som accepterat kontantalternativet inte kan *dra tillbaka sina accepter* trots att budgivaren har möjlighet att frånfalla uppställda fullföljandevillkor. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening är detta inte

förenligt med punkten II.7 i NBK-reglerna. Konstruktionen kan innebära uppenbara nackdelar för aktieägarna i målbolaget, vilka exempelvis skulle bli förhindrade att byta från ett vederlagsalternativ till ett annat och acceptera ett förmånligare, konkurrerande erbjudande. Nämnden ser ingen anledning att medge undantag från NBK-reglerna på denna punkt.

Ytterligare en fråga är om punkterna II.11 och 12 rörande *sidoaffärer och efteraffärer* skulle kunna bli tillämpliga, så att budgivaren tvingades höja kontanterbudandet respektive kompensera de aktieägare som accepterat detta erbjudande. Aktiemarknadsnämnden finner inte att de motiv som bär upp nämnda regler gör sig gällande i fall där de förvärv som skulle kunna karakteriseras som sidoaffärer respektive efteraffärer är resultatet av olika vederlagsalternativ i vad som i praktiken är samma erbjudande.

Slutligen aktualiseras i framställningen frågan om en tidsutdräkt på *två veckor* såvitt avser redovisning av vederlaget är förenlig med NBK-reglerna och god sed på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden noterar att en sådan tidsutdräkt i normala fall inte förekommer men utesluter inte att den i särskilda fall kan vara motiverad.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Lars Bredin (vice ordförande), Anders Acebo, Sören Lindström och Anders Lannebo.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog