

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2021:43**

**2021-09-28**

*Detta uttalande är meddelat av Aktiemarknadsnämnden med stöd av Kollegiets för svensk bolagsstyrning takeover-regler för vissa handelsplattformar.*

### **ÄRENDET**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 1 september 2021 en framställning från Nasdaq Stockholm. Framställningen rör tolkning av punkten II.3 i takeover-reglerna.

### **FRAMSTÄLLNING**

I framställningen anförs följande.

Den 13 april 2021 kl. 07.30 offentliggjorde LSTH Svenska Handelsfastigheter AB ("Svenska Handelsfastigheter" eller "Bolaget"), org.nr 559009-2325, ett pressmeddelande med information om ett offentligt uppköpserbud till aktieägarna i Tre Kronor Property Investment AB, ett bolag vid tidpunkten listat på Nasdaq First North Growth Market, Bilaga 1 (*utesluten här*). I pressmeddelandet angavs bland annat följande:

*"Svenska Handelsfastigheter har inhämtat ett åtagande (så kallad "irrevocable") att acceptera Erbjudandet från Citifa AB (som ägs av Olof Andersson, Jan Barchan och Mats Cederholm), som åtagit sig att lämna in sammanlagt 982 644 aktier, vilket motsvarar cirka 9,6 procent av aktierna och rösterna i Tre Kronor. Åtagandet är villkorat av att konkurrerande bud inte lämnas med ett vederlag som överstiger vederlaget i Erbjudandet med en viss angiven nivå."*

Enligt punkten II.3 i takeover-reglerna ska ett budpressmeddelande innehålla uppgift om i vilken utsträckning budgivaren erhållit bindande eller villkorade utfästelser om accept av erbjudandet från aktieägare i målbolaget. I kommentaren till punkten II.3 i takeover-reglerna tydliggörs att villkoren för sådana utfästelser ska redovisas, så att det framgår under vilka omständigheter aktieägaren inte är bunden av sitt acceptåtagande.

### *Hemställan*

Nasdaq Stockholm hemställer mot bakgrund av det ovan anförda att Aktiemarknadsnämnden uttalar sig om huruvida Svenska Handelsfastigheters budpressmeddelande den 13 april 2021 – trots avsaknad av information om vid vilken nivå hos ett konkurrerande bud som Citifa AB inte längre skulle vara bunden av dess åtagande gentemot Bolaget – var förenligt med punkten II.3 i takeover-reglerna.

### **Svenska Handelsfastigheters yttrande**

Svenska Handelsfastigheter har yttrat sig över framställning och därvid anfört följande.

Det underliggande händelseförloppet i anslutning till Svenska Handelsfastigheters offentliggörande av erbjudandet till aktieägarna i Tre Kronor Property Investment AB ("Tre Kronor") ("Erbjudandet") kan sammanfattas i följande punkter:

- Den 13 april offentliggjorde Svenska Handelsfastigheter Erbjudandet genom pressmeddelandet som bilagts Nasdaqs brev;
- Den 4 maj offentliggjorde Trophi Fastigheter AB ("Trophi") ett konkurrerande erbjudande till Tre Kronors aktieägare där ett högre pris erbjöds;
- Den 6 maj höjde Svenska Handelsfastigheter priset i Erbjudandet och upplyste att budgivaren förvärvat 10,05 % av aktierna i Tre Kronor;
- Den 11 maj återkallade Trophi sitt konkurrerande erbjudande;
- Den 21 maj meddelade Svenska Handelsfastigheter att budgivaren, pga. inlämnade aktier i Erbjudandet, kontrollerade 89,4 % av aktierna i Tre Kronor, att 90 %-villkoret frånfölls samt att Erbjudandet fullföljdes.

I det pressmeddelande varigenom Erbjudandet offentliggjordes framgick bland annat:

*”Svenska Handelsfastigheter har inhämtat ett åtagande (s.k. ”irrevocable”) att acceptera erbjudandet från Cetifa AB (som ägs av Olof Andersson, Jan Barchan och Mats Cederholm), som åtagit sig att lämna in sammanlagt 982 644 aktier, vilket motsvarar ca 9,6 % av aktierna och rösterna i Tre Kronor. Åtagandet är villkorat av att konkurrerande bud inte lämnas med ett vederlag som överstiger vederlaget i Erbjudandet med en viss angiven nivå”.*

Denna uppgift lämnades till fullgörande av föreskriften i punkten II.3 i takeover-reglerna att pressmeddelandet ska innehålla bland annat *”uppgift om i vilken utsträckning budgivaren erhållit bindande eller villkorade utfästelser om accept av erbjudandet eller om aktieägare har gjort positiva uttalanden om erbjudandet”.*

I den kommenterande text som åtföljer punkten II.3 framgår bland annat att *”... Ett exempel på en villkorad accept är att aktieägaren förklarat att denne kommer att acceptera erbjudandet under förutsättning att inte någon annan lämnar ett mer förmånligt erbjudande. Villkoren ska i sådant fall redovisas så att det framgår under vilka omständigheter aktieägaren inte är bunden av sitt acceptåtagande. Har sonderingar beträffande erbjudandet hos aktieägare endast lett till positiva uttalanden ska detta framgå. Det är i det fallet väsentligt att det av pressmeddelandet tydligt framgår att uttalandena inte utgör bindande utfästelser”.*

Av punkten II.3 och kommentaren därtill framgår således inte annat än att budgivaren ska upplysa om huruvida erhållna acceptåtaganden är villkorade eller inte och under vilka omständigheter en aktieägare inte längre är bunden av sitt åtagande, t.ex, förekomsten av *”ett mer förmånligt erbjudande”*. Vidare ska sådana åtaganden – villkorade eller ovillkorade – särskiljas från blott positiva, oförbindande, uttalanden. Varken av punkten II.3 eller den kommenterande texten framgår att, som Nasdaqs formulering av frågeställningen synes antyda, specifik *”information om vid vilken nivå på ett konkurrerande bud som Citifa AB inte längre skulle vara bunden av dess åtagande”* ska lämnas. Inte heller följer något sådant krav på detaljrikedom av Aktiemarknadsnämndens praxis eller doktrin på området.

Vidare ska följande beaktas. Pressmeddelanden i andra offentliga erbjudanden visar på en spridning i hur budgivare beskriver innebörden av ett villkorat acceptåtagande. I vissa fall är beskrivningarna detaljerade, med angivande bland annat av den prisnivå där åtagandet upphör. I andra fall kan beskrivningen av åtagandet vara mer summarisk.

Uppgift om att det finns en prisnivå där åtagandet upphör kan antas vara av intresse främst för en konkurrerande budgivare. En aktieägare som lämnar ett acceptåtagande kan i många fall ha ett kommersiellt intresse av att en eventuell konkurrerande budgivare får kännedom om att det finns en möjlighet att vid *visst* högre pris kunna komma över ägarens aktiepost. Detta är en affärsmässig bedömning för den säljande aktieägaren som denne rimligen har rätt att disponera över.

Det är dock ett lika rimligt och legitimt intresse hos en säljande aktieägare, som i det nu aktuella budet, att vederbörandes prisförväntningar *inte* röjs till en bredare allmänhet och särskilt inte till en konkurrerande budgivare. Den senare kan då kalibrera ett motbud utifrån vetskapen om vad aktieägaren, vid förhandling om det första budet, var beredd att acceptera (ett pris som för övrigt kanske inte längre är acceptabelt för säljaren). Den budgivare som överväger ett konkurrerande bud kan därefter, genom de uppgifter om säljande aktieägare som ska lämnas i pressmeddelande, söka kontakt med aktieägaren för att efterhöra vid vilket pris denne är beredd att så att säga "byta sida". Aktieägaren hamnar då, allt annat lika, i en svagare förhandlingsposition och tvingas "förhandla" med sig själv i stället för att frankt kunna möta en konkurrerande budgivare med frågan vad denne är beredd att motbjuda. I Svenska Handelsfastigheters pressmeddelande fanns en mycket tydlig och klar uppgift om vilka aktieägare som gjort acceptåtaganden.

De olika överväganden aktieägare i målbolaget kan tänkas göra illustreras, anekdotiskt, genom ett par aktuella budsituationer avseende två mycket stora målbolag noterade på Nasdaq Main Market, nämligen Veoneer och Sobi.

Det första exemplet avser Magnas samgående med Veoneer som offentliggjordes genom ett pressmeddelande den 23 juli 2021. Där lämnades bland annat uppgifter om bakgrund och skäl för transaktionen samt om transaktionsstruktur. Vidare framgick att "*Veoneers aktieägare AMF, Cevian, AP4 och Alecta, som tillsammans representerar ca 40% av utestående stamaktier i Veoneer antingen ingått avtal med Magna eller indikerat sitt stöd för att bland annat och under vissa villkor med sina aktier rösta för transaktionen*". Offentliggörandet hade en omedelbart kurshöjande effekt på Veoneers depåbevis.

Det andra exemplet avser Advents och GICs bud på Sobi som offentliggjordes genom pressmeddelande den 2 september 2021. Däri lämnades också uppgifter om bakgrund och skäl för

transaktionen samt om transaktionsstrukturen. Vidare framgick att budgivaren ”erhållit bindande åtaganden att acceptera erbjudandet från Investor och Fjärde AP-fonden representerande 43,41% av aktier och röster i Sobi”. I sammanfattningen i pressmeddelandet karaktäriseras Investors och fjärde AP-fondens åtagande som ”oåterkalleligt” men i den närmare redogörelsen senare i pressmeddelandet framgår att ”om en tredje part före utgången av acceptperioden för Erbjudandet (eller under någon förlängning därav) lämnar ett offentligt uppköps-erbjudande att förvärva samtliga utestående aktier i Sobi och (i) erbjudandets värde per aktie motsvarar eller överstiger 251 kronor och (ii) styrelsen för Sobi enhälligt ... rekommenderar aktieägarna att acceptera ett sådant erbjudande, har var och en av Investor och Fjärde AP-fonden rätt att återkalla sina accepter av Erbjudandet och acceptera erbjudandet från den tredje parten”. Offentliggörandet hade en omedelbart kurshöjande effekt på Sobis aktie.

I en efterföljande intervju med företrädare för Fjärde AP-fonden (Dagens Industri 2 september 2021<sup>1</sup>) förklaras bakgrunden till utformningen av aktieägarnas åtagande, däribland ”tröskeln” om 251 kronor vara ”... en eftergift som vi får betalt för. Det skickar också en signal till andra potentiella intressenter att på 251 kronor och uppåt så finns det 43% av bolaget”.

Det är naturligtvis vanskligt att reda ut parternas bakomliggande motiv till olikheterna i hur detaljerat man önskat redogöra för villkoren i accept-/röståtaganden från aktieägare men en nog så rimlig slutsats är att parterna, på lika goda och legitima grunder, haft olika intressen och därför gjort olika överväganden i linje med vad som beskrivits ovan.

Det bör vidare beaktas att ett acceptåtagande i sig inte utgör hinder för en konkurrerande budgivare att lägga vilket konkurrerande högre bud som helst med förhoppning om framgång. Det visas för övrigt, med önskvärd tydlighet, av att den konkurrerande budgivaren, Trophi, lämnade ett väsentligt högre bud än Svenska Handelsfastigheters initiala bud. Svenska Handelsfastigheters initiala bud uppgick till 151 kronor/aktie (med avdrag för utdelning om 2,05 kronor), alltså i realiteten 148,95 kronor/aktie. Trophis konkurrerande bud, vilket rekommenderades av Tre Kronors styrelse, uppgick till 160 kronor/aktie (utan avdrag för utdelningen). Svenska Handelsfastigheter bemötte därefter detta genom att höja sitt bud till 163 kronor/aktie (utan avdrag för utdelningen), vilket också det rekommenderades av Tre Kronors styrelse, varefter Trophi återkallade sitt bud.

---

<sup>1</sup> <https://www.di.se/live/ap4-sobis-budgivare-har-fatt-betala-for-budsparr/>

Sammanfattningsvis kan detta rimligen inte betecknas som annat än ett utomordentligt gynnsamt utfall för Tre Kronors aktieägare, helt i linje med takeover-reglernas övergripande syfte och målsättning.

Enligt Svenska Handelsfastigheters bedömning är det härigenom klarlagt att det pressmeddelande varigenom erbjudandet till Tre Kronors aktieägare offentliggjordes, var förenligt med punkten II.3 i takeover-reglerna.

## ÖVERVÄGANDEN

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har utfärdat takeover-regler för vissa handelsplattformar. Aktiemarknadsnämnden kan enligt punkten I.2 i takeover-reglerna ge besked om hur reglerna ska tolkas och tillämpas samt medge undantag från reglerna, om särskilda skäl föreligger.

Nämnden för följande bedömning.

I takeover-reglerna förutsätts att budgivare inför erbjudandets lämnande kan försäkra sig om accepter från aktieägare i målbolaget genom att skaffa acceptåtaganden ("irrevocable undertakings" eller "irrevocables") från dem. Det framgår bl.a. av punkten II.3 som ålägger budgivaren att i budpressmeddelandet upplysa om sådana åtaganden. I AMN 2016:16 konstaterade nämnden att när budgivaren upplyser om irrevocables som erhållits bör även den väsentliga innebörden av garantiarrangemangen framgå. Nämndens uttalande föranledde sedermera att det i kommentaren till punkten II.3 nu uttalas att "*Villkoren ska (i sådant fall) redovisas så att det framgår under vilka omständigheter aktieägaren inte är bunden av sitt acceptåtagande.*"

I likhet med flera av de andra krav som i punkten II.3 uppställs i fråga om innehållet i ett budpressmeddelande är ett viktigt motiv till kravet att i meddelandet upplysa om eventuella irrevocables att marknaden ska ges underlag för prissättningen av aktierna i målbolaget. Samma motiv ligger bakom kravet att det ska framgå under vilka omständigheter aktieägaren inte är bunden av sitt acceptåtagande. I linje därmed är det inte tillfyllest att, som i Svenska Handelsfastigheters budpressmeddelande endast ange att ett visst åtagande är villkorat av att ett konkurrerande bud inte lämnas med ett vederlag som överstiger vederlaget i erbjudandet

med “en viss angiven nivå”. För att upplysningen ska vara förenlig med punkten II.3 måste den avtalade nivån framgå.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit ledamöterna Marianne Lundius (ordförande), Jan-Mikael Bexhed, Ramsay Brufer, Eva Hägg, Wilhelm Lüning, Nina Macpherson och Anne Rannaleet

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

Rolf Skog