

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2008:45

2008-11-18

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 14 november 2008 en framställning från Advokatfirman Södermark på uppdrag av Q-Med AB. Framställningen gäller huruvida ett avtal inom ett budgivarkonsortium bör offentliggöras i sin helhet.

FRAMSTÄLLNINGEN

I framställningen till nämnden anfördes följande.

Aktierna i Q-Med är noterade på NASDAQ OMX Stockholm, Nordiska Listan, Mid Cap.

Genom ett pressmeddelande måndagen den 3 november 2008 lämnade Ivytan AB, indirekt ägt av EQT V och Lyftet Holding B.V., ett av Bengt Ågerup kontrollerat bolag, ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Q-Med. Styrelseordförande för Q-Med informerades om budet lördagen den 1 november 2008.

En erbjudandehandling avseende erbjudandet offentliggjordes den 13 november 2008. Enligt erbjudandehandlingen kontrollerar Ågerup 47,5% av aktiekapital och röster i Q-Med. Av erbjudandehandlingen framgår vidare följande:

”Ågerup har förbundit sig att tillse att de aktier han kontrollerar tillskjuts Ivytan om Erbjudandet fullföljs. De tillskjutna aktierna värderas till Priset i Erbjudandet. Vidare har Ågerup åtagit sig att inte samverka med någon annan budgivare under en tolv månadersperiod från Erbjudandets offentliggörande.”

Denna information motsvarar den information som gavs i denna fråga i pressmeddelandet. I en fotnot på sid. 1 i erbjudandehandlingen anges vidare: ”Den överenskomna tolv månadersfristen förhindrar inte Ågerup/Lyftet, såvida Ivytans bud inte fullföljs, att sälja Lyftets aktier i ett högre senare bud från tredje part under förutsättning att Ågerups och Lyftets avtal med EQT iakttagits. Detta innebär primärt att Ågerup inte ska ha samverkat med budgivaren med avseende på ett sådant senare erbjudande. Skulle Ågerup/Lyftet på detta sätt inträda som säljare istället för att vara budgivare, har dessutom EQT möjlighet att matcha det senare erbjudandet.”

Av informationen i erbjudandehandlingen framgår inte närmare vad som avses med begreppet ”samverka” med någon annan budgivare. Inte heller framgår de övriga åtaganden Ågerup/Lyftet har att iaktta enligt avtalet med EQT.

Ågerup grundade själv Q-Med 1987. Ågerup kontrollerar, indirekt och genom bolag, 47,5%

av aktiekapital och röster i Q-Med och är därmed Q-Meds i särklass största ägare. Ågerup är vidare ordinarie ledamot i Q-Meds styrelse och bolagets verkställande direktör. Det avtal Ågerup ingått med EQT har tillkommit under den tid Ågerup innehaft samtliga dessa roller och med all sannolikhet före den tidpunkt styrelsen i Q-Med underrättades om det förestående budet.

Avtal i anledning av ett offentligt erbjudande ska i sin helhet tas in i erbjudandehandlingen (se punkt 10 i Bilaga till takeover-reglerna). Styrelsen för Q-Med anser att det nu aktuella avtalet i informationshänseende är av den betydelsen att det omfattas av det krav som uppställs i den angivna punkten.

Styrelsen för Q-Med håller för närvarande på att utvärdera det av Ivytan lämnade erbjudandet. En viktig beståndsdel i en sådan utvärdering är en analys av de utfästelser som Ågerup lämnat till Ivytan/EQT, detta särskilt mot bakgrund av Ågerups relation till bolaget. De utfästelser som Ågerup lämnat till Ivytan/EQT är även av central betydelse för aktieägarnas möjligheter att självständigt bedöma Erbjudandet.

Det är enligt styrelsens för Q-Med mening tydligt att avsaknaden av denna information försvårar för styrelsen, finansiella rådgivare till styrelsen och övriga aktieägare i Q-Med att fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. Sådan ytterligare information är även av största vikt för andra eventuella budgivare då förutsättningarna att framgångsrikt lämna ett konkurrerande bud annars inte fullt ut går att bedöma, vilket kan lända övriga aktieägare till förfång.

I framställningen till Aktiemarknadsnämnden hemställer Q-Meds styrelse mot ovanstående bakgrund i första hand om besked från Aktiemarknadsnämnden huruvida Ivytan är skyldigt att enligt punkt 10 i bilagan till takeover-reglerna offentliggöra hela avtalet mellan Ågerup/Lyftet och EQT. För det fall Aktiemarknadsnämnden inte anser sådan skyldighet föreligga, hemställer styrelsen i Q-Med att Aktiemarknadsnämnden inhämtar avtalet och därefter självständigt prövar huruvida den information som offentliggjorts av budgivaren är tillfyllest enligt takeover-reglerna eller huruvida den information som offentliggjorts är förenlig med god sed på aktiemarknaden.

Q-Med har i en senare inlägga även väckt frågan om det är förenligt med takeover-reglerna och/eller god sed på aktiemarknaden att inte till fullo upplysa styrelsen och aktieägarna i ett aktiemarknadsbolag om åtaganden som kan omöjliggöra eller försvåra för verkställande direktören att iaktta sina skyldigheter som verkställande direktör, såväl under budperioden som därefter.

YTTRANDE

Advokatfirman Vinge har som ombud för Ivytan AB yttrat sig över framställningen. Yttrandet är långt och återges här i förkortat skick.

Ivytan anser inte att bolaget är skyldigt att offentliggöra EQT Vs ("E") och Bengt Ågerups/Lyftet Holding BVs (nedan gemensamt "B") interna avtalsförhållande gällande det genom Ivytan offentliggjorda erbjudandet på Q-Med AB ("Q-Med"). Detta eftersom ett sådant offentliggörande vore principiellt fel och saknar stöd i Takeover-reglerna, Aktiemarknadsnämndens hittillsvarande uttalanden, och mycket fast marknadspraxis. Att Ivytan och medbudgivarna ändå valt att redovisa vissa förhållanden som baseras på det interna avtalsförhållandet kan inte ändra på detta grundläggande förhållande.

Ivytan och medbudgivarna har förstått att Q-Med och Q-Meds finansiella rådgivare Morgan Stanley menar sig bättre kunna fullgöra sina respektive uppdrag att vägleda aktieägarna i Q-Med om de får tillgång till viss ytterligare icke preciserad information om detta avtalsförhållande och/eller kan kontrollera att offentliggjorda uppgifter stämmer. Därför har Ivytan hela tiden varit berett att tillhandahålla information, inte inom ramen för erbjudandehandlingens utformning eller på annat sätt genom offentliggörande, utan istället genom att på konfidentiell basis tillhandahålla sådan information till Q-Med och/eller Morgan Stanley. Med andra ord krävs det en föregående dialog innan sådant tillhandahållande av information kan ske på konfidentiell basis, såsom Ivytan sett det. Q-Med har genom rådgivare och på egen hand emellertid intagit ståndpunkten att det interna avtalsförhållandet skall offentliggöras i sin helhet, och menat att med den hållningen finns ej ens utrymme att söka utröna huruvida urvald information kunde tillhandahållas på konfidentiell basis. Eftersom Ivytan således har motsatt uppfattning i denna principiella regeltolkningsfråga, välkomnar Ivytan att nämnden nu snabbt uttalar sig i den frågan.

Ivytan menar att punkt 10, som alla andra regler i börsens Takeover-regler respektive dess föregångare i form av NBKs regelverk, inte kan tolkas och förstås utan att samtidigt kommentartexten läses. Kommentartexten lyder: "Avtal i anledning av det offentliga erbjudandet, t.ex. samgåendeavtal, skall i sin helhet tas in i erbjudandehandlingen. Finns det i sådana avtal uppgifter vars offentliggörande skulle vara till förfång för bolagen, kan Aktiemarknadsnämnden medge dispens från regeln". Rent lexikaliskt är således punkt 10, även med beaktande av kommentartexten, alltför allmänt hållen för att några säkra avgränsningar av punkt 10s tillämpningsområde överhuvudtaget låter sig göras.

En viss avgränsning låter sig emellertid utläsas ur kommentartexten. I denna talas nämligen om "bolagen", vilket utifrån syftet med Takeover-reglernas sk prospektbilaga rimligen måste vara att beskriva dels själva erbjudandet, dels budbolaget i övrigt dels och framför allt målbolaget. Med andra ord måste här rimligen avses budbolaget och målbolaget.

Exempel på avtal som regelmässigt inte offentliggörs trots att de ingåtts mellan budbolag och målbolag är konfidentialitetsavtal innan bud offentliggörs. Sammantaget menar Ivytan att det är uppenbart att det saknas stöd i Takeover-reglerna, tolkade efter såväl språkligt innehåll som syftet, för att låta interna avtal mellan medbudgivare omfattas av punkt 10.

Sammantaget saknas enligt Ivytans mening varje stöd i nämndens uttalande för att punkt 10 skulle kunna ges den tillämpning som Q-Med gjort gällande i sin framställning och under hand.

Ivytan har inte lyckats finna något fall där ett internt avtalsförhållande mellan två medbudgivare offentliggjorts i sin helhet eller i allt väsentligt. Detta gäller såväl sådana avtal där ingendera av medbudgivarna sedan tidigare har betydande aktieinnehav, som de fall där så är fallet.

Sammantaget finns alltså inte heller något som helst stöd i marknadspraxis för att konsortialavtal och andra interna avtalsmellanhavanden mellan medbudgivare skall offentliggöras i dess helhet med stöd av punkt 10. Ett krav på offentliggörande i förevarande fall skulle innebära att en helt ny regel tillskapas.

Det interna avtalsmellanhavandet mellan E och B, som något utvecklas nedan, är närmast av karaktären "term sheet" oaktat att det är bindande. Dess syfte är framför allt att kunna utgöra ett taktikdokument snarare än ett avtal, bl.a. för att vinna tid när beslut i anledning av erbu-

dandet senare skulle fattas. De aktuella bestämmelsernas "rubriker" torde motsvara vad som enligt undertecknade ombuds uppfattning varit vanlig i avtal av den här typen. Avtalet reglerar frågor såsom hur förvärvsstrukturen skall sättas upp – som framgår av prospektet äger E och B inte Ivytan direkt – och hur strukturen skall kapitaliseras dels av parterna med "equity" (eget kapital samt aktieägarlån) samt medelst banklån. Vidare anger parterna rådgivarkonstellationen, samt också det förhållandet att ett sedvanligt aktieägaravtal ingås parallellt vilket kommer till tillämpning efter det att erbjudandet fullföljts och sålunda Q-Med blivit ett indirekt dotterbolag till det gemensamägda bolaget, "Topco". Där regleras hur villkoren för erbjudandet skall läggas fast och hur parterna skall fatta beslut i andra till budet anslutande åtgärder, exempelvis förlängningar och frånfallande av villkor för budets fullföljande. Avtalet stipulerar också en viss exklusivitet för B före och under budet och även efter ett misslyckat bud, i enlighet med vad som offentliggjorts. Denna exklusivitet följer av flera olika bestämmelser i avtalet vilka således samspelar, något som Ivytan kort får återkomma till nedan. Härutöver finns vissa bestämmelser av standardkaraktär.

Den nu angivna beskrivningen gör inte anspråk på att vara uttömmande, men de bestämmelser i det interna avtalsmellanhavandet som inte uttryckligen berörts ovan ansluter på olika sätt till det som sagts ovan.

Det säger sig självt att ett avtal av förevarande art, ofta kallat "budavtal" eller "joint bid agreement" i allmänhet är av höggradigt känslig natur, eftersom ett antal budtaktiska frågor kan regleras i avtalet alternativt att formerna för beslut i dylika frågor regleras. Enligt Ivytans och Ivytans anlitate rådgivares mening vore det mot gängse affärsetik om den här typen av internt planerings- och taktikdokument skulle behöva offentliggöras.

Vidare måste framhållas att avtalet, på mycket goda grunder (se ovan), upprättats utifrån att det inte skulle bli offentligt. Detta medför bl a att parterna skrivit ett kortfattat avtal som man bedömer vara tillfyllest parterna emellan och har vare sig till form eller innehåll varit avsett att offentliggöras. Avtalsbestämmelserna är alltså inte avsedda att tolkas av någon som inte är part till avtalet och som skulle vilja påstå alternativa tolkningar för att främja sina egna syften. Detta har bl a fört med sig att just den typ av fråga som Q-Meds framställning skjutit in sig på, dvs Bs möjlighet att acceptera ett konkurrerande bud, beroende på huruvida han "samverkar" eller "inte samverkar" med den senare budgivaren, helt enkelt inte har reglerats med den utförlighet mellan parterna som kanske skulle varit fallet ifall parterna hade att räkna med att utomstående skulle komma att vilja tolka och tillämpa avtalet. I de aktuella delarna – och även andra delar – är därmed avtalet kortfattat, principriktat och allmänt hållet. Detta strider emellertid mot såväl Es som Bs grundsyn på hur avtal av den här arten skall betraktas, och inte minst E anser att frågan är av stor principiell betydelse.

Ivytan menar vidare att de uppgifter som offentliggjorts och som baserar sig på det interna avtalsförhållandet – kapitaliseringsåtagandet och således även den av B utfästa exklusiviteten – måhända inte hade behövt offentliggöras utifrån en snäv regeltillämpning. Det kan i förevarande fall exempelvis inte vara aktuellt att betrakta B som en "säljare" i budet vilken utfärdar någon sorts "irrevocable", snarare än som en medbudgivare. Men även om B skulle betraktas på det sättet så har hans utfästelse relativt Ivytan beskrivits som helt ovillkorad, vilket stämmer. Som tydligt framgår av Ivytans prospekt (och även pressmeddelandet läst "e contrario"), gäller frågan om Bs möjlighet att acceptera ett senare erbjudande i en situation där Ivytans bud har fallit, och alltså är överspelat. Eftersom emellertid Ivytan, under helgen inför offentliggörandet, sonderade med ett antal institutionella aktieägare hur de skulle se på ett offentliggörande, bedömde Ivytan att exklusiviteten efter ett ej fullföljt bud borde offentliggöras. Efter

frågor på presskonferensen förtydligades pressmeddelandets exklusivetsbeskrivning genom en fotnot så att därav tydligt framgick att den tidigare beskrivningen kunde läsas "e contrario", samt även det tämligen självklara förhållandet att E, om Ivytans eget bud fallit och ett nytt bud lagts av annan, skulle ha möjlighet att "matcha" ett sådant senare bud.

Exklusivetsfrågan har således blivit föremål för det valda offentliggörandet utifrån ställda och förväntade frågor från bolagets aktieägare. Det kan här läggas till att ingen av de många institutionella aktieägarna som kontaktades före offentliggörandet hade några särskilda följdfrågor på den beskrivning som Ivytan lämnade om exklusiviteten, i linje med det sedermera offentliggjorda pressmeddelandet.

Ivytan har på eget initiativ under förutsättning av sekretess som nämnden bekräftat även ingivit det kompletta interna avtalsförhållandet mellan E och B avseende budet, inklusive bilagor m.m.

GENMÅLE

Advokatfirman Södermark har på uppdrag av Q-Med AB lämnat följande genmäle efter att ta tagit del av Ivytans yttrande.

Q-Med gör inte gällande att punkt 10 skall tolkas så att samtliga avtal i anledning av ett erbjudande skall offentliggöras. Innehållet i avtal som saknar relevans för aktieägarna att ta del av behöver naturligtvis inte redovisas. Det förhållandet att innehållet i avtal mellan medbudgivare i tidigare fall inte redovisats, måhända i strid med relevanta regler, utgör emellertid inget skäl för att sådana avtal alltid skulle sakna betydelse för aktieägarna i målbolaget.

I detta fall ställer sig Q-Med frågande till om det är förenligt med takeover reglerna och/eller god sed på aktiemarknaden att inte till fullo upplysa styrelsen och aktieägarna i ett aktiemarknadsbolag om åtaganden som kan omöjliggöra eller försvåra för verkställande direktören att iaktta sina skyldigheter som verkställande direktör, såväl under budperioden som därefter. Det är enligt Q-Med en självklar presumtion att en verkställande direktör inte skall ingå åtaganden som försätter denne i en situation där hans/hennes roll som verkställande direktör inte kan fullgöras enligt aktiebolagslagen. I detta fall framgår av den icke uttömmande beskrivning av avtalet som lämnats i erbjudandehandlingen att verkställande direktören kan ha gjort åtaganden som strider mot denna presumtion. Det är därför av största vikt för bolagets aktieägare och styrelse att avtalet, eller i vart fall relevanta delar av avtalet, redovisas i sin helhet så att en välgrundad bedömning kan göras i detta avseende.

Anledningen till att Q-Med hittills valt att avvisa budgivarnas förslag att på konfidentiell basis ta emot utvald information om det aktuella avtalet, är att Q-Med – beroende på avtalsinnehållet – därigenom selektivt kan få del av väsentlig information och, p g a restriktioner uppställda av budgivarna, sakna möjlighet att iaktta eventuell skyldighet för Q-Med att offentliggöra eller på annat sätt redovisa informationen.

ÖVERVÄGANDEN

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns be-

stämmelser om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i bl.a. ett svenskt aktiebolag, vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. Bestämmelserna är tillämpliga på ett sådant uppköpserbudande som beskrivs i framställningen till nämnden.

Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbudande lämnas endast av den som gentemot den börs eller auktoriserade marknadsplats där bolagets aktier är noterade har åtagit sig att bl.a. följa de regler som börsen eller marknadsplatsen har fastställt för sådana erbjudanden. Det innebär, beträffande ett erbjudande avseende ett bolag med aktier noterade på NASDAQ OMX Stockholm (Stockholmsbörsen) att Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbudanden ("Takeover-reglerna") ska följas. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka dessa regler.

I bilaga till Takeover-reglerna finns regler om innehållet i en erbjudandehandling. Av punkten 10 framgår att avtal i anledning av erbjudandet i sin helhet ska tas in i erbjudandehandlingen. Finns det i sådana avtal uppgifter vars offentliggörande skulle vara till förfång för bolagen, kan, påpekas det i kommentaren till bestämmelsen, Aktiemarknadsnämnden medge dispens.

Bestämmelsen är enligt ordalydelsen kategorisk. Det är emellertid enligt Aktiemarknadsnämndens mening uppenbart att den inte är avsedd att omfatta alla slags avtal som har upprättats i samband med ett offentligt erbjudande. Syftet med bestämmelsen är inte att en erbjudandehandling ska innehålla alla upplysningar som en konkurrerande budgivare kan tänkas vara intresserad av. Bestämmelsen måste i stället ses i ljuset av sitt syfte, att aktieägarna i målbolaget ska ges tillräcklig information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. I linje därmed anges i kommentaren till bestämmelsen som exempel på avtal som omfattas av densamma s.k. samgåendeavtal, dvs. avtal mellan budgivaren och målbolaget. I nämndens tidigare praxis har också ett samgåendeavtal ansetts höra hemma under bestämmelsen (AMN 2007:22).

I det nu aktuella fallet är en fråga om punkten 10 även omfattar avtal mellan medlemmar i ett budgivarkonsortium. Enligt Aktiemarknadsnämndens mening är så inte fallet och såvitt nämnden känner till brukar inte heller sådana avtal offentliggöras. Ett skäl därtill är att sådana avtal ofta innehåller bestämmelser rörande strategin i erbjudandet.

En annan sak är att det av den övergripande bestämmelsen i II.3 i Takeover-reglerna framgår att den som beslutat att lämna erbjudande som avses i punkten I.1 omedelbart ska offentliggöra erbjudandet genom ett pressmeddelande med uppgift om bl.a. i vilken utsträckning budgivaren har erhållit bindande eller villkorade utfästelser om accept av erbjudandet från aktieägare i målbolaget.

Det är enligt Aktiemarknadsnämndens mening av stor betydelse att aktieägarna, även när en huvudaktieägare deltar i ett budkonsortium, erhåller korrekt och tillräcklig information om huvudaktieägarens bundenhet för att de ska kunna ta ställning till budet och bedöma möjligheten till ett konkurrerande bud. I förevarande fall är den uppgift som lämnats i erbjudandehandlingen om att den överenskomna tolv månadersfristen inte förhindrar Ågerup/Lyftet att sälja Lyftets aktier i ett senare bud från tredje part, om Ivytans bud inte fullföljs, förenad med otydlighet. Uppgiften riskerar därtill genom sin placering i en fotnot att inte uppmärksammas. Nämnden utgår från att otydligheten undanröjs. Det ankommer dock inte på nämnden att i detta fall ge närmare anvisningar om utformningen av den information som ska lämnas. Detta är ett ansvar för budgivaren.

Aktiemarknadsnämnden finner inte anledning att i detta sammanhang uttala något om den av Q-Meds styrelse väckta frågan om det är förenligt med Takeover-reglerna och/eller god sed på aktiemarknaden att inte till fullo upplysa styrelsen och aktieägarna i ett aktiemarknadsbolag om åtaganden som kan omöjliggöra eller försvåra för verkställande direktören att iaktta sina skyldigheter som verkställande direktör, såväl under budperioden som därefter.

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Marianne Lundius (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Lars Bredin och Johan Flodström.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Ragnar Boman