

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2020:58

2020-11-23

Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Nasdaq Stockholms takeover-regler. Uttalandet offentliggjordes 2020-12-15. I den offentliggjorda versionen har på sökandens begäran vissa uppgifter utelämnats.

[Detta uttalande gäller en planerad åtgärd som inte är allmänt känd. Enligt 26 § tredje stycket första meningen i stadgarna för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden får ett sådant uttalande inte offentliggöras av Aktiemarknadsnämnden förrän åtgärden vidtagits, gjorts allmänt känd av den som planerat åtgärden eller på annat sätt blivit allmänt känd. Uttalandet ska därför tills vidare inte offentliggöras.]

ÄRENDET

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 20 november 2020 en framställning från Roschier Advokatbyrå AB och Setterwalls Advokatbyrå AB på uppdrag av ett budkon-sortium. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anføres i huvudsak följande.

Inledning

EQT Fund Management S.à r.l. ("EFMS"), som företräder fonderna EQT IX Collect EUR SCSp och EQT IX Collect USD SCSp (gemensamt "EQT IX"), diskuterar sedan några månader tillbaka möjligheten att lämna ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna i Recipharm AB genom ett budkonsortium bestående av EQT IX och Recipharms två grundare och huvudägare, Lars Backsell och Thomas Eldered ("Grundarna").

Budkonsortiet och budkonsortieavtalen

Recipharm är noterat på Nasdaq Stockholm. Grundarna, som äger aktier i bolaget motsvarande drygt 25 % av kapitalet och 70 % av rösterna, är verksamma i bolaget som styrelseordförande respektive verkställande direktör. EQT IX äger inte några aktier i Recipharm.

EQT har följt Recipharm under en längre tid och har haft en generell dialog med Thomas Eldered om bolagets utveckling. EQT tog i september 2020 initiativ till transaktionen för att undersöka möjligheterna att ta bolaget privat genom ett gemensamt bud, där man kontaktade Grundarna, och diskussionen har pågått sedan dess. Grundarna har övervägt vad de vill avseende sitt ägande, inklusive att sälja sina aktier i bolaget men har, liksom vid tidigare liknande propåer, bestämt sig för att de vill fortsätta i bolaget och att EQT är en bra partner för att utveckla det i en privat miljö.

Grundarna och EQT är eniga om att den ökande konkurrensen liksom den allt snabbare konsolideringen inom branschen för medicinsk kontraktstillverkning medför stora utmaningar men också nya möjligheter för bolaget. Grundarnas vision är att Recipharm ska bli en global ledande aktör, vilket kräver såväl ökade resurser som en genomgripande förändring av dagens verksamhet. Parterna är eniga om att detta skulle göras bättre i en privat miljö och där Grundarnas erfarenhet, kompetens, nätverk, företagskultursbärande roll och fortsatta aktiva engagemang i bolaget samt EQT:s erfarenhet av framgångsrika förändringsprocesser är viktiga beståndsdelar.

EQT IX och Grundarna har mot denna bakgrund diskuterat förutsättningarna för att lämna ett gemensamt erbjudande om förvärv av resterande aktier i Recipharm. Några diskussioner eller sonderingar med andra aktieägare i bolaget har aldrig varit aktuella.

Om erbjudandet blir framgångsrikt och fullföljs, kommer Grundarna på sedvanligt sätt att tillskjuta sina aktier i Recipharm till budkonsortiets gemensamma Budbolag och EQT IX kommer att tillskjuta de kontanta medel som krävs för att genomföra erbjudandet, utöver extern finansiering som tas upp av Budbolaget.

Framtida ägande i Budbolaget

Parterna kommer, efter Erbjudandes fullföljande, att äga proportionerliga andelar av Budbolaget i förhållande till de ekonomiska värden som tillförs av respektive part. Grundarnas aktier kommer oavsett aktieslag och röstvärde, att värderas till erbjudandepriiset i erbjudandet. Indikativt kommer EQT IX att äga cirka 70% och Grundarna cirka 30% av Budbolaget. Ägandet i Budbolaget kan dock komma att justeras beroende av bland annat storleken på den externa lånefinansiering som Budbolaget tar upp, Budbolagets transaktionskostnader och den utspädning som ett framtida incitamentsprogram medför. Aktiestrukturen i Budbolaget förväntas utgå från både stamaktier och preferensaktier, där EQT IX och Grundarna kommer äga proportionerligt lika mycket av de båda aktieslagen och ta proportionelig del av såväl ekonomisk uppsida som nedsida.

Erbjudandets genomförande

EQT IX kommer i egenskap av huvudägare i Budbolaget att ha det bestämmande inflytandet över strategin och Erbjudandets utformning och genomförande [...].

Övriga väsentliga villkor rörande Budkonsortiet och Budbolaget

Parterna har överenskommit om väsentligen följande.

- EQT IX kommer som huvudägare att tillsätta majoriteten av styrelsen i Budbolaget och Bolaget. Varje Grundare kommer att kunna tillsätta en ledamot (eller i vissa fall en gemensam ledamot) så länge som denne äger minst [X] % av Budbolaget.

- Styrelsen kommer att besluta om och godkänna affärsplanen och det är även fastslaget att Grundarna ska hjälpa till med att arbeta fram affärsplanen. Därvid finns det inget veto för Grundarna i sig men långtgående konsultationsrättigheter och skyldigheter enligt avtalet, och som en följd av deras styrelsepositioner.
- Grundarna kommer i tillägg till vissa av aktiebolagslagens regler, att erhålla vissa utökade minoritetsskydds rättigheter och kommer även att ha veto mot vissa beslut, bland annat;
 - [...];
 - godkännande av budget;
 - [...];
 - avyttring av tillgångar eller genomförande av vissa investeringar som överstiger SEK [...];
 - utseende av verkställande direktör (dock noteras att en av Grundarna är nuvarande VD och att Grundarna inte kommer ha veto rörande tillsättande av ny VD att ersätta Grundaren) under en period om [...] år efter genomförandet av VD-bytet där Grundaren ersätts;
 - [...]; samt
 - [...].
- Till förtydligande kring VD specifikt så utses VD av styrelsen, där Grundarna kommer att ha två styrelseplatser men inte majoritet. Thomas Eldered kan efter beslut av styrelsen entledigas som VD utan Grundarnas veto (vilket annars skulle medföra en intressekonflikt) varpå styrelsen i det fallet kommer att tillsätta en ny VD. Under en period av [...] år efter att en ny potentiell VD har tillsatts, har Grundarna veto mot utseendet av VD.
- Grundarna kommer även att ha en rätt att skydda sin ägarandel eller sitt värde i Budbolaget i samband med emissioner.
- EQT IX styr i egenskap av huvudägare när och på vilket sätt en exit kan ske. EQT IX bedömer i nuläget att en exit tidigast kan ske tre år efter Erbjudandets fullföljande, men grundantagandet är att exit kommer att ske inom fyra till sju år.
- Varken Grundarna eller EQT IX kommer att ha någon rätt att påkalla att den ena parten förvärvar den andra partens aktier i Budbolaget.

- Grundarna får under en period om sju år från Erbjudandets fullföljande inte överlåta sina aktier i Budbolaget utan EQT IXs godkännande (med undantag för vissa begränsade överlåtelser till närstående bolag och familj). Efter de sju åren finns det en förköpsrätt för EQT IX. Detta innebär att samarbetet är långsiktigt och att det finns en gemensam inlåsning om 7 år där Parterna inte kan sälja sina aktier med mindre än att en gemensam exit är för handen.
- Budkonsortieavtalen är långsiktiga och kommer initialt att löpa på [*en längre tid*], med en möjlighet till förlängning om en exit inte skett dessförinnan. Avtalet upphör i samband med en exit.

Hemställan

Budkonsortiet hemställer att Aktiemarknadsnämnden uttalar att Budkonsortiet och Budkonsortieavtalen inte medför annat än att Grundarna ska betraktas som de facto-budgivare, att Erbjudandet därmed är förenligt med likabehandlingsprincipen i punkten II.10 i takeover-reglerna, att reglerna om för-, sido- och efteraffärer i punkterna II.13-15 i takeover-reglerna därmed inte är tillämpliga på Grundarnas deltagande i Budkonsortiet, samt att Budkonsortiet, Budkonsortieavtalen och Erbjudandet såsom dessa beskrivits i framställan i övrigt är förenliga med takeover-reglerna och god sed på aktiemarknaden.

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 ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka takeover-reglerna (punkten I.2) och att i övrigt uttala sig om vad som är god sed på den svenska aktiemarknaden.

Nämnden gör följande bedömning.

En grundläggande princip i takeover-reglerna är att aktieägare i målbolaget ska behandlas

lika. Principen kommer bl.a. till uttryck i punkten II.10 enligt vilken alla innehavare av aktier med identiska villkor ska erbjudas ett till såväl form som värde identiskt vederlag per aktie. En budgivare är således förhindrad att inom ramen för erbjudandet erbjuda viss eller vissa, men inte alla, aktieägare att exempelvis förvärva aktier i budgivarbolaget eller i annat bolag eller att förvärva annan tillgång.

Det förekommer sedan länge uppköpserbjudanden på den svenska marknaden i vilka en eller flera aktieägare i målbolaget deltar i erbjudandet som delägare i ett budgivarbolag. Det kan handla om att en eller flera aktieägare genom ett gemensamt ägt, för ändamålet tillskapat, budgivarbolag lämnar ett erbjudande om förvärv av aktierna i målbolaget. Det kan också handla om att några större aktieägare tillsammans med exempelvis ett private equity-bolag lämnar ett sådant erbjudande.

Huruvida ett förfarande av nu nämnt slag är förenligt med likabehandlingsprincipen får enligt kommentaren till punkten II.10 avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning av huruvida parterna i budgivarbolaget de facto är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Några bestämda kriterier för hur den prövningen ska göras finns inte och låter sig inte heller uppställas. I kommentaren till punkten II.10 nämns ett antal omständigheter som kan beaktas i sammanhanget. Sådana omständigheter är enligt kommentaren hur många aktieägare som kontaktats rörande delägarskap i budgivarbolaget, vilken typ av aktieägare det handlar om, på vems initiativ och när diskussionerna om samverkan startade, på vilket sätt aktieägaren i fråga bidragit till finansiering av budgivarbolaget samt vilka villkor som gäller för deläggande i och utträde ur budgivarbolaget. Uppräkningen är inte uttömmande; nämnden kan i det enskilda fallet beakta även andra omständigheter och lägga olika vikt vid de olika omständigheterna.

I det nu aktuella fallet avser private equity-bolaget EQT genom fonden EQT IX att tillsammans med två stora aktieägare, Grundarna, lämna ett erbjudande om förvärv av samtliga aktier i Recipharm. EQT IX äger idag inte några aktier i Recipharm medan Grundarna är bolagets huvudägare och äger omkring 25 procent av aktierna med omkring 70 procent av rösterna i bolaget.

Initiativet till det planerade erbjudandet togs enligt framställningen av EQT. I framställningen sägs vidare att Grundarna övervägt att sälja sina aktier, såvitt nämnden förstår till EQT, men

”liksom vid tidigare liknande propåer, bestämt sig för att de vill fortsätta i bolaget och att EQT är en bra partner för att utveckla det i en privat miljö”. Beskrivningen talar i sig inte för att betrakta Grundarna som de facto-budgivare. Mot det måste emellertid vägas bland annat följande i framställningen angivna omständigheter.

EQT har inte kontaktat och har inte för avsikt att kontakta några andra aktieägare än Grundarna, som förutom att vara bolagets grundare och huvudägare också är bolagets styrelseordförande respektive VD.

Erbjudandet kommer att lämnas genom ett för ändamålet uppsatt budbolag till vilket Grundarna, om erbjudandet fullföljs, kommer tillskjuta samtliga sina aktier i Recipharm och EQT IX tillskjuta de kontanta medel som krävs för att genomföra erbjudandet. Indikativt kommer EQT IX att äga cirka 70 % och Grundarna cirka 30 % av budbolaget. EQT IX kommer i egenkap av huvudägare ha det bestämmande inflytandet över budstrategin och erbjudandets utformning och genomförande [...].

Efter budets fullföljande kommer parternas andelar i budbolaget stå i proportion till de ekonomiska värden som de har tillfört. Grundarnas aktier kommer oavsett aktieslag och röstvärde, att värderas till erbjudandepriiset i erbjudandet.

EQT IX kommer som huvudägare att tillsätta majoriteten av styrelsen i budbolaget och Recipharm. Grundarna kommer emellertid att kunna tillsätta en ledamot vardera (eller i vissa fall en gemensam ledamot).

Styrelsen kommer att besluta om och godkänna affärsplanen men Grundarna ska medverka till att ta fram densamma. Grundarna kommer inte ha någon vetorätt i sammanhanget men konsultationsrättigheter och skyldigheter, såväl enligt avtalet som till följd av deras rätt att utse styrelseledamöter. Grundarna kommer ha vetorätt ifråga om budgeten liksom ifråga om avyttring av tillgångar, genomförande av vissa större investeringar samt i vissa andra frågor. Efter ett potentiellt initialt VD-byte kommer Grundarna också ha en tidsbegränsad vetorätt i fråga om tillsättande av ny VD.

EQT IX kommer i egenskap av huvudägare besluta när och på vilket sätt en exit kan ske. Enligt framställningen bedömer EQT IX idag att en exit kan ske tidigast tre år efter erbjudandets fullföljande, men grundantagandet är att exit kommer att ske inom fyra till sju år.

Varken Grundarna eller EQT IX kommer att ha någon rätt att påkalla att den ena parten förvärvar den andra partens aktier i budbolaget.

Grundarna får under en period om sju år från erbjudandets fullföljande inte överlåta sina aktier i budbolaget utan EQT IX:s godkännande. Därefter kommer EQT IX att ha förköpsrätt till Grundarnas aktier.

Budkonsortieavtalen kommer initialt att löpa på [*en längre tid*] med en möjlighet till förlängning om en exit inte skett dessförinnan.

Vad nu sagts och vad som i övrigt anförs i framställningen ger enligt nämndens mening stöd för att anse Grundarna vara de facto-budgivare snarare än särbehandlade aktieägare. I ljuset av vad som i framställningen sägs om initiativet till budplanerna noterar nämnden särskilt att det inte finns någon rätt för Grundarna att bli utlöst av EQT.

Vid en helhetsbedömning och under de i framställningen angivna omständigheterna anser nämnden det planerade erbjudandet förenligt med takeover-reglerna och finner det inte heller i övrigt möta några hinder från synpunkten av god sed på aktiemarknaden.

I behandlingen av detta ärende har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Sten Andersson, Jan-Mikael Bexhed, Carl Johan Högbom, Nina Macpherson, Eva Persson, Anne Rannaleet, Hans Schedin och Klas Tollstadius.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog