

Aktiemarknadsnämndens uttalande 2023:37

2023-07-14

Uttalandet offentliggjort i anonymiserad form.

[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 5 juli 2023 en framställning från Baker & McKenzie Advokatbyrå på uppdrag av X. Framställningen rör tolkning av Nasdaq Stockholms takeover-regler.

FRAMSTÄLLNING

I framställningen anför följande.

X, ett bolag med säte i A och vars aktier är noterade på Nasdaq Stockholm, har mottagit preliminära indikationer att en än så länge icke namngiven global fondförvaltare/finansiell institution är i ett väldigt tidigt skede att etablera en entitet som sannolikt kommer att ha sitt säte på A ("Budgivaren") och därefter lämna ett offentligt uppköpserbudande avseende samtliga utestående aktier i X. Såvitt X förstår skulle ett offentligt uppköpserbudande struktureras såsom

anges nedan. Innan X lägger tid och resurser på en potentiell transaktion vill X som en proaktiv åtgärd förstå möjligheten för Budgivaren att genomföra ett sådant offentligt uppköpserbjudande enligt takeover-reglerna, om det skulle materialiseras.

Det förväntas att aktieägarna i Budgivaren kommer att bestå av i) fondförvaltaren/den finansiella institutionen, som inte är aktieägare i X, samt (ii) en eller fler existerande aktieägare, som kan komma att inkludera VD och en styrelseledamot (följaktligen skulle avsnitt III i takeover-reglerna komma att bli tillämpliga) (de "Befintliga Aktieägarna", och tillsammans med fondförvaltaren/den finansiella institutionen, "Budkonsortiet").

Aktieägarmässigt kan de Befintliga Aktieägarna komma att inkludera X två största aktieägare, vilka tillsammans innehar cirka 40 procent av aktierna.

X har fått information om att följande åtgärder avses att vidtas inför ett potentiellt bud i samband med etableringen av Budkonsortiet:

1. Innan offentliggörandet av ett offentligt uppköpserbjudande avser de Befintliga Aktieägarna att ingå avtal enligt vilka i) den större delen av de Befintliga Aktieägarnas aktier kommer att tillskjutas Budgivaren, och ii) återstoden av de Befintliga Aktieägarnas aktier kommer att förvärfvas av Budgivaren mot kontant ersättning (båda dessa åtgärder kommer att genomföras om och när det står klart att det offentliga uppköpserbudandet kommer att slutföras).
2. Ersättningen för de Befintliga Aktieägarnas aktier kommer således att bestå av dels onoterade aktier i Budgivaren, dels kontant ersättning. De exakta proportionerna mellan aktier och kontant vederlag kommer att slutligt bestämmas i takt med att förberedelserna fortskrider, men ambitionen är att fondförvaltaren/den finansiella institutionen slutligen ska äga cirka 20–30 procent av aktierna i Budgivaren, medan de Befintliga Aktieägarna, i ett första skede, äger resterande aktier (dvs. intill dess det står klart hur många av X aktieägare som väljer aktier i Budgivaren som vederlag (se nedan)).

Med hänsyn till aspekterna kring konceptet om *de facto*-budgivare och likabehandling när existerande aktieägare utgör en del av ett budkonsortium (framför allt med avseende på punkten II.10 i takeover-reglerna) avser Budgivaren att erbjuda *samtliga* aktieägare i X möjlighet att, på motsvarande sätt som de Befintliga Aktieägarna, välja vederlag i form av:

1. enbart aktier (av samma aktieslag) i Budgivaren,
2. enbart kontant ersättning eller
3. en kombination av aktier (av samma aktieslag) i Budgivaren och kontanter i proportioner som bestäms av respektive aktieägare.

De erbjudna aktierna i Budgivaren och den kontanta delen av vederlaget kommer att vara likvärdiga i termer av värde (vilket kommer att styrkas av Budgivaren), och det kommer stå X:s aktieägare helt fritt att välja det vederlag som passar aktieägarens preferenser (eventuellt med undantag för oundvikliga fraktioner med tanke på utbytesförhållandet mellan en aktie i X och en aktie i Budgivaren). Den kontanta delen i uppköpserbudandet kommer med all sannolikhet att tillhandahållas av fondförvaltaren/den finansiella institutionen.

X förstår vidare att samtliga aktieägare i X (inklusive de Befintliga Aktieägarna som är del av Budkonsortiet) kommer att likabehandlas och att det inte kommer finnas några fördelar för de Befintliga Aktieägarna som inte också kommer övriga aktieägare tillgodo.

X har även blivit informerade om att Budgivaren kommer att åta sig att tillse att aktieägare i X fullt ut kan bli aktieägare i Budgivaren och därigenom utöva sina rättigheter som aktieägare i Budgivaren på motsvarande sätt som de Befintliga Aktieägarna. Fullständig information om aktieägares rättigheter i Budgivaren kommer att inkluderas i prospektet avseende det offentliga uppköpserbudandet (se nedan).

Syftet med den tilltänkta transaktionsstrukturen är att tillförsäkra att alla X aktieägare behandlas lika, både vad avser vederlag samt efterföljande behandling när det offentliga uppköpserbudandet är genomfört.

X har förstått att det i dagsläget inte är bestämt om det kommer att finnas bestämmelser i Budgivarens bolagsordning avseende drag along och tag along rights, men att likabehandling ska gälla i alla delar, även vad avser exit från Budgivaren.

Efter slutförandet av ett offentligt uppköpserbudande kommer bolagsstyrningen i Budgivaren att baseras på lokala regler, dvs. primärt lagar och regler i A om Budgivaren etablerar sig där. I Bilaga 1 (*utesluten här*) ges en översikt av vissa centrala bolagsstyrningsfrågor på A.

I och med att aktier ska utgöra del av vederlaget i det offentliga uppköpserbudandet kommer Budgivaren att behöva upprätta ett prospekt enligt EU:s prospektförordning och erhålla godkännande av sådant prospekt från svenska Finansinspektionen innan det offentliggörs. I enlighet med tillämpliga prospektregler skulle ett prospekt behöva innehålla relevant information om Budgivaren och det offentliga uppköpserbudandet, inklusive information om aktieägares rättigheter i Budgivaren och processen för att acceptera och erhålla aktier i Budgivaren.

Givet vederlagsstrukturen och behandlingen av aktieägarna enligt ovan är X initiala bedömning, som delas av Baker McKenzie, att konceptet avseende *de facto*-budgivare och konsekvenserna därav (bl.a. inlåsningsperiod för medlemmar i ett budkonsortium som också är målbolagsaktieägare och värderingsaspekterna i samband med en exit (full riskexponering)) inte skulle vara tillämpliga, allt under förutsättning att den information som X har erhållit är korrekt.

Hemställan

Baserat på ovanstående beskrivning hemställer X att Aktiemarknadsnämnden tillhandahåller ett uttalande avseende huruvida den övervägda strukturen för det offentliga uppköpserbudandet är förenligt med takeover-reglerna, likabehandlingsprincipen i allmänhet och regel II.10 i takeover-reglerna i synnerhet.

ÖVERVÄGANDEN

I LUA finns bestämmelser om offentliga uppköpserbudanden avseende aktier. Enligt 2 kap. 1 § första stycket LUA får ett offentligt uppköpserbudande 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. Enligt 2 kap. 1 § andra stycket 2 gäller detta även ett offentligt uppköpserbudande avseende aktier i ett utländskt bolag, om aktierna är upptagna till handel bara på en reglerad marknad i Sverige. X är ett bolag med säte i A, vars aktier är upptagna till handel endast på Nasdaq Stockholm, som är en reglerad marknad. Vid ett offentligt uppköpserbudande avseende aktierna i X är

således Nasdaq Stockholms takeover-regler tillämpliga. Det ankommer på Aktiemarknadsnämnden att tolka och pröva frågor om dispens från dessa regler (punkten I.2).

Nämnden vill inledningsvis uppmärksamma X på att ett offentligt uppköpserbudande avseende bolagets aktier under vissa förutsättningar kan omfattas även av de brittiska takeover-reglerna, se The City Code on Takeovers and Mergers, Introduction punkten 3 A (ii). Det ankommer inte på nämnden att fastställa huruvida så är fallet och nämnden behandlar i det följande X framställan med utgångspunkt uteslutande i de svenska reglerna.

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 aktieägare exempelvis att förvärva aktier i budgivarbolaget.

Det förekommer sedan länge uppköpserbudanden i vilka en eller flera aktieägare i målbolaget deltar i erbjudandet i egenskap av delägare i budgivarbolaget. Det kan exempelvis handla om att några större ägare i målbolaget samverkar med exempelvis ett private equity-bolag och genom ett gemensamt ägt, för ändamålet tillskapat, budgivarbolag lämnar ett erbjudande om förvärv av aktierna i målbolaget. Huruvida ett sådant förfarande är förenligt med likabehandlingsprincipen får enligt kommentaren till punkten II.10 avgöras från fall till fall genom en helhetsbedömning, där huvudfrågan är huruvida parterna i budgivarbolaget/konsortiet de facto är budgivare eller särbehandlade aktieägare i målbolaget. Omständigheter att beakta vid en sådan bedömning kan enligt kommentaren vara 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. Nämnden har i ett par fall funnit omständigheterna vara sådana att förfarandet varit förenligt med regelverket, se bl.a. AMN 2020:58.

Enligt kommentaren till punkten II.10 är det inte förenligt med regelverket att en aktieägare i

målbolaget deltar i ett budkonsortium och samtidigt kvarstår med hela eller delar av sitt aktieäggande och således även omfattas av erbjudandet. Som nämnden förstår saken tar kommentaren sikte på en situation där en eller flera, men inte alla aktieägare har möjlighet att agera på det sättet. I det nu aktuella fallet är emellertid förhållandena annorlunda. Budkonsortiet skulle i detta fall erbjuda samtliga aktieägare att som vederlag i budet erhålla antingen kontanter eller aktier i budgivarbolaget eller en kombination därav på det sätt varje aktieägare själv önskar. Under förutsättning att de aktieägare som inte ingår i budkonsortiet därmed inte på något sätt förfördelas i förhållande till konsortiemedlemmarna skulle enligt nämndens mening ett på det sättet utformat erbjudande inte strida mot takeover-reglerna eller i övrigt mot god sed på marknaden.

Nämnden noterar i sin bedömningen bland annat att det av framställningen följer att vederlagsalternativen kommer att vara värdemässigt likvärdiga, att alla aktieägare kommer att ha full valfrihet och att alla aktieägare kommer att likabehandlas, innefattande att de aktieägare som ingår i konsortiet inte kommer att ha några fördelar framför övriga aktieägare i målbolaget så att alla aktieägare som väljer aktievederlag kan utöva sina rättigheter som aktieägare i budgivarbolaget på motsvarande sätt som de aktieägare som ingår i konsortiet samt att en eventuell drag along-klausul kommer att utformas med respekt för kravet på likabehandling. Det är naturligtvis en förutsättning att den likabehandling som aktieägarna erhåller är reell och inte endast formell eller skenbar. Nämnden fäster vikt vid att aktieägarna erhåller fullgod information om vad aktiealternativet i erbjudandet innebär och noterar att det av framställningen framgår att fullständig information om aktieägares rättigheter i budgivarbolaget kommer att inkluderas i prospektet avseende erbjudandet. Nämnden utgår från att informationen bland annat kommer att innefatta upplysningar om hur aktieägarnas rättigheter utövas, hur aktieägarna kommer att erhålla information om budgivarbolaget och dess verksamhet samt upplysningar om hur de onoterade aktierna kommer att kontoföras och om skattefrågor.

Nämnden noterar slutligen att det anges i framställningen att budgivaren kommer att tillse att aktieägarna i målbolaget fullt ut kan bli aktieägare i budgivarbolaget. Nämnden utgår således från att det kommer att vara möjligt för alla aktieägare att genom anlitat värdepappersinstitut välja att erhålla, ta emot och inneha onoterade aktier (jfr bland annat de särskilda regler som kan gälla till följd av att de onoterade aktierna betraktas som s.k. komplicerade finansiella instrument).

Nämnden har i detta ärende varit i kontakt med den brittiska takeover-panelen.

Detta ärende har behandlats av nämnden i förstärkt sammansättning. I behandlingen har deltagit Marianne Lundius (ordförande), Ramsay Brufer, Johan Danelius, Carl Johan Högbom, Wilhelm Lüning, Nina Macpherson, Patrik Marcelius, Carl-Johan Pousette, Anne Rannaleet, Erik Sjöman och Ola Åhman.

På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Marianne Lundius

/Rolf Skog