

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:15**

**2014-04-03**

### **ÄRENDET**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 26 mars 2014 en framställning från Gernandt & Danielsson Advokatbyrå i egenskap av juridisk rådgivare åt Shelton Petroleum AB, org. nr 556468-1491. Framställningen rör tolkning och tillämpning av NASDAQ OMX Stockholms Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (ötakeover-reglerna).

### **FRAMSTÄLLNING**

Shelton Petroleum (öSheltonö) är ett svenskt aktiebolag noterat på NASDAQ OMX Stockholm. Den 22 januari 2014 offentliggjorde Shelton ett offentligt uppköpserbjudande om att förvärva samtliga aktier i Petrogrand AB (öPetrograndö). Den 14 mars 2014 offentliggjorde Shelton att erbjudandet fullföljs. Acceptfristen löper till och med den 28 mars 2014.

Petrogrand är ett svenskt aktiebolag noterat på First North.

Den 21 mars 2014 offentliggjorde Petrogrand genom ett pressmeddelande (öPressmeddelandetö) ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier, konvertibler och teckningsoptioner i Shelton (öErbjudandetö). Erbjudandet offentliggjordes utan föregående kontakter mellan Shelton och Petrogrand i frågan. Då Shelton är noterat på NASDAQ OMX Stockholm är lagen om offentliga uppköpserbjudanden (LUA) samt takeover-reglerna tillämpliga på Erbjudandet.

Den 24 mars 2014 offentliggjorde Shelton att styrelsen kommer att göra en grundlig analys och därefter offentliggöra sin uppfattning om Erbjudandet. Styrelsen rekommenderade därför alla innehavare av aktier, konvertibler och teckningsoptioner att inte fatta något slutgiltigt beslut förrän all information finns tillgänglig.

Enligt punkt II.19 i takeover-reglerna har Shelton en skyldighet att senast två veckor före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om Erbjudandet och skälen till denna uppfattning. Uppfattningen ska redovisas med utgångspunkt i vad Petrogrand bland annat har uttalat i Pressmeddelandet.

I samband med den pågående analysen av Pressmeddelandet har Shelton uppmärksammat ett antal oklara omständigheter, vilka har betydelse för styrelsens kommande uttalande om Erbjudandet. Shelton önskar mot denna bakgrund att nämnden besvarar följande frågor.

#### *Fråga 1 Erbjudandets finansiering*

I avsnittet "Finansiering av Erbjudandet" på sidan 4 i Pressmeddelandet uttalas följande:

*Petrogrand är inte beroende av extern finansiering för Erbjudandet. Erbjudandet kommer att finansieras med Petrogrands tillgängliga medel. Erbjudandets fullföljande är således inte villkorat av att någon finansiering erhålls.* [Sheltons understrykning]

Vidare framgår i avsnittet "Erbjudandet" på sidan 3 i Pressmeddelandet att det sammanlagda belopp som Petrogrand har att erlægga kontant vid full anslutning i Erbjudandet uppgår till omkring 306 milj. kr.

Av Petrogrands bokslutskommuniké (s. 3 och 10) framgår att Petrogrands likvida medel per den 31 december 2013 uppgick till omkring 93 milj. kr. Därutöver hade Petrogrand omsättningstillgångar om 239 milj. kr (med avdrag för varulager). Det ska även noteras att Petrogrands verksamhet inte inbringar några intäkter (under i vart fall de senaste två räkenskapsåren) och att därför likvida medel reduceras löpande i verksamheten. Under de två senaste räkenskapsåren har Petrogrand haft en årlig administrationskostnad om cirka 30 milj. kr, dvs. 2,5 milj. kr per månad.

Under antagande att bolagets administrativa kostnader från och med den 1 januari 2014 fram till den 7 maj 2014 (den beräknade likviddagen för Erbjudandet) uppgår till omkring 12,5 milj. kr samt att bolagets kostnader relaterade till Erbjudandet uppgår till inte obetydliga belopp kan redan på dessa grunder ifrågasättas huruvida Petrogrand har tillgängliga medel för att genomföra det öbefintliga Erbjudandet värderat till omkring 306 milj. kr.

Vidare, om man hypotetiskt bortser från Petrogrands administrativa kostnader sedan årsskiftet och dess kostnader relaterade till Erbjudandet, skulle ändå bolagets tillgängliga medel bara vara tillräckliga för mindre än 8 procent ytterligare anslutning i Sheltons bud på Petrogrand. Det är även i detta ljus som Aktievillkoret och Justeringsförbehållet bör ses (se nedan). Aktievillkoret och Justeringsförbehållet är nämligen konstruerade så att Petrogrand inte ska behöva erlægga ett högre belopp än 306 milj. kr även om det skulle finnas ytterligare aktier i Shelton vid tidpunkten för Erbjudandet.

Mot bakgrund av ovanstående hemställs att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked huruvida Petrogrand har uppfyllt förutsättningarna för att få lämna ett erbjudande enligt punkt II.1 i takeover-reglerna.

#### *Fråga 2 Fullföljandevillkor avseende due diligence (öDue diligence-villkoret)*

I avsnittet öErbjudandet i sammandragö på sidan 1 i Pressmeddelandet anges följande:

*öFullföljandet av Erbjudandet är villkorat av att Petrogrand får genomföra en oberoende företagsutvärdering, s.k. due diligence, av Shelton och att Petrogrand blir ägare till aktier motsvarande mer än 50 procent av det totala antalet utestående aktier i Shelton.ö [Sheltons understrykning]*

Avsnittet öVillkor för Erbjudandetö på sidan 3 och 4 i Pressmeddelandet omnämner dock inte ovanstående villkor om due diligence. Fråga har således uppstått huruvida ovanstående villkor om due diligence är ett formellt fullföljandevillkor enligt punkt II.4 i takeover-reglerna. Med anledning av villkorets centrala placering i Pressmeddelandet har Shelton utgått ifrån att villkoret är ett sådant formellt fullföljandevillkor. Vidare kan noteras att massmedia och Aktiespararna verkar ha uppfattat villkoret som ett formellt fullföljandevillkor (*referenser uteslutna här*).

Shelton har också den 24 mars 2014 mottagit en formell begäran om due diligence-granskning från Petrogrand. Begäran, som är ställd till Sheltons verkställande direktör, lyder: *„Mot bakgrund av det offentliga kontanterbudande som Petrogrand AB (publ) (öPetrograndö) lämnade till innehavarna av aktier, konvertibler och teckningsoptioner i Shelton Petroleum AB (publ) (öSheltonö) den 21 mars 2014, begär styrelsen i Petrogrand härmed att styrelsen i Shelton möjliggör för Petrogrand att genomföra en legal och finansiell företagsutvärdering, s.k. due diligence, av Shelton. Vi bedömer att granskningen bör vara avslutad senast den 17 april 2014.“*

Enligt punkt II.4 i takeover-reglerna får ett fullföljandevillkor inte vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Vidare måste villkoret enligt kommentaren till samma bestämmelse vara preciserat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller inte.

Inledningsvis kan konstateras att villkoret om due diligence inte är preciserat, eftersom varken due diligence-granskningens syfte eller omfattning framgår av villkoret. Det är således svårt att objektivt fastställa om villkoret har uppfyllts eller inte.

Av kommentaren till punkt II.20 i takeover-reglerna framgår vidare att styrelsen vid bedömningen om den ska tillmötesgå en begäran om en due diligence-granskning ska ta hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och med beaktande först och främst av vilket utrymme som tillämplig lagstiftning, framför allt aktiebolagslagen, och Börsens regler lämnar för sådant deltagande. Mot bakgrund av omständigheterna i detta fall ó särskilt i ljuset av de händelser som föregått Erbjudandet, bland annat Sheltons bud på Petrogrand samt den nu avslutade tvisten mellan Shelton och Petrogrand som bland annat beskrivs i det prospekt som upprättats av Shelton i samband med dess bud på Petrogrand ó finns starka skäl som talar emot ett tillmötesgående av Petrogrands begäran. Dessutom genomförde Petrogrand en omfattande due diligence-undersökning av Shelton under hösten 2013 i samband med riktad konvertibel-emission i Shelton till Petrogrand, vilken sedermera föranledde ovan nämnda tvist mellan parterna.

Enligt samma kommentar får styrelsen medge att målbolaget medverkar i en sådan granskning endast om styrelsen bedömer det tilltänkta erbjudandet vara av intresse för aktieägarna

att få ta ställning till. Eftersom begäran om due diligence-granskningen lämnades efter det att Erbjudandet offentliggjordes saknas anledning att gå närmare in på detta. Det torde därför ha varit uppenbart för Petrogrand redan vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande att det fanns en överhängande risk för att villkoret om due diligence inte skulle komma att uppfyllas och att denna risk var beroende av Petrogrands agerande.

Sammantaget innebär villkoret att Petrogrand i princip har ett avgörande inflytande över dess uppfyllande.

Mot bakgrund av ovanstående hemställs att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked huruvida ovan beskrivet villkor är förenligt med takeover-reglerna.

### *Fråga 3 Fullföljandevillkor avseende antal aktier i Shelton (öAktievillkoretö)*

Av avsnittet öVillkor för Erbjudandetö på sidan 4 i Pressmeddelandet framgår att Erbjudandet är villkorat av att det totala antalet aktier i Shelton inte uppgår till fler än 16 563 110 (se villkor viii) (öAktievillkoretö).

Vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande uppgick det sammanlagda antalet hos Bolagsverket registrerade aktier i Shelton till 16 585 929. Brist i Aktievillkoret förelåg således redan vid Erbjudandets offentliggörande.

Den 25 mars 2014 offentliggjorde Petrogrand en rättelse enligt följande:

*öDet totala antalet i aktier i Shelton per dagen för offentliggörandet av Erbjudandet uppgick till totalt 16 585 929 aktier. Pressmeddelandet avseende Erbjudandet angav Erbjudandets totala värde baserat på ett felaktigt antal aktier i Shelton samt villkor (viii) på sid 4 med ett felaktigt antal aktier i Shelton. Det korrekta antalet aktier på dessa ställen i pressmeddelandet skall vara detsamma som per dagen för offentliggörandet av Erbjudandet, d.v.s. totalt 16 585 929 aktier i ö.*

Som angetts ovan löper acceptfristen för Sheltons bud på Petrogrand ut den 28 mars 2014.

Vidare, eftersom Shelton har meddelat att budet fullföljts, har Shelton enligt punkten II.23 i Kollegiets regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag

vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar en skyldighet att utbetala vederlaget till de accepterande aktieägarna så snart det är möjligt efter budets fullföljande. Detta innebär att om endast en ytterligare aktieägare i Petrogrand accepterar Sheltons bud så kommer ytterligare aktier att emitteras i Shelton varför brist i Aktievillkoret uppkommer. Sannolikt hade redan per dagen för Erbjudandets offentliggörande Shelton erhållit ytterligare accepter, varför brist i Aktievillkoret i princip redan förelåg vid Erbjudandets offentliggörande även om hänsyn tas till ovan nämnda rättelse.

Vidare framgår av samma avsnitt i Pressmeddelandet att Petrogrand endast förbehållit sig rätten att återkalla Erbjudandet om något av villkoren iövii inte uppfyllts eller kan uppfyllas:

*övii. att Shelton inte vidtar några åtgärder som typiskt sett är ägnade att försämra förutsättningarna för Erbjudandets genomförande. Petrogrand förbehåller sig rätten att återkalla Erbjudandet för det fall det står klart att något av ovanstående villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas; och*

*viii. att det totala antalet aktier i Shelton inte uppgår till fler än 16 563 110.ö [Sheltons understrykning]*

Då detta förbehåll omnämns före Aktievillkoret har Shelton uppfattat Erbjudandet som så att det inte får återkallas med anledning av att Aktievillkoret inte är uppfyllt.

Mot bakgrund av ovanstående hemställs att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked huruvida:

- (a) Aktievillkoret är förenligt med takeover-reglerna; och
- (b) Petrogrand har rätt att återkalla Erbjudandet med anledning av att Aktievillkoret inte går att uppfylla.

#### *Fråga 4 Förbehåll om justering av vederlaget (öJusteringsförbehålletö)*

Av bland annat avsnittet öErbjudandet i sammandragö på sidan 1 i Pressmeddelandet framgår att Petrogrand förbehåller sig rätten att justera vederlaget enligt följande (öJusteringsförbehålletö):

*öPetrogrand förbehåller sig rätten att omräkna vederlaget per A-aktie, B-aktie, Konvertibel och Teckningsoption för det fall att antalet utestående Aktier, Konvertibler och/eller Teck-*

*ningsoptioner skulle komma att ändras fram till utgången av acceptperioden.ö*

Vi noterar att Aktiemarknadsnämnden i AMN 2014:12 angett följande förutsättning för att Justeringsförbehållet ska vara förenligt med takeover-reglerna.

öEn avgörande förutsättning för detta måste dock vara att emissionen resulterar i att värdet per aktie i målbolaget minskar (jfr den likartade frågeställning rörande justering av vederlag i förhållande till förfärdare som behandlas i kommentaren till punkten II.13 och i AMN 2010:07). Huruvida utgivandet av vederlagsaktier i Shelton resulterar i en sådan värdeminskning framgår inte av framställningen.ö

Om utgivandet av vederlagsaktier i Shelton skulle leda till en värdeminskning som avses ovan skulle det även innebära att Shelton erbjudit ett ööverprisö för aktierna i Petrogrand. Av Petrogrands pressmeddelande av den 17 mars 2014 framgår emellertid följande:

*öMed anledning av detta har styrelsen i Petrogrand gjort en förnyad utvärdering och tagit vederlagshöjningen i beaktande, men återigen på skäl som anförs nedan enhälligt beslutat att rekommendera Bolagets aktieägare att inte acceptera Erbjudandet. Styrelsens slutsats har vidare styrkts av den uppdaterade fairness opinion som ABG Sundal Collier lagt fram, med slutsatsen att Erbjudandet fortfarande inte är skäligt för Petrogrands aktieägare.ö [Sheltons understrykning]*

Av pressmeddelandet framgår således att Petrogrand inte är av uppfattningen att Shelton erbjudit ett ööverprisö utan snarare ett öunderprisö för aktierna i Petrogrand, innebärandes att Petrogrand rimligen måste anse att utgivandet av vederlagsaktierna i Shelton inte leder till en värdeminskning. Trots detta har Petrogrand valt att inkludera Justeringsförbehållet i Erbjudandet.

Vidare önskar vi uppmärksamma Aktiemarknadsnämnden på den redogörelse över apportegendomen som styrelsen för Shelton har att upprätta enligt 13 kap. 7 § aktiebolagslagen i samband med utgivandet av vederlagsaktier. Styrelsen har den 13 mars 2014 upprättat en sådan redogörelse, vilken också har granskats av dess revisor enligt 13 kap. 8 § aktiebolagslagen. Av redogörelsen framgår bland annat följande:

*öStyrelsen anser att apportegendomen är av den arten att den kan antas bli till nytta för bolagets verksamhet. Styrelsen anser vidare att värdet på apportegendomen inte har satts högre*

*än det verkliga värdet för bolaget.ö*

Mot bakgrund av ovanstående hemställs att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked huruvida Justeringsförbehållet är förenligt med takeover-reglerna.

#### *Fråga 5 Samman kallande av extra bolagsstämma*

Enligt Aktiemarknadsnämndens praxis får en budgivare endast under vissa förutsättningar begära att styrelsen i målbolaget sammankallar till extra bolagsstämma för styrelseval (se vidare AMN 2009:14 och AMN 2002:20). Vad gäller dessa förutsättningar har Aktiemarknadsnämnden uttalat följande:

öí det av stor betydelse att ett målbolags styrelse kan avge ett uttalande till ledning för bolagets aktieägare avseende ett offentligt erbjudande. Denna grundsats skulle kunna sättas ur spel om en budgivare tog initiativ till att förändra målbolagets styrelse i syfte att förhindra att ett välgrundat uttalande av styrelsen framförs. Ett initiativ under pågående budperiod som har sådant syfte måste enligt nämndens mening anses strida mot god sed. Å andra sidan måste enligt nämndens åsikt en stor aktieägare i målbolaget ó oavsett om denne är budgivare eller ej ó även efter ett offentligt erbjudande ha möjlighet att initiera en ändring av styrelsens sammansättning, om den bedöms vara av stor affärsmässig betydelse för bolaget.ö [Sheltons understrykningar]

Petrogrand har den 24 mars 2014 begärt att Shelton sammankallar en extra bolagsstämma i syfte att (a) besluta om utseende av en minoritetsrevisor och (b) utse en ny styrelse med entledigande av nuvarande styrelse.

I nuvarande situation ó när Erbjudandet fortfarande är gällande ó framstår det som anmärkningsvärt att Petrogrand vill byta ut styrelsen i Shelton och det framstår som sannolikt att en ny styrelse skulle kunna komma att utses innan samtliga aktieägare i Shelton har hunnit ta slutlig ställning till Erbjudandet.

Som framgår ovan kan inte Erbjudandet anses ha utformats på så sätt att det präglas av den enkelhet och tydlighet som avses enligt takeover-reglerna. Vidare råder tveksamhet kring huruvida Petrogrand haft en allvarligt menad avsikt att genomföra Erbjudandet i sin helhet



och det kan därför inte uteslutas att det finns andra syften med Erbjudandet än vad som hittills offentliggjorts. Det finns därför en uppenbar risk att en eventuell ny styrelse som öutsettsö av Petrogrand inte kommer att agera i samtliga Shelton-aktieägares bästa intressen. I detta fall kan därför en sådan ny styrelse inte anses vara av stor affärsmässig betydelse för Shelton.

Mot bakgrund av ovanstående hemställs att Aktiemarknadsnämnden lämnar besked huruvida Petrogrands begäran om att Shelton ska sammankalla en extra bolagsstämma enligt ovan är förenlig med takeover-reglerna.

#### *Fråga 6 Rösträtt på extra bolagsstämma*

Vad som anförts ovan i fråga 5 ovan äger även motsvarande tillämpning vid frågan om en budgivare under pågående erbjudande ska tillåtas att utnyttja sin rösträtt på en eventuell extra bolagsstämma i målbolaget där beslut ska fattas om att utse en ny styrelse med entledigande av nuvarande styrelse. Av Aktiemarknadsnämndens praxis följer att god sed på aktiemarknaden i vissa situationer inte tillåter att en aktieägare utnyttjar sin rösträtt på bolagsstämma (se t.ex. AMN 2004:32).

Om Aktiemarknadsnämnden skulle lämna besked att Petrogrands begäran om extra bolagsstämma är förenlig med takeover-reglerna hemställs att nämnden lämnar besked huruvida Petrogrand så länge Erbjudandet fortfarande är gällande ó från synpunkten av god sed på aktiemarknaden ó får rösta på extra bolagsstämma i Shelton i frågan om att utse en ny styrelse med entledigande av nuvarande styrelse eller i annan fråga som rör eller är relaterad till själva budet.

### **PETROGRANDS YTTRANDE**

Petrogrand har beretts tillfälle att yttra sig över Sheltons framställning och har därvid anført följande. Yttrandet inkom den 30 mars 2014.

#### *Fråga 1 Erbjudandets finansiering*

Shelton har med hänvisning till punkten II.1 i takeover-reglerna ifrågasatt om Petrogrand har

finansiella resurser att genomföra Erbjudandet. I sin öanalysö har Shelton utgått från ett antal felaktiga antaganden och fria spekulationer som följaktligen resulterat i en felaktig slutsats. Petrogrand försäkrar att bolaget har finansiell förmåga att genomföra Erbjudandet i enlighet med vad som angivits i Pressmeddelandet.

#### *Fråga 2 Fullföljandevillkor avseende due diligence*

På grund av en olycklig felskrivning har det i sammanfattningen i Pressmeddelandet kommit med en skrivelse från ett tidigt utkast beträffande att fullföljandet av Erbjudandet skulle vara villkorat av att Petrogrand får genomföra en företagsutvärdering, s.k. due diligence, av Shelton. Som Shelton har konstaterat finns villkoret inte med i Pressmeddelandets uttömmande lista över fullföljandevillkor. Petrogrands avsikt är att bekräfta om påståendet att ett flertal marknadsaktörer betraktat due diligence som ett fullföljandevillkor är korrekt och i sådant fall offentliggöra ett förtydligande kring att due diligence inte är ett fullföljandevillkor utan endast ett önskemål från Petrogrand.

#### *Fråga 3 Fullföljandevillkor avseende antal aktier i Shelton*

På sidan 4 i Pressmeddelandet framgår att erbjudandet är villkorat av att det totala antalet aktier i Shelton inte uppgår till fler än 16 563 110 aktier. Den 25 mars 2014 offentliggjorde Petrogrand en rättelse vari förtydligades att Erbjudandet, såsom även framkommer på annan plats i Pressmeddelandet, omfattade 16 585 929 aktier. Bakgrunden till fullföljandevillkoret är det bemyndigande att emittera nya aktier som styrelsen i Shelton beviljats vid en extra bolagsstämma och att Petrogrand i samband med Erbjudandet önskade fixera Erbjudandets totala värde. Petrogrand avser att före börsens öppnande den 1 april 2014 frånfalla detta villkor. Med denna utgångspunkt behöver frågan inte besvaras av Aktiemarknadsnämnden.

#### *Fråga 4 Förbehåll om justering av vederlag*

Av Pressmeddelandet framgår att Petrogrand förbehåller sig rätten att omräkna vederlaget per A-aktie, B-aktie, konvertibel och teckningsoption för det fall att antalet utestående aktier, konvertibler eller teckningsoptioner skulle komma att ändras fram till utgången av acceptpe-

rioden. Aktiemarknadsnämnden har i sitt uttalande AMN 2014:12 angett att en avgörande förutsättning är att emissionen resulterar i att värdet per aktie i målbolaget minskar.

Shelton har i sin hemställan till Aktiemarknadsnämnden bland annat hänvisat till Petrogrands pressmeddelande av den 17 mars 2014.

Det är Petrogrands uppfattning att utgivande av vederlagsaktier i Shelton leder till sådan värdeminskning som avses i Aktiemarknadsnämndens uttalanden AMN 2014:12 och 2010:07. Av det uttalande som styrelsen i Petrogrand offentliggjorde den 17 mars 2014 med anledning av Sheltons erbjudande framgår att bakgrunden till att styrelsen inte rekommenderar sina aktieägare att acceptera Sheltons erbjudande i huvudsak var att värdet på Shelton är mycket osäkert till följd av (i) att det föreligger osäkerhet kring licensvillkoren i Ukraina, (ii) att det föreligger osäkerhet kring Sheltons växande kortfristiga fordringar, i synnerhet fordringar hänförliga till Ukraina. De senare måste antas ha ökat under första kvartalet 2014 utan att det kommunicerats med marknaden. Osäkerheten kring värderingen av Shelton kan även ses i den höga volatiliteten i bolagets marknadsvärdering. Sedan Shelton Petroleum's första erbjudande till aktieägare i Petrogrand den 22 januari 2014 har aktiekursen i Shelton Petroleum sjunkit från 30,6 kronor per aktie till 18,60 kronor per aktie den 21 mars 2014. Det bör i sammanhanget även märkas att Petrogrand i sitt uttalande kring värdet på Sheltons erbjudande till aktieägare i Petrogrand har baserats på en s.k. fairness opinion från ABG Sundal Collier.

Det är mot bakgrund av ovan nämnda osäkerhetsfaktorer, som i förhållande till Sheltons marknadsvärde är av central betydelse, som Petrogrand i egenskap av Sheltons största aktieägare även har begärt att styrelsen i Shelton sammankallar en extra bolagsstämma, vari en av punkterna på dagordningen är utseende av minoritetsrevisor. Syftet med denna begäran är att bringa klarhet kring värderingen av Sheltons tillgångar.

Vidare är det av yttersta vikt att pressmeddelandet utformas så att det präglas av enkelhet och tydlighet. Det är Petrogrands uppfattning att marknaden förväntar sig att ett offentligt uppköpserbjudande åsätter målbolaget ett bestämt värde som också redovisas i samband med att budet offentliggörs. Det vore mycket svårt för marknaden att ta ställning till ett bud med en variabel/rörlig värdering som kan komma att förändras från tid till annan. Mot bakgrund av att styrelsen i Shelton vid extra bolagsstämma 2013 bemyndigats att emittera upp till 30 400 000 aktier, bör det i förevarande fall beaktas att Erbjudandet (exkl. konvertibler och teckningsopt-

ioner) utan justeringsförbehåll och/eller aktievillkor i teorin skulle kunna komma att fluktuera i intervallet 300-565 MSEK. En sådan rörlig värdering skulle i praktiken också innebära att det i hög grad är Shelton (och dess aktieägare) som förfogar över takeover-reglernas villkor beträffande att budgivaren ska ha finansiella resurser att genomföra budet.

Slutligen har Shelton den 14 mars 2014 offentliggjort att bolagets erbjudande till aktieägarna i Petrogrand fullföljs och samtidigt förlängt acceptfristen. Vilket i enlighet med punkten II.7 i takeover-reglerna innebär att Shelton då erbjudandet fullföljts kan förlänga acceptfristen utan begränsning. Det erinras om att erbjudandet då det fullföljdes endast accepterats av innehavare motsvarande 12,5 procent av aktierna i Petrogrand samt att en av Petrogrands största aktieägare, tillsammans med ett konsortium av privata investerare, förbundet sig att acceptera erbjudandet. Sammanlagt hade således maximalt cirka 25 procent av aktierna i Petrogrand accepterat erbjudandet. Det kan inte uteslutas att erbjudandet kan komma att förlängas ytterligare och eventuellt modifieras eftersom Shelton inte fått in önskat antal aktier.

Petrogrand är av uppfattningen att, mot bakgrund av ovanstående osäkerhetsfaktorer kring värderingen av Shelton i kombination med möjligheten att det under obegränsad tid skulle kunna komma att emitteras ett stort antal aktier i Shelton, justeringsvillkoret borgar för att villkoren blir rättvisa för aktieägarna i båda bolagen och skapar transparens kring Erbjudandet.

#### *Fråga 5 Sammankallande av extra bolagsstämma*

Petrogrand hänvisar till Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2014:13.

#### *Fråga 6 Rösträtt på extra bolagsstämma*

Petrogrand hänvisar till Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2014:13.

### **SHELTONS SLUTKOMMENTAR**

Shelton har den 31 mars 2014 inkommit med följande slutkommentar.

### *Fråga 1 Erbjudandets finansiering*

Petrogrand har inte anfört något stöd för sin inställning i denna fråga, vare sig i form av argument mot Sheltons ståndpunkt eller i form av underlag som styrker dess inställning. I stället har Petrogrand lämnat en öförsäkranö om att budgivaren har finansiell förmåga att genomföra Erbjudandet.

Givet att Petrogrand avser att frånfalla Aktievillkoret (se fråga 3) och att Justeringsförbehållet inte kan tillämpas på det sätt som Petrogrand avser (se fråga 4) finns ännu större anledning att ifrågasätta huruvida Petrogrand har ötillgängliga medelö för att genomföra Erbjudandet.

Utan Aktievillkoret måste Erbjudandet ta höjd för och inkludera samtliga nytillkommande B-aktier utgivna av Shelton som ett resultat av att aktieägare i Petrogrand accepterar Sheltons aktiebud. Det innebär att det totala värdet av Erbjudandet ö baserat på antagande om full anslutning i Sheltons erbjudande ö är cirka 553 milj. kr (jfr Petrogrands egen värdering i Yttrandet) i stället för det av Petrogrand tidigare angivna budvärdet om cirka 306 milj. kr.

### *Fråga 2 Fullföljandevillkor avseende due diligence*

Petrogrand har hävdatt att den aktuella skrivningen i avsnittet öErbjudandet i sammandragö i Pressmeddelandet är en öolycklig felskrivningö och att den därför inte ska uppfattas som ett fullföljandevillkor enligt takeover-reglerna. Detta tillsammans med övriga omständigheter i ärendet, och att marknaden inte verkar ha uppfattat detta som en felskrivning, ger anledning att ifrågasätta huruvida Petrogrand har vidtagit sådana förberedelser inför Erbjudandet som regelverket kräver.

### *Fråga 3 Fullföljandevillkor avseende antal aktier i Shelton*

Petrogrand har anfört att bakgrunden till Aktievillkoret är att Petrogrand bland annat öönskade fixera Erbjudandets totala värdeö. Erbjudandet offentliggjordes den 21 mars 2014, det vill säga en vecka efter det att Shelton hade offentliggjort att Shelton fullföljer sitt aktiebud på Petrogrand och förlänger acceptperioden till och med den 28 mars 2014. Erbjudandets totala värde borde därför rimligtvis ha kunnat öfixeratsö på basis av det högsta antalet aktier som kan komma att emitteras vid full anslutning i Sheltons aktiebud och inte till det antal ägare

som vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande hade accepterat Sheltons aktiebud. Annars riskerar varje tillkommande accept att förhindra Erbjudandet.

Petrogrand har vidare anfört att Petrogrand avser att frånfalla Aktievillkoret före börsens öppning den 1 april 2014. Vi noterar att Petrogrand redan den 30 mars 2014 avsåg att frånfalla Aktievillkoret men att Petrogrand ändå avser att vänta med att offentliggöra detta till öföre börsens öppning den 1 april 2014ö. Denna information borde ó enligt tillämpliga regler och för att inte vilseleda aktiemarknaden ó offentliggöras så snart som möjligt. Informationen borde därför ha offentliggjorts senast före börsens öppnande den 31 mars 2014.

#### *Fråga 4 Förbehåll om justering av vederlaget*

Petrogrand har anfört att utgivandet av vederlagsaktier i Shelton i samband med dess aktiebud på Petrogrand resulterar i att värdet per aktie minskar på det sätt som avses i Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2014:12, det vill säga att apportemissionen i Shelton medför en ekonomisk utspädning för dess befintliga aktieägare. Även om det inte är alldeles enkelt att tillgodogöra sig vad Petrogrand anför i sitt Yttrande i denna fråga så bestrids att apportemissionen medför en sådan ekonomisk utspädning. I vår framställan har vi redogjort för varför Petrogrands påstående i denna del inte är korrekt. Som framgår därav torde det dessutom vara mycket svårt att hävda att Sheltons aktiebud på Petrogrand är öoskäligtö om man samtidigt hävdar att apportemissionen som genomförs som ett led däri leder till ekonomisk utspädning för Sheltons befintliga aktieägare. Enligt vår mening är dessa två påståenden direkt motsägelsefulla.

Vi noterar vidare att Petrogrand har förvärvat cirka 16 procent av aktierna i Shelton efter Erbjudandets offentliggörande, *se bilagda flaggningsmeddelanden (uteslutet här)*. Såvitt vi känner till har mer än 10 procent av aktierna i Shelton förvärvats till en kurs om 18,60 kronor (dvs. budpriset). Givet att Petrogrand har förvärvat aktierna mot kontant betalning och utan Justeringsförbehåll kan vi inte se hur Justeringsförbehållet skulle kunna tillämpas i Erbjudandet med anledning av apportemissionen. Av punkten II.14 i takeover-reglerna följer nämligen att om villkoren i en sidoaffär är förmånligare för överlåtaren än villkoren i erbjudandet så ska budgivaren anpassa villkoren i erbjudandet därtill.

Avslutningsvis noterar vi under denna punkt att AMN 2014:12 inte redovisats i Press-

meddelandet (jfr föreskriften i II.3 i Takeover-reglerna samt AMN 2006:53).

#### *Fråga 5 Sammankallande av extra bolagsstämma*

Vi kan inte se att Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2014:13 är relevant för den aktuella frågeställningen, särskilt som styrelsen för Shelton ännu inte har uttalat sig om Erbjudandet och Erbjudandet ännu inte har fullföljts. Det finns en uppenbar risk att en eventuell ny styrelse i Shelton som öutsettsö av Petrogrand inte kommer att agera i samtliga målbolagets aktieägares bästa intressen. Shelton vidhåller vad som redan anförts i framställan i denna fråga.

#### *Fråga 6 Rösträtt på extra bolagsstämma*

Av samma skäl som anges i fråga 5 kan vi inte se att Aktiemarknadsnämndens uttalande i AMN 2014:13 har relevans i denna frågeställning. Shelton vidhåller vad som redan anförts i framställan i frågan.

### **ÖVERVÄGANDEN**

I lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA) finns bestämmelser om offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § LUA får ett offentligt uppköpserbjudande 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 innebär att den som vill lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende ett bolag med aktier upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm måste följa börsens takeover-regler. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2) och i övrigt uttala sig om vad som är god sed på aktiemarknaden.

Aktierna i Shelton är upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm.

### *Fråga 1 Erbjudandets finansiering*

De svenska takeover-reglerna går tillbaka på bl.a. EU:s takeover-direktiv. En grundläggande princip i direktivet och i de svenska reglerna är att en budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan utbetalas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa utbetalning av varje annat slag av vederlag. I linje därmed föreskrivs i punkten II.1 i takeover-reglerna att ett offentligt uppköpserbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet. Av kommentaren till samma bestämmelse framgår vidare att ett erbjudande får lämnas endast om budgivaren har en allvarligt menad avsikt att genomföra erbjudandet och har vidtagit noggranna förberedelser för att kunna göra detta. Enligt kommentaren till bestämmelsen innebär detta att budgivaren i fråga om ett helt eller delvis kontant erbjudande ska ha förvissat sig om att ha finansiella resurser att genomföra erbjudandet (jfr även AMN 2003:29). Budgivaren måste också förvissa sig om att erforderlig finansiering finns tillgänglig under hela erbjudandetiden, inklusive sådana förlängningar av acceptfristen som skäligen kan förväntas (AMN 2012:23).

Petrogrand har på nämndens begäran uppvisat ett bankintyg som utvisar att bolaget vid den tidpunkt då uppköpserbjudandet lämnades hade tillräckliga inlåningsmedel för att fullgöra erbjudandet i enlighet med uppställda fullföljandevillkoren och förbehåll. Som framgår under fråga 3 och 4 nedan var emellertid såväl Aktievillkoret som Justeringsförbehållet otillåtna. Petrogrand kan därför inte anses ha vidtagit de förberedelser i finansieringshänseende som ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Shelton kräver och har således i det hänseendet också handlat i strid med god sed på aktiemarknaden.

### *Fråga 2 Fullföljandevillkor avseende due diligence*

Det förekommer att budgivaren i samband med ett offentligt uppköpserbjudande framställer önskemål till målbolaget om att få genomföra en s.k. due diligence-undersökning för att få mer information om bolaget. I vilken utsträckning ett sådant önskemål kan och ska tillmötesgå ankommer enligt punkten II.20 i takeover-reglerna på målbolagets styrelse att avgöra med hänsyn till omständigheterna i det enskilda fallet och med beaktande först och främst av vilket utrymme som tillämplig lagstiftning, framför allt aktiebolagslagen, och Börsens regler lämnar



för sådant deltagande. Styrelsen måste också beakta reglerna om insiderhandel. Styrelsen får medge att målbolaget medverkar i en due diligence-undersökning endast om styrelsen bedömer det tilltänkta erbjudandet vara av intresse för aktieägarna att få ta ställning till och budgivaren, som en förutsättning för att lämna erbjudandet, skriftligen krävt att få genomföra undersökningen i fråga.

Av kommentaren till bestämmelsen framgår att en due diligence-undersökning efter det att ett erbjudande har offentliggjorts endast bör förekomma om det är nödvändigt för att bedöma om ett i erbjudandet uppställt fullföljandevillkor är uppfyllt eller inte.

Petrogrands begäran om due diligence-undersökning avser en undersökning *efter* erbjudandets offentliggörande. Det framgår emellertid inte att den skulle vara nödvändig för att bedöma om ett i erbjudandet uppställt fullföljandevillkor är uppfyllt eller inte. Begäran är därmed inte förenlig med god sed vid offentliga uppköpserbjudanden.

Petrogrand har också, i den sammanfattning av erbjudandet som finns på central plats i Pressmeddelandet, angivit att erbjudandets fullföljande är villkorat av att Petrogrand får genomföra en due diligence-undersökning av Shelton. I Petrogrands yttrande sägs att skrivningen ifråga inkluderats i sammanfattningen av misstag och, om nämnden förstår yttrandet korrekt, att Petrogrand endast velat informera om att man önskar genomföra en due diligence-undersökning. Nämnden saknar därmed anledning att gå in på möjligheten för en budgivare att inom ramen för takeover-reglerna uppställa villkor av detta slag för fullföljande av ett lämnat uppköpserbjudande. Nämnden återkommer nedan till vad Petrogrand gjort för att rätta till misstaget.

### *Fråga 3 Fullföljandevillkor avseende antal aktier i Shelton*

I Petrogrands Pressmeddelande, som lämnades den 21 mars 2014, angavs att Erbjudandet var villkorat av att det totala antalet aktier i Shelton inte uppgår till fler än 16 563 110 aktier. Den 25 mars 2014 offentliggjorde Petrogrand en rättelse vari meddelades att Erbjudandet omfattade 16 585 929 aktier, motsvarande det vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande sammanlagda antalet, hos Bolagsverket registrerade, aktier i bolaget.

I Petrogrands yttrande över Sheltons framställning anges att bakgrunden till fullföljandevillkoret var det bemyndigande att emittera nya aktier som styrelsen i Shelton beviljats vid en extra bolagsstämma och att Petrogrand i samband med Erbjudandet önskade fixera Erbjudandets totala värde.

Möjligheten att uppställa villkor för fullföljande av ett lämnat uppköpserbjudande regleras i punkten II.4 i takeover-reglerna. Av bestämmelsen framgår att ett fullföljandevillkor ska vara utformat så att det objektivt kan fastställas om det uppfyllts eller ej och att villkoret inte får vara utformat så att budgivaren själv har ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Syftet bakom reglerna är att en budgivare inte ska kunna uppställa villkor som i praktiken ger budgivaren möjlighet att fritt välja om denne vill fullfölja ett lämnat erbjudande eller inte.

Det nu aktuella villkoret var visserligen av sådant slag att det objektivt skulle ha kunnat fastställas om det uppfyllts eller ej och villkoret var inte heller utformat så att budgivaren Petrogrand direkt hade ett avgörande inflytande över dess uppfyllande. Med hänsyn till att Shelton med mycket stor sannolikhet skulle komma att emittera nya aktier som vederlag i Sheltons bud på Petrogrand och att det skulle komma att ske under tiden för Petrogrands bud på Shelton var villkoret emellertid så utformat att det närmast med säkerhet inte skulle kunna uppfyllas, något som också måste ha stått klart för Petrogrand. Ett sådant villkor strider mot syftet bakom punkten II.4 och får redan på den grunden inte uppställas.

I sitt yttrande över Sheltons framställning meddelade Petrogrand att Aktievillkoret skulle komma att frånfallas före börsens öppnande den 1 april 2014. Så skedde inte, men samma dag kl. 19.08 meddelades i ett pressmeddelande att villkoret frånfölls. Nämnden återkommer nedan till denna hantering.

#### *Fråga 4 Förbehåll om justering av vederlaget*

Petrogrand har i erbjudandet förbehållit sig rätten att justera vederlaget enligt följande:

*öPetrogrand förbehåller sig rätten att omräkna vederlaget per A-aktie, B-aktie, Konvertibel och Teckningsoption för det fall att antalet utestående Aktier, Konvertibler och/eller Teckningsoptioner skulle komma att ändras fram till utgången av acceptperioden.ö*

På förfrågan från Petrogrand inför Erbjudandet uttalade Aktiemarknadsnämnden i AMN 2014:12 att en avgörande förutsättning för en justering av vederlaget med anledning av att målbolaget Shelton emitterar nya aktier är öatt emissionen resulterar i att värdet per aktie i målbolaget minskarö.

Av Petrogrands yttrande över framställningen till nämnden framgår att det är Petrogrands uppfattning att utgivande av vederlagsaktier i Shelton leder till sådan värdeminskning som avses i nämndens uttalande. Nämnden har inte anledning att pröva huruvida så är fallet. Det står emellertid klart att det sätt på vilket förbehållet utformats i Pressmeddelandet inte återspeglar den fulla innebörden av nämndens beslut och närmast vilseleder läsaren. För detta förtjänar Petrogrand kritik.

#### *Fråga 5 Sammankallande till extra bolagsstämma*

Petrogrand har den 24 mars 2014, dvs. under pågående erbjudande, begärt att målbolaget Shelton sammankallar en extra bolagsstämma i syfte att besluta om utseende av minoritetsrevisor och en ny styrelse. För att denna begäran, såvitt avser utseende av ny styrelse, inte ska stå i strid med nämndens sedan länge etablerade praxis krävs att en ändring av styrelsens sammansättning bedöms vara av stor affärsmässig betydelse för bolaget (AMN 2014:13, 2009:14 och 2002:20). Petrogrand har inte påstått att så skulle vara fallet. Petrogrands begäran om stämma för detta ändamål strider därför mot god sed på aktiemarknaden i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Enligt nämndens mening kräver god sed att Petrogrand drar tillbaka förslaget om styrelseval.

#### *Fråga 6 Rösträtt på extra bolagsstämma*

Med hänsyn till vad som sagts under fråga 5 bortfaller, i enlighet med framställningen, fråga 6.

#### *Petrogrands hantering av erbjudandet*

En grundläggande bestämmelse i takeover-reglerna är, som påpekats ovan, att ett uppköpserbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet, se punkten II.1. Det innebär, som framgår av kommentaren till bestämmelsen bl.a. att ett erbjudande får offentliggöras endast om budgivaren har vidtagit noggranna förberedelser för att kunna göra detta.

Ett annat grundläggande krav, som slås fast i inledningen till takeover-reglerna, är att ett uppköpserbjudande, så långt det är möjligt, ska utformas så att det präglas av enkelhet och tydlighet och så att komplicerade moment kan förstås. Detta har också vid flera tillfällen betonats i nämndens praxis, se bl.a. AMN 2005:46, 2009:11 och 2013:12.

Enligt nämndens mening uppfyller Petrogrands agerande ifråga om budet på Shelton på flera punkter inte dessa krav.

Ett exempel är Pressmeddelandets innehåll ifråga om due diligence-undersökning. Det är inte förenligt med takeover-reglernas krav på förberedelser, att på central plats i den handling varigenom ett uppköpserbjudande lämnas av misstag inkludera vad som för läsaren måste uppfattas vara ett fullföljandevillkor (due diligence-villkoret). Såvitt nämnden förstår har Petrogrand inte heller gjort något för att rätta till misstaget och upplysa marknaden om att det inte är avsett att vara ett fullföljandevillkor. Tvärtom sägs i det pressmeddelande som skickades ut den 1 april om att Aktievillkoret frånfallits (se omedelbart nedan) att övriga villkor består oförändrade.

Ett annat exempel är den i fullföljandevillkoret om antalet aktier i målbolaget Shelton (öAktievillkoret) felaktiga uppgiften om antalet aktier, som dessutom rättades först fyra dagar senare. När det gäller detta villkor noterar nämnden också att Petrogrand i sitt yttrande till nämnden söndagen den 30 mars meddelade att detta villkor skulle komma att frånfallas före börsens öppnande tisdagen den 1 april. Något skäl till att, när beslutet uppenbarligen redan hade fattats, inte frånfalla villkoret redan måndagen den 31 mars anförs inte och så mycket mer anmärkningsvärt är att det inte kom att ske förrän efter börsens stängning den 1 april. Nämnden finner det sannolikt att Petrogrand avvaktat att frånfalla villkoret för att under tiden skaffa sig kunskap om i vilken utsträckning Sheltons bud accepterats och Shelton således skulle komma att emittera aktier som vederlag.

Ett tredje exempel är öJusteringsvillkoretö. Som nämnden ovan konstaterat återger villkoret inte den korrekta innebörden av det uttalande som Petrogrand i förväg inhämtat från nämnden om förutsättningarna för att få uppställa ett sådant villkor och redan för detta förtjänar alltså Petrogrand kritik. Med den innebörd som Petrogrand i sitt yttrande anser att öJusteringsvillkoretö har brister villkoret också i kravet på enkelhet och tydlighet.

Enligt nämndens mening har Petrogrand bl.a. i nu nämnda hänseenden inte agerat i enlighet med takeover-reglerna och brutit mot god sed i fråga om offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. För detta förtjänar Petrogrand kritik.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Johan Munck (ordförande), Peggy Bruzelius, Robert Ohlsson, Annika Poutiainen, Carl-Johan Pousette, Erik Sjöman och Klas Tollstadius.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

Rolf Skog